

4. O PROBLEMA E AS PROPOSTAS

Como criar no Brasil um mercado semelhante ao dos E.U.A, onde em 6 meses (janeiro-junho de 2003) foram emitidos 50 bilhões de dólares em conversíveis o que representa quase cinco vezes tudo aquilo que foi emitido no Brasil entre 1988 e 2003 (12 bilhões de dólares)?

Como responder à questão:

“As Debêntures Conversíveis em Ações podem ser um instrumento financeiro eficaz na captação de recursos a longo prazo para as empresas brasileiras ?”

4.1 A Suposição

Como as empresas brasileiras têm limitadas opções de financiamento a longo prazo (em moeda nacional) e os investidores institucionais, fundos de pensão e planos de previdência privada, precisam obter rendimentos acima das taxas do mercado de renda fixa, e se possível, sem os riscos da renda variável. A Debênture Conversível poderá vir a ser um instrumento de financiamento a longo prazo, com benefícios a investidores e às empresas.

Observando-se a experiência dos Estados Unidos da América onde este instrumento é muito utilizado, identificamos as condições necessárias para que uma emissão de Debêntures Conversíveis seja percebida pelas empresas e pelos investidores como uma alternativa atraente.

A nova Lei das S/A, as Reformas Tributária e da Previdência e o crescimento da Previdência Complementar Privada são fatores que, aliados a uma recém conquistada estabilidade da moeda com taxa de risco em torno de 500 pontos base, e um esperado ciclo de crescimento da economia no Brasil, poderão catalisar o mercado de emissão de Debêntures Conversíveis e impulsionar o mercado de ações.

4.2

Visão Geral das Emissões Brasileiras de Debêntures

Uma análise das tabelas (referentes as debêntures em geral), a seguir, com emissões entre 1995 e 2003 e com a finalidade declarada para os recursos obtidos, permite considerar que o objetivo primordial destas captações foi voltado para capital de giro, alongamento de dívidas e itens afins.

Apenas 10% destinavam-se a investimentos e implantação de projetos. E em relação aos ramos de atividade na tabela 3, nota-se que as empresas do setor privado de produção representam menos de 23%(vinte e três por cento) do volume de emissão. Configura-se, então, uma situação de fato, onde um instrumento financeiro é utilizado pelas empresas apenas como recurso disponível e não, para extrair todos os benefícios que podem ser alcançados.

Base - Data de Registro na CVM – janeiro 1995- junho 2003			
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	3.908,90	7.517,80	5.022,10
1998	4.112,10	9.657,40	12.904,90
1999	2.749,44	6.676,38	8.044,00
2000	1.410,16	8.748,00	7.590,70
2001	1.353,30	15.162,13	5.266,24
2002	1.050,44	14.635,60	3.875,92
2003	79,99	2.078,40	1.075,29
Total	25.771,48	79.754,55	45.395,18

Tabela 5: Valores emitidos em Debêntures após Plano Real (em R\$ Milhão)

Fonte: CVM em 27 junho 2003

Destinação de Recursos	Volume em US\$	Percentual
REFORÇO DO CAPITAL DE GIRO DA EMISSORA	15.488.357.089,69	22,65
REALIZAÇÃO DE OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL	8.593.361.815,46	12,56
ALONGAMENTO DO PERFIL DA DÍVIDA DA EMISSORA	8.523.840.150,08	12,46
SEM DESCRIÇÃO	6.326.191.468,64	9,25
INVESTIMENTOS DA EMISSORA	5.040.040.486,11	7,37
AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA/SOCIETÁRIA	3.114.487.612,38	4,55
INVESTIMENTOS NA EMISSORA	2.499.707.552,82	3,65
INVESTIMENTOS EM IMOBILIZADO	2.011.601.213,69	2,94
PAGAMENTO DE EMPRÉSTIMOS	1.954.322.882,77	2,86
REDUÇÃO DO PASSIVO DA EMISSORA	1.648.065.087,66	2,41
ALTERAÇÃO DO PERFIL DE ENDIVIDAMENTO	1.596.690.725,99	2,33
IMPLANTAÇÃO DE PROJETOS	1.430.801.564,97	2,09
REESTRUTURAÇÃO DO PASSIVO DA EMISSORA	1.348.764.813,62	1,97
REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA DA EMISSORA	751.181.028,55	1,10
OUTROS MOTIVOS		11,81
Fonte: SND		27/6/2003

