

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**OPERAÇÕES DE RENDA FIXA NO BRASIL: AS
FUNÇÕES DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA AGÊNCIA
DE *RATING* E DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E
VALORES MOBILIÁRIOS**

FELIPE RODRIGO GOMES SILVA DE OLIVEIRA
matrícula nº: 105044385

ORIENTADOR: Prof. Nelson Chalfun Homsy

FEVEREIRO 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**OPERAÇÕES DE RENDA FIXA NO BRASIL: AS
FUNÇÕES DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA AGÊNCIA
DE *RATING* E DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E
VALORES MOBILIÁRIOS**


FELIPE RODRIGO GOMES SILVA DE OLIVEIRA
matrícula nº: 105044385

ORIENTADOR: Prof. Nelson Chalfun Homsy

FEVEREIRO 2010

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

**Dedico este trabalho aos meus pais,
Jorge Henrique e Edna, que tanto
contribuíram para a minha formação.**

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Professor Nelson Chalfun Homsy, do Instituto de Economia da UFRJ, pela orientação, ajuda e apoio durante os meses de preparação deste trabalho.

A todos os professores e funcionários do Instituto de Economia da UFRJ por toda a dedicação ao longo de minha graduação.

Aos amigos Alan, Ana Luiza, Diogo, Felipe, Luiza, Ramon, Renato e aos demais amigos e amigas de turma sempre presentes durante esse percurso no IE.

À toda a minha família por esses anos todos de carinho, convivência e compreensão.

Aos amigos Felipe, Leonardo e Rummenigge pelos anos de amizade e boas risadas.

E, finalmente, agradeço à minha irmã, Denise Raquel, pela vida de amizade, proteção, carinho, afeto, amor e ensinamentos.

RESUMO

Através da observação, pode-se notar que os Agentes Fiduciários que trabalham nas operações de Renda Fixa no mercado de títulos e valores mobiliários também atuam como Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários. Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo analisar os possíveis ganhos derivados da fusão destas instituições (mantida a segregação de suas atividades). Primeiramente serão apresentadas as características das instituições, objeto de estudo desse trabalho. Em seguida, será desenvolvida a análise das possíveis sinergias desses agentes. Nesse sentido, mostra-se importante para esta análise a apresentação de alguns conceitos relativos a Economia Industrial, tais como Economias de Escala e de Escopo e Verticalização. Finalmente, será apresentada uma emissão hipotética de debêntures onde serão demonstradas as atuações de cada uma destas instituições.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I: CARACTERÍSTICAS DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS E DA AGÊNCIA DE <i>RATING</i>	10
1.1) O Agente Fiduciário	10
1.1.1) Características principais	11
1.1.2) Principais operações	12
1.1.3) Regulação	12
1.2) A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	13
1.2.1) Características Principais	13
1.2.2) Principais operações	15
1.2.3) Regulação	15
1.3) A Agência de <i>Rating</i>	15
1.3.1) Características Principais	15
1.3.2) Principais operações	17
1.3.3) Regulação	17
CAPÍTULO II: ECONOMIA DE ESCALA E ECONOMIA DE ESCOPO NA FUSÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS E DA AGÊNCIA DE <i>RATING</i>	19
2.1) Definições	20
2.1.1) Economia de Escala	20
2.1.2) Economia de Escopo	23
2.1.3) Verticalização	24
2.2) Uma análise sobre as possíveis complementaridades na fusão das atividades do Agente Fiduciário, da Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e da Agência de <i>Rating</i>	24
2.2.1) A fusão entre o Agente Fiduciário e a DTVM	25
2.2.2) A fusão entre a DTVM e a Agência de Classificação de Risco	28
CAPÍTULO III: EMISSÃO DE DEBÊNTURES – UM EXEMPLO DE ATUAÇÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS E DA AGÊNCIA DE <i>RATING</i>	32
3.1) Debêntures: principais características e funções	32
3.2) Operações de Debêntures: A atuação do Agente Fiduciário, da Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e da Agência de <i>Rating</i>	34
3.2.1) A atuação do Agente Fiduciário	34
3.2.2) A atuação da DTVM	36
3.2.3) A atuação da Agência de <i>Rating</i>	37

3.3) A atuação conjunta do Agente Fiduciário, da Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e da Agência de Rating em uma emissão de debêntures	39
3.3.1) A atuação conjunta do Agente Fiduciário com a DTVM	39
3.3.2) A atuação conjunta da Agência de <i>Rating</i> com a DTVM	40
CONCLUSÃO	42
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1.1	16
Tabela 2.1	28
Tabela 2.2	30

INTRODUÇÃO

No mercado financeiro, uma das principais formas de financiamento das empresas se dá por meio da emissão de títulos de dívidas, que são títulos onde a transferência de recursos é por um prazo determinado e possui como remuneração uma taxa de juros. Dessa forma, as operações de emissão desse tipo de títulos são um importante meio de obtenção de recursos por parte destas empresas. Um exemplo disso pode ser observado no volume total captado por empresas através da emissão de debêntures que em 2009 foi de R\$ 11.080.348.105,00¹.

Dentre essas operações, existem os títulos de renda fixa, onde três instituições podem ser destacadas, para que a operação funcione de forma adequada, na visão do mercado, sendo elas o Agente Fiduciário, a Agência de Rating (também denominada como Agência de Classificação de Risco) e a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários. De maneira geral, a primeira instituição listada trabalha com objetivo de atender aos interesses dos investidores. Já a segunda se responsabiliza por fazer a distribuição desses títulos no mercado. Por último, a Agência de Classificação de Risco é a instituição que através de sua metodologia de estudo estima os riscos envolvidos na operação.

Vale ressaltar que no mercado de títulos e valores mobiliários o Agente Fiduciário também atua como Distribuidor de Títulos e Valores Mobiliários. Dessa forma, será avaliado a possível existência de sinergias entres essas instituições, tentando demonstrar se há ganhos na fusão desses agentes.

Para tal demonstração, o presente estudo encontra-se dividido em três capítulos. No capítulo I serão apresentadas as características principais do Agente Fiduciário, da DTVM e da Agência de *Rating*. Em adição, também serão vistas suas principais operações e como é feita a sua regulação.

¹ Emissões com registro na CVM. Fonte: CVM. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/registro/oftasreg2/formoftasi.asp>>

No segundo capítulo, será feito um estudo dos possíveis ganhos que há na fusão do Agente Fiduciário com a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e na fusão da Agência de Classificação de Risco com a DTVM. Para a realização desse estudo, serão utilizados os conceitos de economia de escala e de escopo, além do conceito de verticalização.

Por último, no capítulo III, será apresentada uma emissão de debêntures para ser mostrada como é a atuação dessas três instituições – tanto de maneira isolada, quanto em conjunto –, identificando os procedimentos por elas utilizados, desde antes do papel ser posto em negociação em mercado até o seu vencimento.

CAPÍTULO I: CARACTERÍSTICAS DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS E DA AGÊNCIA DE RATING

Observando a importância que o Agente Fiduciário, a DTVM e a Agência de *Rating* possuem dentro das operações de renda fixa, serão apresentadas neste capítulo as características principais de cada uma dessas instituições, suas formas de atuação e suas principais operações, além de como se dá a regulação de cada setor. Em adição, serão mostradas algumas definições relevantes para o entendimento do *modus operandi* de cada uma dessas instituições, como, por exemplo, mercado de crédito, mercado de títulos e procedimento de *bookbuilding*.

Dessa forma, o presente capítulo está subdividido em três seções. Na seção inicial, é feita uma apresentação sobre o Agente Fiduciário, identificando seus meios de atuação e sua relevância dentro das operações de Renda Fixa. Na seção dois, a DTVM é apresentada, e da mesma forma que o Agente Fiduciário na seção um, será mostrado o seu modo de operar no mercado de títulos de renda fixa no Brasil. Para o encerramento deste capítulo, a seção três apresentará o funcionamento de uma Agência de *Rating* dentro das operações de Renda Fixa.

1.1) O Agente Fiduciário

Nas operações de Renda Fixa, por apresentarem um elevado grau de risco para o investidor, é importante a atuação de uma instituição que tenha como objetivo monitorar a atuação da unidade deficitária na operação, nesse caso, a empresa emissora do título de dívida. Segundo CARVALHO et al. (2001, p. 238), pode-se definir unidades deficitárias como “(...) *aquelas que pretendem gastar correntemente mais do que sua renda. (...) Estes agentes, portanto, emitirão obrigações, isto é, um passivo, a serem salgadas no futuro. São, assim, demandantes de poupança financeira*”. Dessa forma, o agente fiduciário atua no sentido de representar os investidores, cobrando da unidade deficitária que ela cumpra as exigências que lhe foram especificadas dentro do contrato financeiro. Para melhor entender a atuação desse agente, esta seção está dividida em três partes. Na primeira serão

introduzidas as principais características desse agente, na segunda, as operações em que ele atua e na terceira a forma de regulação das suas atividades.

1.1.1) Características principais

Pode-se definir o Agente Fiduciário como uma instituição que representa a comunhão dos investidores. Esse deve, principalmente, proteger os direitos e interesses dos investidores e fiscalizar se a companhia emissora está cumprindo as cláusulas constantes da escritura de emissão do título de dívida, especialmente daquelas impositivas de obrigações de fazer e de não fazer. Observando a Instrução CVM 028, que regula a atuação do agente fiduciário, vê-se que *“somente podem ser nomeados agentes fiduciários pessoas naturais que satisfaçam os requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração de companhia e instituições financeiras que, tendo por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros, hajam sido, em cada emissão, previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil a exercer as funções de agente fiduciário”*. Vale ressaltar que, nas emissões destinadas ao mercado de títulos e valores mobiliários, o agente fiduciário da emissão deverá ser, obrigatoriamente, instituição financeira.

As funções do agente fiduciário são determinadas pela instrução CVM 028 de um modo geral. Além destas, outras funções mais particulares desta instituição são especificadas no contrato de emissão do título de dívida da operação. Dadas as suas atribuições, pode-se ressaltar que a atuação desse agente contribui para diminuir a assimetria de informação existente entre a empresa emissora do título de dívida e os investidores. Isso porque após o início da operação é o agente fiduciário que trabalha no sentido de cobrar da empresa emissora que ela cumpra o que tiver sido acordado. Dessa forma, este agente atua de maneira a minimizar práticas oportunistas após o início da operação, ou seja, esta instituição atua para diminuir o chamado risco moral. O risco moral pode ser definido como *“uma conduta oportunista pela qual uma das partes de um contrato muda sua conduta após o mesmo ter sido pactuado, se aproveitando do fato de que só ele tem acesso a algumas informações para obter ganhos em detrimento de um ou mais agentes com os quais a relação contratual foi estabelecida”* (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p. 290).

1.1.2) Principais operações

Deve-se salientar, que a Instrução CVM 028 somente define com a nomenclatura Agente Fiduciário a instituição atuante em uma operação de debêntures. Contudo, vale ressaltar que, dentro do mercado de operações de renda fixa, é também considerado como agente fiduciário as instituições que atuam em outras operações do mercado de títulos, tais como de notas promissórias, de *commercial papers* e de certificados de recebíveis imobiliários, e de mercado de crédito, como, por exemplo, em operações de cédulas de crédito bancário e de cédulas de crédito imobiliário. Pode-se definir mercado de crédito e mercado de títulos, de acordo com CARVALHO et al. (2001, p. 240) como se segue:

“No mercado de crédito, as transações são feitas de forma individualizada, identificando-se as duas partes que realizam o empréstimo. Da operação resultam obrigações que são em princípio, intransferíveis ou não-negociáveis, (...). Nos mercados de títulos, (...) os contratos resultantes podem não ser negociáveis, mas obedecem de qualquer forma a regras de padronização que tornam os títulos de natureza semelhante substitutos entre si. Quando podem ser negociados, isto é, revendidos em mercados secundários, esses títulos ganham liquidez, isto é, têm sua capacidade de conversão em dinheiro, aos olhos de seu possuidor, aumentada.”

1.1.3) Regulação

A regulação desse setor é feita pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Banco Central do Brasil (BACEN), sendo a primeira uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, *“cujas atribuições são a normatização, regulamentação, desenvolvimento, controle e fiscalização do mercado de valores mobiliários do país”* (MELLAGI FILHO e ISHIKAWA, 2007, p. 121) e a última uma autarquia federal integrante do Sistema Financeiro Nacional *“para ser o agente da sociedade brasileira na promoção da estabilidade do poder de compra da moeda brasileira”* (MELLAGI FILHO e ISHIKAWA, 2007, p. 119) através da manutenção das reservas internacionais em nível adequado, estímulo à formação de poupança em níveis compatíveis aos investimentos necessários, além do cuidado em manter a liquidez da economia e a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional.

1.2) A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários

As DTVM são instituições que atuam na intermediação de títulos e valores mobiliários, nos mercados Financeiros e de Capitais. Assim como na seção anterior, esta seção está subdividida em três partes. Na primeira identificam-se as principais características desse agente, na segunda, suas principais operações e, na última, a regulação desse setor.

1.2.1) Características principais

Esse tipo de agente tem como objetivo intermediar operações com títulos e valores mobiliários, já que funcionam como instituições auxiliares do Sistema Financeiro Nacional. Um exemplo da atuação desse agente é na subscrição (*underwriting*) de emissão de títulos e valores mobiliários, na qual ele pode atuar isoladamente ou em consórcio com outras distribuidoras. Em adição, essa instituição também pode atuar em operações de mercado aberto.