Tabela 6 : Destinação dos Recursos

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

Ramo de Atividade	Volume em US\$	Percentual
FINANÇAS	19.163.952.321,44	28,02
SERVIÇOS PÚBLICOS	15.174.731.580,00	22,19
EMP. DE ADM. E PARTICIPAÇÕES	14.738.837.277,91	21,55
METALÚRGICO	4.369.300.473,00	6,39
QUÍMICA	2.989.669.276,63	4,37
PAPEL E CELULOSE	2.369.936.611,60	3,47
COMÉRCIO	2.363.686.543,30	3,46
MINERAIS	1.654.673.735,28	2,42
CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA	902.927.922,79	1,32
TRANSPORTES	875.841.300,16	1,28
OUTRAS ATIVIDADES		5,53
Fonte: SND		27/6/2003

Tabela 7 : Por Ramo de Atividade

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

4.3

Emissões Brasileiras de Debêntures Conversíveis

Na base de dados das Debêntures registradas e excluídas do SND constam:

1070 de Debêntures não Conversíveis

240 de Debêntures Conversíveis

70 de Debêntures não Conversíveis Permutáveis

3 de Debêntures Conversíveis Permutáveis

Fonte: <http://www.debentures.com.br> em 24/11/2003

Em 2002 foram registradas apenas 17 emissões de debêntures e só uma delas na modalidade conversível em ações, ou seja não houve qualquer interesse na emissão de Debêntures Conversíveis. Entre 01/01/2003 e 15/11/2003 não foram emitidas Debêntures Conversíveis.

Emissor	Data do Registro	Tipo	Volume (R\$)
Brasil Telec	19/12/2002	DEB	400.000.000
Sanepar	11/12/2002	DEB	150.000.000
Duratex	10/12/2002	DEB	200.000.000
Triunfo	5/12/2002	DEB	60.000.000
P. Açucar	13/11/2002	DEB	500.000.000
Petrobras	31/10/2002	DEB	775.000.000
Ferronorte	17/9/2002	DCA	45.000.000
Petrobras	30/8/2002	DEB	750.000.000
Cesp	25/6/2002	DEB	450.000.000
Gerdaul	27/5/2002	DEB	300.000.000
Ecosul	24/5/2002	DEB	30.000.000
Sabesp	14/5/2002	DEB	400.000.000
Telemar Part	9/5/2002	DEB	650.000.000
Copel	7/5/2002	DEB	500.000.000
Brasil Telec	6/5/2002	DEB	500.000.000
Sid Nacional	27/2/2002	DEB	690.000.000
Investco	21/2/2002	DEB	250.000.000

Tabela 8 : Emissões de 2002

Fonte: <http://www.bovespa.com.br/BovespaFix> em 20/6/2003

Entre 1988 e 2003, foram emitidos um total de Debêntures Conversíveis de aproximadamente 12 bilhões de dólares.

Data	Debêntures	Conversíveis	% em DCA
1988 (06 a 12)	2.831.330.550,43	436.458.333,74	15,42%
1989	896.623.608,42	577.286.548,84	64,38%
1990	1.784.012.815,22	212.410.127,90	11,91%
1991	1.609.417.663,27	64.293.577,02	3,99%
1992	1.070.027.120,17	152.440.199,96	14,25%
1993	3.909.464.011,53	507.185.177,88	12,97%
1994	3.533.121.763,11	2.069.936.569,26	58,59%
1995	7.793.352.468,83	842.886.249,92	10,82%
1996	7.412.227.523,89	958.531.188,49	12,93%
1997	8.829.386.649,55	2.144.891.478,52	24,29%
1998	7.347.890.887,50	2.179.507.151,03	29,66%
1999	4.980.746.963,70	1.154.435.152,16	23,18%
2000	4.729.030.447,28	644.657.711,30	13,63%
2001	6.181.014.432,20	177.707.319,00	2,88%
2002	4.286.800.671,13	7.108.403,14	0,17%
2003	1.608.093.856,19	25.686.910,48	1,60%
Totais	68.802.541.432,42	12.155.422.098,64	17,67%
Percentuais	100,00%	17,67%	