Além do descrito acima, as DTVM podem ainda encarregar-se da administração de carteiras de custódia de títulos e valores mobiliários; exercer funções de agente fiduciário; instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento; constituir sociedade de investimento e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários; prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais; incumbir-se da subscrição, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários; e praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes.

A atuação da DTVM pode ocorrer tanto no mercado primário quanto no mercado secundário. Como mercado primário entende-se o mercado onde há a primeira compra do título. *“Como fonte de financiamento para o gasto das unidades deficitárias, são os mercados primários que contam mais diretamente, porque é aqui que são canalizados recursos para essa classe de agentes”* (CARVALHO et al., 2001, p. 241). Nesse sentido, a

intermediação da DTVM serve para fazer a subscrição e distribuição primária do título, transferindo os recursos para a empresa emissora do mesmo. Vale ressaltar que antes da distribuição do papel no mercado, a DTVM realiza o processo de *bookbuilding* do título, que consiste em um mecanismo de consulta prévia ao mercado para definição do preço efetivo de subscrição (tanto no mercado de renda variável quanto no de renda fixa) ou da remuneração dos títulos (no mercado de renda fixa), tendo em vista a quantidade de papéis emitidos, para diferentes níveis de taxa, que cada investidor possivelmente adquirirá. Além de fazer o papel de distribuidor do título – também conhecido no mercado como coordenador da oferta –, a DTVM também pode atuar na outra ponta da negociação, ou seja, este agente também pode atuar como investidor, comprando o título que é ofertado.

No mercado secundário, não há transferência de recursos para a empresa emissora. Este mercado serve para dar liquidez ao papel. *“Sua existência significa que, para os que possuem títulos de uma determinada classe, existe uma demanda de reserva disposta a absorvê-los, ainda que a preços que podem ser variáveis”* (CARVALHO et al., 2001, p. 241). Dessa forma, a atuação da DTVM no mercado secundário é feita no sentido de agregar valor à sua carteira de investimentos, comprando títulos a um preço baixo e os vendendo a um preço alto, tendo um ganho nesse *spread*.

A distribuição de títulos é feita se baseando em duas instruções CVM: Instrução CVM 400 e Instrução CVM 476. A distribuição via Instrução CVM 400 é aquela feita para o público em geral, isto é, pessoas físicas, pessoas jurídicas, fundos de investimentos, administradoras de recursos, etc. Quando a distribuição é feita através da Instrução CVM 476, significa dizer que a mesma é direcionada a investidores qualificados, ou seja, é uma emissão privada. A Instrução CVM 409 considera como investidores qualificados as instituições financeiras, as companhias seguradoras e as sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência complementar; as pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a trezentos mil reais, os fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, e os administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

1.2.2) Principais operações

As principais operações são intermediação de papéis de renda fixa, como, por exemplo, Debêntures e Notas Promissórias, e de papéis de renda variável (Ações), além de certificados de incentivos fiscais e, ainda, atuar no mercado de *Commodities*, na compra e venda de Ouro. No presente trabalho, somente a atuação da DTVM no mercado de renda fixa será objeto de análise.

1.2.3) Regulação

Essas instituições são constituídas sob as formas de Sociedade Anônima ou sociedade por quotas de responsabilidade limitada, cuja autorização para funcionamento é expedida pelo BACEN. Também é a autoridade monetária que fiscaliza as DTVM, através de seus departamentos regionais, por intermédio de seus inspetores e auditores, além da CVM, nas operações com títulos de renda variável. As Distribuidoras também são obrigadas a contratar auditoria independente, devidamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários.

1.3) A Agência de Classificação de Risco

Nesta última seção do capítulo I, será apresentada a agência de classificação de risco, através de suas características principais, suas operações, bem como é feita a regulação de suas atividades.

1.3.1) Características principais

O *rating* é uma opinião sobre a capacidade de um país ou uma empresa saldar seus compromissos financeiros. A avaliação é feita por empresas especializadas, as agências de classificação de risco, que emitem notas, expressas na forma de letras e sinais aritméticos, que apontam para o maior ou menor risco de ocorrência de um *default*, ou seja, risco de que o emitente não cumpra seus compromissos, mesmo que pontualmente, atrasando ou suspendendo os pagamentos.

Para publicar uma nota de risco de crédito, os especialistas dessas agências avaliam além da situação financeira de um país, as condições do mercado mundial e a opinião de especialistas da iniciativa privada, fontes oficiais e acadêmicas. Após essas análises, esses agentes utilizam ferramentas estatísticas para construir cenários e, assim, estimar a probabilidade de risco de *default* da empresa, medindo, com isso, o risco do título a ser emitido. O *rating* é sempre aplicado a títulos de dívida de algum emissor. Se uma empresa quer captar recursos no mercado e oferece papéis que rendem juros a investidores, este tipo de agente elabora um relatório, através dessas técnicas, sobre esses títulos para que os potenciais compradores avaliem os riscos.

A atuação desses agentes pode ser observada tanto no mercado de crédito – através da classificação de risco de papéis, como as cédulas de crédito bancário, por exemplo –, quanto no mercado de capitais – tal como uma operação de debêntures.

No quadro 1 abaixo, estão listadas as escalas de *rating* das três agências classificadoras de risco de maior relevância dentre as atuantes tanto no mercado brasileiro quanto no global nessa primeira década do século XXI:

Tabela 1.1: Escalas de Rating

Standandr&Poor's	Fitch	Moody's
AAA	AAA(bra)	Aaa
AA	AA(bra)	Aa
A	AA(bra)	A
BBB	BBB(bra)	Baa
BB	BB(bra)	Ba
B	B(bra)	B
CCC	CCC(bra)	Caa
CC	CC(bra)	Ca
C	C(bra)	C
D	DDD(bra), DD(bra), D(bra)	-

Fonte: sites das agências (S&P, Fitch e Moody's). Elaboração: própria.

Os títulos de emissores que possuem notas **BBB, BBB(bra), Baa** ou acima destas são consideradas grau de investimento², isto é, são títulos com baixo risco de default. Enquanto isso, aqueles que possuem notas abaixo das mesmas são consideradas grau especulativo, ou seja, maior risco de não cumprimento das obrigações.

Em suma, as agências de classificação de risco são empresas especializadas em avaliar a capacidade que os emissores de títulos públicos ou privados têm em honrá-los. Cada agência dispõe de um critério de avaliação, que consiste em dar notas a esses emissores, quantificando o risco de investir em títulos. Notas mais alta significam menores riscos, enquanto que notas menores indicam maiores riscos. Essas agências são importantes para manter a credibilidade do sistema capitalista, pois suas avaliações servem de orientação para que os investidores possam alocar de maneira eficiente seus recursos.

1.3.2) Principais operações

Pelo observado na seção anterior, as agências de classificação de risco atuam em emissões de títulos de dívidas de empresas, de governos, de instituições financeiras, etc. No entanto, neste trabalho, somente os *rating* de crédito, isto é, a classificação de risco de empresas será objeto de estudo.

1.3.3) Regulação

Nesse setor, não há uma clara indicação de como é feita a regulação desses agentes. Há uma referência aos serviços de consultor e analista de valores mobiliários no inciso VIII do artigo 1º da Lei Federal número 6.385 que, no entanto, não prevê se as atividades desenvolvidas por essas agências são reguladas pela CVM. Além disso, não há nenhum órgão regulador ou associação de classe que imponha padrões de conduta a serem seguidos por esses agentes e que, portanto, não se sujeitam a qualquer cobrança externa. No entanto, alguns de seus produtos estão previstos em instrumentos válidos legalmente, tais como a Instrução CVN 393 e a Instrução CVM 404 que dispõem, respectivamente, sobre os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC) e debêntures padronizadas, além da

² Do inglês *Investment Grade*.

Resolução nº 2.829, também da CVM, que, resumidamente, indica para que as entidades fechadas de previdência privada utilizem a classificação de uma agência de classificação de risco para alocar, em seu portfólio de renda fixa, títulos de baixo risco de crédito.

Apresentadas as três instituições relevantes para a implementação desse trabalho, é importante atentar para o fato, observado empiricamente, de que os agentes fiduciários que atuam nas operações destinadas ao mercado de títulos e valores mobiliários, e que, como já mencionado anteriormente devido à Instrução CVM 028, devem ser instituições financeiras para poderem atuar nesse mercado, se tornam distribuidores de títulos e valores mobiliários. Dessa forma, o capítulo II tentará apresentar justificativas que expliquem a razão por esses agentes optarem por se tornar esse tipo de instituição financeira (no caso a DTVM), através de conceitos da área da Economia Industrial, tais como Economia de Escala, Economia de Escopo e Verticalização.

CAPÍTULO II: ECONOMIA DE ESCALA E ECONOMIA DE ESCOPO NA FUSÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS E DA AGÊNCIA DE RATING

No capítulo anterior, foram apresentadas as três instituições objeto de estudo do presente trabalho, incluindo suas características, principais operações, bem como a forma de regulação de suas atividades.

Nessa parte do trabalho será feita uma análise sobre os efeitos que uma possível fusão entre elas, mantida a segregação de suas atividades, possa acarretar.

Dessa forma, tentará se identificar ganhos através da sinergia desses agentes. Para isso, mostra-se necessária a apresentação de alguns conceitos importantes na definição tanto da fronteira horizontal quanto da fronteira vertical da empresa. Tais conceitos são relevantes não somente nas estruturas dos mercados e no tamanho das empresas, mas também na escolha por determinada estratégia de negócio, como, por exemplo, na fusão de atividades do agente fiduciário e da DTVM.

Pode-se entender como fronteira horizontal a quantidade e a variedade de bens ou de serviços que são oferecidos pela empresa. Já como fronteira vertical entende-se *“as atividades que a própria empresa executa, em oposição a encomendas solicitadas a empresas independentes do mercado”* (BESANKO et. al., 2006, p.125).

Com o objetivo acima definido, este capítulo será apresentado em duas partes. Na primeira, serão definidos os conceitos de economia de escala e economia de escopo, além do conceito de verticalização, que também será útil para demonstrar esses possíveis ganhos de sinergia. Já na segunda parte, será realizado o estudo de como podem acontecer esses ganhos.

2.1) Definições

Esta seção do capítulo apresentará os conceitos essenciais para o desenvolvimento desse trabalho. A mesma encontra-se dividida em três subseções. Na primeira seção, serão apresentados os conceitos de Economias e Deseconomias de Escala. Na segunda seção, será mostrado o conceito de Economia de Escopo (relacionado, juntamente com o de economia de escala, às fronteiras horizontais da empresa). Já na última seção, será introduzido o conceito de Verticalização.

2.1.1) Economia de Escala

Entende-se que uma empresa apresenta economias de escala (ou retornos crescentes de escala) quando no processo de produção de um bem ou serviço o seu custo médio, ou seja, o custo por unidade de produção, diminui à medida que o nível de produção se eleva. No entanto, se o custo unitário da produção aumentar caso o nível de produção também aumente, pode-se dizer que a empresa possui deseconomias de escala (ou retornos decrescentes de escala). Além dessas duas situações, há o caso onde o custo médio se mantém constante, independente do nível de produção. Nessa situação, diz-se que a empresa encontra-se em um cenário de retornos constantes de escala.

Vale agora ressaltar quais são as fontes de economia e de deseconomia de escala. Primeiramente serão mostradas as principais fontes de economia de escala. Em seguida, as fontes de deseconomia de escala.

As fontes de economia de escala podem ser divididas em dois tipos: economias de escala reais (EER) e economias de escala pecuniárias (EEP). As EER e as EEP são definidas da seguinte forma, segundo KUPFER e HASENCLEVER (2002, p. 55):

“As economias de escalas são ditas reais se o fator que as explica é a redução na quantidade de fatores produtivos utilizados quando há um aumento da produção. (...) As economias de escala são ditas pecuniárias se o fator que as explica é uma redução no preço pago pelo insumo. Neste caso, os custos da empresa se reduzem, mas não em resposta a mudanças reais no método de produção.”

No entanto, deve-se observar que os ganhos da empresa derivados das economias de escala pecuniárias são, de maneira geral, ganhos de escalas reais por parte do fornecedor do insumo. Exemplo disso pode ser observado quando uma empresa aumenta a demanda por um insumo, menores serão os custos de fabricação por unidade do fornecedor. Dessa forma, as fontes de economias de escala que serão apresentadas neste trabalho serão as fontes de economias de escala reais.

As principais fontes de EER são apresentadas a seguir:

a) Ganhos de especialização

A primeira fonte de economia de escala a ser apresentada está relacionada à divisão do trabalho. Isso significa que quanto maior a quantidade do produto, maior poderá ser a divisão do trabalho. Com isso, poderá haver um número maior de trabalhadores e máquinas especializados que serão mais produtivos, reduzindo os custos.

b) Indivisibilidade técnica

Já essa fonte de economia de escala se refere ao tamanho dos equipamentos industriais. Dado que em uma indústria as compras de equipamentos nem sempre são do tamanho exato para produzir a quantidade de bens precisamente necessária, *“possíveis subutilizações do equipamento podem servir para uma futura expansão produtiva. Desta forma, haveria então uma expansão produtiva a taxas crescentes, ocasionando, portanto, CMe decrescentes”* (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p. 56).

c) Economias geométricas (também conhecida como Lei do Quadrado do Cubo)

Essa fonte de economia de escala também se refere ao tamanho do equipamento industrial. Só que, nesse caso, a economia de escala deriva da forma do equipamento, pois se acredita que em alguns processos produtivos a capacidade de produção seja proporcional ao volume do recipiente e o custo total, quando o nível de utilização da capacidade está no limite, seja proporcional à superfície do mesmo. Com isso, na medida em que a produção aumenta, a razão entre volume e superfície também aumenta. Logo, o custo médio diminui.

d) Economias relacionadas à lei dos grandes números

Nessa última fonte de economia de escala, tem-se que quanto maior o tamanho da planta produtiva, mais máquinas poderão ser utilizadas. Entretanto, o crescimento do estoque de máquinas e da equipe de manutenção das máquinas em atividade será menos que proporcional. *“Ou seja, a equipe e os materiais utilizados para a reposição e conserto de peças destinados a manter qualquer nível de atividade produtiva frente à possibilidade de problemas técnicos cresce menos que proporcionalmente em relação ao número de máquinas em operação”* (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p. 58).