Tabela 9 : Emissões de Debêntures (valores em U\$, até 31/12/03)

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

Após o plano Real, entre 1994 e até 30 de dezembro de 2003 ocorreram baixas incidências de conversões. E quando existiram, não houve consenso entre os investidores sobre a vantagem de exercer a opção.

Empresa	emissão	emitidas	convertidas	%conversão
BICICLETAS CALOI S/A	08/01/98	17513	16578	94,66%
BUETTNER S/A	24/01/1995	900	100	11,11%
CASA ANGLO BRASILEIRA S/A	26/02/1997	446220	167243	37,48%
CASA ANGLO BRASILEIRA S/A	05/11/98	1671600	170000	10,17%
CASA ANGLO BRASILEIRA S/A	26/02/1997	869524	452127	52,00%
CERJ - CIA DE ELETRICIDADE DO R.J.	05/02/99	36000	9748	27,08%
CENTRAIS ELETRICAS DE SC S/A	19/12/1994	30000	1720	5,73%
S/A IND. E COM. CHAPECO	31/05/2001	48987	48987	100,00%
DHB INDUSTRIA E COMERCIO S/A	11/10/95	7098	1170	16,48%
DHB INDUSTRIA E COMERCIO S/A	11/10/95	13902	1360	9,78%
DOCAS S/A	02/12/94	15000	9617	64,11%
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S/A	29/06/2000	1000	866	86,60%
BANDEIRANTE ENERGIA S/A	04/02/00	280000	20666	7,38%
EUCATEX S/A	04/06/97	15000	11546	76,97%
INEPAR S/A	23/12/1996	5000	3168	63,36%
IOCHPE-MAXION S/A	16/10/1998	220375	1588	0,72%
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	22/09/1997	100000	100000	100,00%
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	17/08/1998	175000	173040	98,88%
LF TEL S/A	23/06/1999	120000	61970	51,64%
NET SERVICOS DE COM. S/A	24/12/1999	3500	606	17,31%
PARANAPANEMA S/A	27/03/1996	350000	189626	54,18%
PARANAPANEMA S/A	19/02/1998	217502	160659	73,87%
PARANAPANEMA S/A	26/10/1999	180000	100	0,06%
PARANAPANEMA S/A	19/02/1998	132740	2195	1,65%
PARANAPANEMA S/A	19/02/1998	133140	99650	74,85%
RIBEIRAO PRETO WATER PARK S/A	11/10/94	125	125	100,00%
RIBEIRAO PRETO WATER PARK S/A	14/06/1995	125	125	100,00%
RIBEIRAO PRETO WATER PARK S/A	23/04/1996	125	125	100,00%
RIBEIRAO PRETO WATER PARK S/A	25/11/1996	125	20	16,00%
FRAS-LE S/A	19/01/1996	6000	3600	60,00%
TUPY S/A	26/12/1995	96000	50667	52,78%
VARIG S/A	25/01/1995	34000	502	1,48%