Já as principais fontes de deseconomias de escala, que elevam o custo médio das empresas são apresentadas como se segue:

a) Custos de mão-de-obra e Tamanho da Empresa

Essa fonte de deseconomia de escala pode ser atrelada ao fato de que nas grandes empresas, o custo de contratação de novos funcionários (ou seja, custos relacionados ao recrutamento e ao treinamento desses) pode ser muito grande, o que compensaria o diferencial de remuneração para manter seus funcionários, explicando uma possível discrepância salarial existente entre os funcionários de uma pequena empresa e os de uma grande empresa.

b) Efeitos dos incentivos e da burocracia

Empresas grandes podem ter maiores dificuldades no monitoramento de seus funcionários, quando comparadas a empresas pequenas. Para tentar manter a produtividade em alta, essas grandes empresas podem propor incentivos a seus funcionários, aumentando seus custos.

c) Diluição excessiva dos recursos especializados

Essa fonte se relaciona ao fato de que esse tipo de recurso apresenta custo médio crescente em função de possuir alguma especificidade que limita o seu grau de utilização.

d) Exclusão por conflito

Essa última fonte de deseconomia de escala se refere à possibilidade de existência de conflitos de interesse, pois, por exemplo, no caso de um cliente potencial requisitar os serviços de uma empresa e esta já for prestadora de serviço de uma concorrente desse cliente, ocorre aí uma situação conflitante e, com isso, esse cliente em potencial buscará outra empresa.

2.1.2) Economia de Escopo

Quando uma empresa apresenta economias, na medida que aumenta a sua variedade de bens ou de serviços prestados, diz-se que esta empresa possui economias de escopo. Isto é, *“as economias de escopo são normalmente definidas em termos do custo total relativo de produção de uma variedades de bens e serviços considerados em conjunto em uma empresa versus separadamente em duas ou mais empresas”* (BESANKO, 2004, p. 94).

A seguir, serão listadas as principais fontes de economia de escopo:

a) Fatores comuns

A primeira fonte de economia de escopo se verifica quando a produção de um bem requer a aquisição de um fator de produção que também seja útil na produção de outro bem. Com isso, o custo de utilização desse fator na produção desse outro bem se torna praticamente nulo.

b) Reserva de capacidade

Um insumo que possa ser compartilhado na produção de diversos produtos, devido ao processo produtivo destes, explica a existência dessa fonte de economia de escopo. Vale ressaltar que esta fonte de economia de escopo se diferencia da vista anteriormente no sentido de que *“a capacidade utilizada para a produção de um determinado bem não pode ser compartilhada para a produção de um outro”* (KUPFER e HASENCLEVER, 2002 , p.

62). Isto é, só a capacidade ociosa pode ser utilizada na produção do bem com processo produtivo similar.

c) Complementaridades técnicas e comerciais

Esta fonte de economia de escopo deriva de complementaridades técnicas e comerciais existentes entre alguns bens ou serviços, que pode gerar sinergias na produção dos mesmos.

2.1.3) Verticalização

A cadeia vertical de uma empresa pode ser entendida como o processo iniciado na obtenção dos insumos básicos e finalizado na venda dos bens e serviços finais. Dito isso, pode-se entender que a fronteira vertical de uma firma delimitará as atividades onde a firma executará de forma própria e em quais atividades ela recorrerá ao mercado.

2.2) Uma análise sobre as possíveis complementaridades na fusão das atividades do Agente Fiduciário, da Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e da Agência de *Rating*

Nesta parte do trabalho, será feito um estudo das possíveis sinergias existentes nas atividades do agente fiduciário, da distribuidora de títulos e valores mobiliários e da agência de classificação de risco. Para isso, serão utilizados os conceitos definidos na seção anterior.

Para demonstrar esse estudo, esta seção será dividida em duas subseções. Na primeira, será mostrado um estudo das possíveis sinergias existentes entre o agente fiduciário e a DTVM, indicando ganhos e perdas derivadas desta fusão. O mesmo procedimento será utilizado na segunda seção, porém mudando os agentes. Nesse caso, a análise será feita entre a DTVM e a agência de *rating*.

2.2.1) A fusão entre o Agente Fiduciário e a DTVM

Esta subseção tentará mostrar as sinergias existentes entre o Agente Fiduciário e a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários. Através das características de cada uma dessas instituições, já mencionadas no Capítulo I, será observada a existência de pontos comuns e complementares entre eles. Em adição, também serão identificados possíveis perdas geradas por essa fusão. Num primeiro momento, serão apresentados os possíveis ganhos resultantes dessa fusão, para em seguida serem mostradas as prováveis perdas.

Um primeiro fator que favorece a fusão de atividades desses dois agentes pode ser visto no âmbito regulatório. Isso porque na regulação da atividade do Agente Fiduciário especifica-se que para que esse agente possa atuar no mercado de títulos e valores mobiliários, este deve necessariamente ser uma instituição financeira. Além disso, na regulação da atividade da DTVM consta que essa pode ser um Agente Fiduciário. Dessa forma, verifica-se então um ponto favorável a essa fusão de atividades.

Outro ponto que atua em favor dessa união de atividades pode ser percebido através da utilização do mesmo espaço físico para o desenvolvimento dessas duas atividades. Ou seja, o fato de ambas as instituições poderem utilizar o mesmo local para o exercício de ambas as atividades pode ser interpretado como um fator comum na produção desses dois serviços.

Em adição, um incentivo que facilita a integração desses agentes se refere ao fator trabalho. Esse incentivo se deve ao fato de que a atuação como agente fiduciário requer que a mão-de-obra opere com diversos instrumentos legais. Esse tipo de trabalho se assemelha com alguns serviços que as distribuidoras prestam (que também exigem que seus trabalhadores lidem com instrumentos legais), como, por exemplo, a administração de fundos de investimentos e a custódia de quotas de fundos de investimento, que demandam um aparato legal. Observa-se então, nesse caso, mais um ponto que assegura a existência de complementaridades que geram sinergias na produção desses serviços.

Além disso, outro ganho resultante da fusão entre o Agente Fiduciário e a DTVM pode ser observado pelo o aumento de operações que essa nova empresa poderá atuar. Isso porque mais operações resultarão em um maior acúmulo de conhecimento por parte da mão-de-obra – *learning-by-doing* –, gerando, assim, uma maior produtividade por parte desses trabalhadores.

Ademais, um terceiro incentivo, visto pela ótica da força de trabalho, pode ser visto através do crescimento da mão-de-obra que resultará em uma maior divisão do trabalho. Com isso, a mão-de-obra será mais especializada e terá mais habilidades para exercer sua função. Dessa forma, ela se tornará mais produtiva e gerará um custo unitário menor para a empresa.

Ainda no que se refere à força de trabalho, existe outro fator que pode contribuir para essa fusão. Nas operações de renda fixa, onde existe a presença do Agente Fiduciário – debêntures, notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários, etc. –, a força de trabalho dessa instituição acompanha essas operações desde o começo, ou seja, desde antes desses títulos irem a mercado. Com isso, essa força de trabalho também acompanha o procedimento de *bookbuilding* e o processo de distribuição no mercado primário desses títulos, tendo acesso aos contratos que regem esse processo de distribuição, visto que esse processo de distribuição é regulado por duas instruções da CVM – a instrução CVM número 400 e a número 476 –, as quais são observadas pelo Agente Fiduciário no exercício da sua função. Dessa forma, observa-se então mais uma possível fonte de sinergia entre essas duas instituições.

Vale agora ressaltar as perdas derivadas dessa união de atividades entre o Agente Fiduciário e a DTVM.

Um ponto negativo na transformação do Agente Fiduciário em uma instituição financeira (e que gera perdas) se refere às mudanças significativas na estrutura tributária dessa nova empresa. Isso porque a tributação sobre uma empresa que é instituição financeira é maior do que em uma empresa não-financeira. Exemplo dessa tributação pode

ser vista no caso das alíquotas do IR e da CSLL³, já que a prestação do serviço fiduciário por uma instituição financeira tem uma alíquota de 34% de IR e de 15% de CSLL. Já uma empresa não financeira pagaria de impostos, pelo mesmo tipo de serviço, 15% de IR e 9% de CSLL. Então, a partir do momento em que o Agente Fiduciário passa a operar também como uma DTVM, ele irá incorrer em maiores impostos, tendo o custo do seu serviço elevado.

Outro tipo de perda derivada da atuação do Agente Fiduciário como DTVM se dá através da área de tecnologia da informação. Essa perda se explica pelo fato de que quando uma empresa passa a ser uma instituição financeira ela deve adquirir um *software* específico que dá acesso direto ao Banco Central. E esse programa representará para essa nova empresa um novo custo. Vale ressaltar que esse novo custo abre uma breve discussão a respeito da verticalização, já que, nesse caso, essa nova empresa analisa se é mais viável ela própria executar essa atividade, isto é, criar a logística necessária para ter o acesso direto com o Banco Central, ou se ela contrata uma empresa no mercado que seja especializada nessa área para lhe prestar esse serviço. Através da observação empírica, nota-se que as empresas que atuam como Agente Fiduciário e como DTVM optam pela segunda opção, pois, com isso, elas incorrem em custos de oportunidade menores.

Um terceiro ponto a gerar perdas e que deve ser observado se refere à mudança derivada da saída do mercado de crédito para o mercado de títulos. Essa mudança é explicada pelo fato de que no mercado de crédito todas as partes do contrato são conhecidas e a princípio imutáveis, tendo custos de transação⁴ relativamente baixos. Já no mercado de títulos as partes são mutáveis, o que pode levar a custos de transações elevados. Como exemplo pode-se citar o custo de comunicação entre as partes, pois no mercado de crédito o tempo despendido para se comunicar com as partes é menor, visto que elas já são conhecidas e no mercado de títulos esse custo é maior, pois as partes são mutáveis, o que resulta em um tempo maior para a comunicação.

³ Respectivamente, Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

⁴ Custos de transação podem ser definidos como os custos decorrentes da negociação, escrituração e de fazer valer dos contratos. Eles surgem “quando uma ou mais partes de uma transação agem oportunisticamente (isto é, buscam ganho particular à custa do bem maior)” (BESANKO et al., 2004, p. 142).

De forma resumida, o quadro a seguir apresenta os pontos positivos (ganhos) e negativos (perdas) da fusão entre o Agente Fiduciário e a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários.

Tabela 2.1: Sinergia entre o Agente Fiduciário e a DTVM

Pontos Positivos	Pontos Negativos
Regulação das duas atividades favoráveis	Mudança na estrutura tributária da nova empresa – pois a instituição financeira paga mais impostos que uma não financeira
Utilização do mesmo espaço físico	Aumento de custos com a área de tecnologia da informação
Mão-de-obra facilmente adaptável a ambas as funções	Custos de Transação maiores derivados da mudança do mercado de crédito para o mercado de títulos
Aumento de produtividade através do <i>learning-by-doing</i> resultante da atuação em mais operações	
Empresa maior derivada da fusão leva a uma maior divisão do trabalho, com aumento da produtividade	
Acompanhamento do processo de distribuição permite ao Agente Fiduciário o aprendizado para também fazê-lo	

2.2.2) A fusão entre a DTVM e Agência de Classificação de Risco

Nesta parte do trabalho será apresentado um estudo das sinergias existentes entre a Agência de *Rating* e a DTVM. Como na subseção anterior, esta parte do trabalho apresentará os pontos a favor e os pontos contra em uma fusão entre a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e a Agência de Classificação de Risco, iniciando pelos pontos que geram ganhos e terminando com os pontos que geram perdas.

Uma das funções das DTVM é fazer gestão de recursos de sua carteira de títulos e valores mobiliários. Para tal, essa instituição possui um departamento de pesquisas responsável pela análise setorial⁵ de empresas. Já as agências de classificação de risco possuem analistas que também se especializam em estudar determinadas atividades econômicas, com o objetivo de elaborar o relatório de *rating* que é o documento onde consta a nota dada pela Agência de Classificação de Risco para um determinado título de dívida emitido por uma empresa. Dessa forma, pode ser notada uma possível fonte de sinergia entre a DTVM e a Agência de *Rating*.

Outro possível fator gerador de ganhos para a fusão de atividades entre essas duas instituições se verifica no fato de que na DTVM, quando ela atua como gestora de recursos, existe um departamento que mensura o risco de determinado investimento em determinado portfólio, trabalho que é o objetivo final da outra instituição em estudo nesta parte do trabalho. Isso demonstra mais um ponto em comum entre essas duas instituições.

Contudo, vale ressaltar que, assim como na relação entre o Agente Fiduciário e a DTVM, uma possível fusão de atividades entre esta última e a Agência de *Rating* também poderia gerar perdas.

Assim como visto na subseção anterior, um ponto negativo a ser destacado na transformação da Agência Classificadora de Risco em uma instituição financeira se refere às mudanças significativas na estrutura tributária dessa nova empresa, visto que isso levaria a um aumento nos gastos com impostos e contribuições sociais. Isso porque, como já observado anteriormente, as instituições financeiras pagam mais impostos que as empresas não-financeiras.