Tabela 10 : Percentual de Conversão das Debêntures por emissão

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

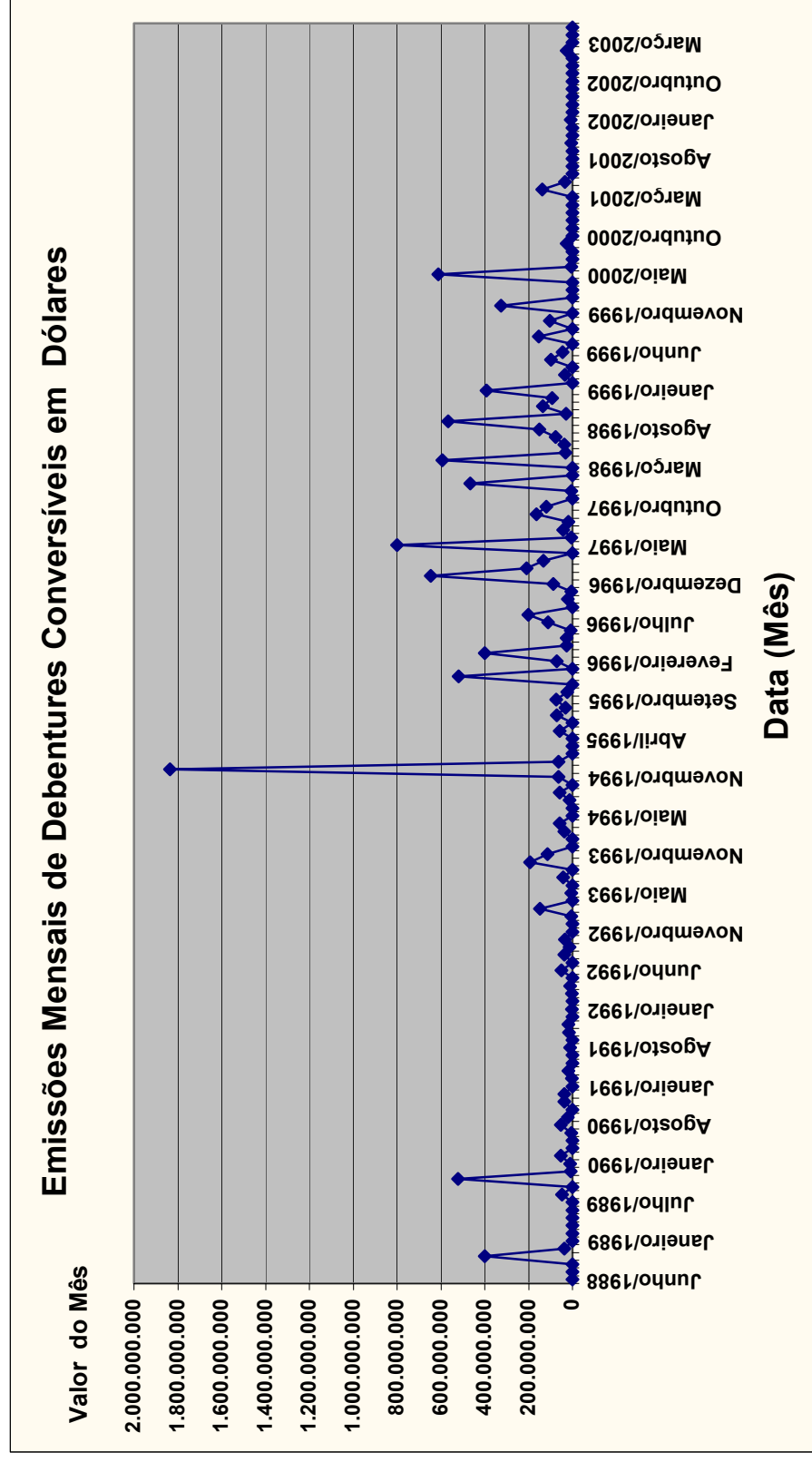


Figura 8 - Gráfico das Emissões

Fonte: <http://www.bovespa.com.br/> BovespaFix em 20/06/2003

Examinamos 1060 emissões de debêntures não conversíveis entre 1982 e 2003 cujas correções monetárias foram atreladas aos seguintes índices:

ANBID	133	12,55%
BTN	6	0,57%
DI	134	12,64%
FDS	3	0,28%
IGP-DI	32	3,02%
IGP-M	424	40,00%
INPC	15	1,42%
IPC	1	0,09%
IPC-A	3	0,28%
IPC-M	3	0,28%
IPC-R	1	0,09%
SELIC	2	0,19%
SEM ÍNDICE	111	10,47%
TBF	2	0,19%
TJCP	20	1,89%
TR	159	15,00%
UFIR	2	0,19%
US\$ COMERCIAL	9	0,85%
TOTAL	1060	100,00%

Tabela 11: Índices utilizados na correção das emissões não conversíveis

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

Examinamos 240 emissões de debêntures conversíveis entre 1981 e 2002 cujas correções monetárias foram atreladas aos seguintes índices:

ANBID	24	10,00%
DI	3	1,25%
IGP-M	85	35,42%
INPC	39	16,25%
IPC-FIPE	1	0,42%
IPC-R	5	2,08%
SEM ÍNDICE	27	11,25%
TJCP	22	9,17%
TR	27	11,25%
U\$ COMERCIAL	7	2,92%
TOTAL	240	100,00%

Tabela 12: Índices utilizados na correção das emissões de conversíveis

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

Não temos base de dados para comparar os *ratings* das empresas nem as médias dos setores, além do fato de que a maior parte das empresas que emitiram conversíveis já não existem.

Examinando por ano de emissão e comparando as emissões que utilizaram a correção em IGP-M (40% das emissões não conversíveis e 35,41% , das emissões de debêntures conversíveis) tivemos as mais freqüentes ocorrências nas taxas de juros anuais :

IGP-M	CONVERSÍVEIS	NÃO CONVERSÍVEIS
1989	10%	12%
1991	6%	12%
1992	12%	12%
1993	12%	12%
1994	6%	0%*
1998	14,20%	6%**
1999	12%	0%*
2000	0%*	0%*

Tabela 13: IGP-M -Comparação de juros das emissões conversíveis e não conversíveis

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

*Como não há padronização das emissões e nem registro das negociações no mercado primário, não houve como examinar o deságio sobre emissões com 0% ou de 6% de juros, por exemplo.

**Os índices de correção, que refletem o câmbio (IGP-M), ficaram distorcidos em fins de 1998 por causa da política cambial.

Examinando por ano de emissão e comparando as emissões que utilizaram a correção pelo índice da ANBID (12,55% dos não conversíveis e 10% dos conversíveis) tivemos as mais frequentes ocorrências nas taxas de oferecidas :

ANBID	CONVERSÍVEIS	NÃO CONVERSÍVEIS
1997	1,50%	2%
1998	1,50%	2%
1999	2%	2%

Tabela 14: ANBID-Comparação de juros das emissões conversíveis e não conversíveis

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

Examinando todas as emissões de Debêntures da base de dados do SND até 15/11/2003, separamos as empresas que emitiram quase simultaneamente Debêntures Conversíveis e não Conversíveis (com a mesma correção), a partir da estabilização da moeda (após Plano Real):

BOMPREGO BAHIA S/A	01/06/95	Não Conversível	IGP-M	12,00% a.a.
BOMPREGO BAHIA S/A	01/06/95	Conversível	IGP-M	12,00% a.a.
CIA. FORÇA E LUZ CATAGUAZES-LEOPOLDINA	01/08/97	Não Conversível	TJLP	12,00% a.a.
CIA. FORÇA E LUZ CATAGUAZES-LEOPOLDINA	08/12/97	Conversível	TJLP	12,00% a.a.
COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	01/07/98	Não Conversível	IGP-M	14,20% a.a.
COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	01/07/98	Conversível	IGP-M	13,00%a.a
NOVAMARLIM PETROLEO S/A	01/12/01	Não Conversível	IGP-M	12,25% a.a.
NOVAMARLIM PETROLEO S/A	15/6/2002	Conversível	IGP-M	12,00% a.a.

Tabela 15 : Comparação de emissões da mesma empresa

Fonte: SND- Sistema Nacional de Debêntures, <http://www.debentures.com.br>

Apenas a CBD, apresentou uma redução na taxa de juros na emissão de Conversíveis.