Outro ponto que poderia ocasionar perdas na atuação da Agência de *Rating* como DTVM se daria através da área de tecnologia da informação. Isso por causa dos mesmos motivos que leva a perdas entre o Agente Fiduciário e a Distribuidora de Títulos: aquisição

⁵ Nesse caso, o setor se refere ao setor econômico, como, por exemplo, a indústria de siderurgia ou a indústria de serviços.

de um *software* específico que daria acesso direto ao Banco Central, gerando um custo que a atuação da empresa somente como Agência de Classificação de Risco não possuiria.

Uma terceira fonte de geração de perdas estaria relacionada à existência de informação assimétrica nessa nova empresa resultante da união da DTVM com a Agência de *Rating*. Essa assimetria de informação se explica pelo fato de que um relatório de *rating* elaborado por essa nova empresa seria conhecido pela parte dessa empresa responsável por fazer gestão de recursos antes de todo o mercado, ou seja, haveria espaço para práticas oportunistas dessa nova empresa. E, com isso, essa empresa poderia perder potenciais clientes, no que se refere à elaboração de relatórios de riscos, devido a esse conflito de interesses.

Além dos já mostrados anteriormente, outro motivo que poderia acarretar em perdas na união desses dois agentes pode ser explicado pelo fator trabalho. Isso porque a atuação como DTVM poderia exigir da força de trabalho habituada com a função de Agência de Classificação de Risco uma atuação mais multifuncional, o que poderia acarretar no problema de excesso de diluição de uma mão-de-obra especializada.

Para melhor ilustrar os ganhos e as perdas da fusão entre a Agência de Classificação de Risco e a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, o Quadro 2.2 a seguir faz um resumo dos pontos apresentados nesta subseção.

Tabela 2.2: Sinergia entre a Agência de *Rating* e a DTVM

Pontos Positivos	Pontos Negativos
Ambas as instituições possuem departamentos especializados na análise de setores econômicos	Mudança na estrutura tributária da nova empresa – pois a instituição financeira paga mais impostos que uma não financeira
Ambos os agentes possuem departamentos que fazem mensuração de riscos	Aumento de custos com a área de tecnologia da informação
	Informação Assimétrica
	Aumento das operações pode acarretar em

Pelo observado neste capítulo, pode-se notar que a fusão desses agentes objeto de estudos do presente trabalho possuem ganhos e perdas. Deve-se ressaltar, contudo, que somente a atuação da DTVM como Agente Fiduciário é prevista em lei e observada na realidade.

O próximo capítulo tem como objetivo apresentar a atuação das três instituições, através de um exemplo de uma emissão de debêntures por uma empresa que atua no setor de geração de energia, para melhor ilustrar como cada um desses agentes funciona, mostrando desde antes de a operação começar a rodar (isto é, antes da colocação dos títulos no mercado) até o vencimento dos títulos.

CAPÍTULO III: EMISSÃO DE DEBÊNTURES – UM EXEMPLO DE ATUAÇÃO DO AGENTE FIDUCIÁRIO, DA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS E DA AGÊNCIA DE RATING

No capítulo I foram apresentadas as características, as formas de atuação e a regulação dos três agentes objeto de estudo desse trabalho. Já o capítulo II demonstrou-se os possíveis ganhos e perdas decorrentes da fusão entre esses agentes, porém mantida a segregação de atividades, através dos conceitos de economia de escala, economia de escopo e verticalização.

Neste terceiro capítulo será mostrado um exemplo prático de atuação dessas instituições, separadamente e em conjunto, através de uma emissão de debêntures. Para tal objetivo, o presente capítulo encontra-se dividido em três partes. Na primeira, será identificado o conceito, as funções e as características de uma debênture. Já na segunda, serão apresentadas as atuações, isoladamente, de cada uma dessas instituições dentro da operação de debêntures. Na última parte, será mostrada como seria uma possível atuação conjunta, como se eles fossem uma única empresa.

3.1) Debêntures: principais características e funções

No mercado financeiro, dentre os títulos de propriedade, destacam-se as debêntures que são os títulos relevantes para essa seção do trabalho.

Segundo a Cartilha da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (2008), podem-se definir as debêntures como:

“(...) valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a empresa que tiver emitido esses títulos. A captação de recursos no mercado de capitais, via emissão de debêntures, pode ser feita por Sociedade por Ações (S.A.), que possuam tanto capital fechado quanto capital aberto. Entretanto, somente as companhias abertas, com registro na CVM – Comissão de Valores Mobiliários, podem efetuar emissões públicas de debêntures”.

As debêntures são papéis de médio e longo prazos. A data de resgate de cada título deve estar definida na escritura de emissão. A companhia pode, ainda, emitir títulos sem vencimento, também conhecidos como debêntures perpétuas. Por ser um papel de maturidade maior, a debênture está sujeita ao risco de capital, que é o risco de haver variação entre os preços de compra e de venda desse papel – risco esse inerente às operações de valores mobiliários.

Em um primeiro momento, pode-se atentar para a seguinte característica das debêntures: quanto a sua conversibilidade. As debêntures conversíveis são aquelas que podem ser trocadas por ações da companhia emissora. As debêntures conversíveis e também as não-conversíveis podem contemplar cláusulas de permutabilidade por outros ativos ou por ações de emissão de terceiros que não a emissora. As condições de conversibilidade, bem como as de permutabilidade, devem estar descritas na escritura de emissão. Vale destacar que quando a debênture não-conversível também é denominada de debênture simples.

No que se refere ao tipo, as debêntures são divididas em dois subgrupos: Nominativa e Escritural. A debênture nominativa é aquela cujos registro e controle das transferências são realizados pela companhia emissora no Livro de Registro de Debêntures Nominativas. A escritural, por sua vez, é aquela cujas custódia e escrituração são feitas por instituição financeira autorizada pela CVM para prestar tais serviços.

Com relação à espécie, há quatro subdivisões para as debêntures – com garantia real; com garantia flutuante; quirografária ou sem preferência; e subordinada.

- **garantia real:** a debênture com garantia real é aquela garantida por bens integrantes do ativo da companhia emissora, ou de terceiros, sob a forma de hipoteca, penhor ou anticrese.
- **garantia flutuante:** essa espécie de debênture assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora em caso de falência. Os bens objeto da garantia flutuante não ficam

vinculados à emissão, o que possibilita à emissora dispor desses bens sem a prévia autorização dos debenturistas.

- quirografária ou sem preferência: não oferecem privilégio algum sobre o ativo da emissora, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores quirografários, em caso de falência da companhia.
- subordinadas: onde na hipótese de liquidação da companhia, estas oferecem preferência de pagamento tão-somente sobre o crédito de seus acionistas.