Assim não é possível confirmar, que as emissões de Conversíveis no Brasil foram captadas com juros abaixo das emissões de Debêntures não Conversíveis, ao contrário, do que a literatura coloca como uma das vantagens obtidas pelas empresas, ao emitirem Debêntures Conversíveis.

4.4

Proposta para Emissão das Debêntures Conversíveis no Brasil

Investidores em ações usam como fator determinante na escolha das empresas, a existência de proteção legal aos acionistas minoritários, pela percepção de que com estes dispositivos, a maior parte dos ganhos aferidos pelas empresas, serão distribuídos e não expropriados pelo grupo controlador. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (2002) estudaram 27 países e encontraram evidências, que sem adequada proteção ao acionista, as empresas são sempre penalizadas na avaliação de suas ações.

O registro da emissão de Debêntures e Debêntures Conversíveis em Ações na SEC, sob a norma 144A, é feito sem maiores exigências para a colocação junto

a investidores qualificados , e por isso mesmo sem a necessidade de informações detalhadas ao mercado. Um estudo de Livingston e Zhou (2002) apurou evidências de que os papéis emitidos sob a regra SEC 144A, pagam taxas mais altas (*yield to maturity*) e apresentam uma menor liquidez do que aquelas normalmente registradas na SEC.

Brockman, Chung (2003) ao investigarem a relação entre proteção ao investidor e liquidez no mercado de Hong-Kong (que lista empresas de vários países, cada uma com sua política de proteção), encontraram evidências que permitem confirmar a existência de uma relação entre proteção ao investidor e liquidez nas ações da empresa.

Esta sensível relação entre as empresas e a proteção ao investidor minoritário já havia sido abordada em Jensen e Meckling (1976) ao estudarem a relação entre *Agency Costs* e os direitos de propriedade advindos de dívidas e investidores de fora da empresa e também em Coase (1937), onde a existência da empresa é condicionada à sua capacidade de minimizar os custos de operação.

Um dos custos de operação da empresa é seu *Agency Costs* e para reduzi-lo cada empresa tem de equilibrar interesses entre os *stakeholders*, sejam eles acionistas minoritários ou detentores de títulos de dívida. Jensen, Meckling (1976) consideravam que apenas as empresas de propriedade de uma só pessoa, que também a gerenciasse estariam livres de tais custos (*Agency Costs*).

Se considerarmos a proteção ao investidor minoritário como um fator determinante ao sucesso de uma emissão, então, empresas cuja atitude perante o mercado seja compromissada com esta proteção, poderão emitir ações ou Debêntures Conversíveis em Ações com uma maior possibilidade de obtenção de um preço justo e liquidez condizente.

Assim, uma das condições propostas como pré-requisito ao sucesso de uma emissão de Debêntures Conversíveis no Brasil é a existência de Cláusulas de Proteção e se possível, sua listagem no Novo Mercado da Bovespa.

Quanto à liquidez necessária para o atendimento aos investidores externos, será muito desejável que a empresa obtenha listagem na NYSE, de forma a atrair recursos mais abundantes obtendo os benefícios já abordados neste trabalho.

4.5

Proposta para Negociação das Debêntures Conversíveis no Brasil

Havendo liquidez para as ações, objeto das emissões de Debêntures Conversíveis, a negociação dos títulos será naturalmente uma exigência do mercado e o ambiente da negociação, por afinidade à Bovespa, seria o Bovespa Fix (Mercado de Títulos de Dívida Corporativa), que utiliza a mesma infraestrutura do mercado de ações e a mesma câmara de compensação a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia), com utilização do SISBEX um sistema eletrônico transparente e em tempo real.

Para complementar o processo existe a necessidade de que a metodologia de avaliação das debêntures seja padronizada para que todos participantes do processo usem os mesmos critérios evitando distorções.

A Andima (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro) está atualmente empenhada em definir esta metodologia com a participação de seus associados em um grupo de estudos.