Deve-se atentar para o fato de que o principal atrativo das debêntures é a possibilidade de a emissora determinar o fluxo de amortizações e as formas de remuneração dos títulos. Essa flexibilidade permite que as parcelas de amortização e as condições de remuneração se ajustem ao fluxo de caixa da companhia, ao projeto que a emissão está financiando e às condições de mercado no momento da emissão.

3.2) Operações de debêntures: A atuação do Agente Fiduciário, da Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e da Agência de *Rating*

Depois da apresentação das características principais da debêntures, na seção anterior, esta parte do trabalho apresentará um exemplo de emissão de debêntures por uma empresa que atua com geração de energia onde serão identificadas as atuações de cada uma das instituições que são objeto de estudo deste texto. Para isso, esta seção estará dividida em três partes. Na primeira será apresentado o *modus operandi* do Agente Fiduciário, na segunda, como é feita a atuação da Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e, na última, será mostrada a atuação da Agência de Classificação de Risco.

3.2.1) A atuação do Agente Fiduciário

Nas escrituras de emissão de debêntures estão listadas todas as funções e obrigações as quais o Agente Fiduciário se submete quando participa desse tipo de operação.

No exemplo utilizado neste trabalho, é especificado que o Agente Fiduciário tem como funções: proteger os direitos e interesses dos Debenturistas; renunciar à função, na hipótese de superveniência de conflitos de interesse ou de qualquer outra modalidade de inaptidão; conservar em boa guarda toda a escrituração, correspondência e demais papéis relacionados com o exercício de suas funções; verificar no momento de aceitar a função, a veracidade das informações contidas na Escritura; promover o registro da Escritura e respectivos aditamentos, sanando as lacunas e irregularidades porventura neles existentes; acompanhar a observância da periodicidade na prestação das informações obrigatórias, alertando os Debenturistas acerca de eventuais omissões ou inverdades constantes de tais informações; emitir parecer sobre a suficiência das informações constantes das propostas de modificações nas condições das Debêntures, sendo essa, em conjunto com as anteriores, uma forma de minimizar a chance de ocorrência de assimetria de informações por parte da emissora.

Em adição, o Agente Fiduciário deve solicitar, quando considerar necessário, auditoria extraordinária na Emissora, sendo que tal solicitação deverá ser acompanhada de relatório que fundamente a necessidade de realização da referida auditoria; convocar, quando necessário, a Assembléia Geral de Debenturistas mediante anúncio publicado; comparecer à Assembléia Geral de Debenturistas a fim de prestar as informações que lhe forem solicitadas.

Essa instituição também deve elaborar relatório anual destinado aos Debenturistas, nos termos da Lei das Sociedades por Ações, informando: eventual omissão ou inverdade, de que tenha conhecimento, contida nas informações divulgadas pela Emissora ou, ainda, o inadimplemento ou atraso na obrigatória prestação de informações pela Emissora; alterações estatutárias ocorridas no período; comentários sobre as demonstrações contábeis da Emissora enfocando os indicadores econômicos, financeiros e de estrutura de capital da Emissora; posição da distribuição ou colocação das Debêntures no mercado; constituição e aplicações do fundo de amortização de debêntures, quando for o caso; acompanhamento da destinação dos recursos captados através da emissão de Debêntures, de acordo com os dados obtidos junto aos administradores da Emissora; relação dos bens e valores entregues à sua administração; cumprimento de outras obrigações assumidas pela Emissora neste

instrumento; declaração sobre sua aptidão para continuar exercendo a função de Agente Fiduciário; e resgate, amortização, conversão, repactuação e pagamentos de Remuneração realizados no período, bem como aquisições e vendas de Debêntures efetuadas pela Emissora.

Além disso, essa instituição deve manter atualizada a relação dos Debenturistas; verificar a regularidade da constituição da garantia prestada pela Garantidora, fiscalizar o cumprimento das cláusulas constantes desta Escritura, especialmente daquelas impositivas de obrigações de fazer e de não fazer; e notificar os Debenturistas de qualquer inadimplemento, pela Emissora, de obrigações assumidas na Escritura, indicando o local em que fornecerá aos interessados maiores esclarecimentos.

De maneira geral, como já descrito nas características dessa instituição no Capítulo 1, o Agente Fiduciário deve proteger os interesses e os direitos dos debenturistas, verificando, no momento de aceitação da função, se as informações contidas na escritura de emissão dos títulos são verdadeiras, diligenciado para que sejam solucionadas eventuais erros e omissões a que tenha tomado conhecimento, além de observar a periodicidade na prestação das informações obrigatórias por parte da emissora, informando aos debenturistas possíveis omissões ou inverdades a cerca dessas informações; elaborar um relatório anual para distribuir aos investidores, com todos os pareceres a respeito da operação, informando também se a emissora está cumprindo com as obrigações estabelecidas na escritura de emissão; e verificar a regularidade da constituição das garantias prestadas pela empresa garantidora.

3.2.2) A atuação da DTVM

Nas ofertas primárias de distribuição de títulos, o modo como deve ser feita a distribuição fica especificado de acordo com as condições previstas no Contrato de Distribuição que existe entre a companhia emissora do papel e a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários – também conhecida como Coordenadora da Distribuição.

No exemplo aqui estudado, de acordo com o contrato de distribuição acordado, os Coordenadores iniciam a colocação das Debêntures após a concessão do registro da Oferta pela CVM, a disponibilização do Prospecto Definitivo aos investidores e a publicação do anúncio de início de que trata a Instrução CVM 400. A colocação das Debêntures é realizada de acordo com os procedimentos do SDT (Módulo de Distribuição de Títulos), administrado e operacionalizado pela CETIP⁶ e do DDA⁷, administrado e operacionalizado pela BM&FBOVESPA, bem como com o plano de distribuição elaborado de acordo com a Instrução CVM número 400.

Anteriormente à concessão do registro da Oferta pela CVM, os Coordenadores realizam o procedimento de *bookbuilding*, disponibilizando ao público o Prospecto Preliminar de Distribuição, precedido da publicação do aviso (também especificado conforme a Instrução CVM 400), não havendo, contudo, recebimento pelos Coordenadores de reservas de subscrição de Debêntures. A colocação dos títulos é pública, destinada a fundos de investimento, pessoas físicas e jurídicas, entidades de previdência privada e instituições financeiras.

Observadas as disposições da regulamentação aplicável e a prestação de informações à Companhia, quando por ela solicitado, os Coordenadores realizam a distribuição pública das Debêntures, assegurando: (i) que o tratamento conferido aos investidores é justo e equitativo, (ii) a adequação do investimento ao perfil de risco dos seus clientes, e (iii) que os seus representantes de venda recebam previamente o exemplar do Prospecto para leitura obrigatória e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada para tal.

3.2.3) A atuação da Agência de *Rating*

Na operações de debêntures, a Agência Classificadora de Risco elabora o relatório de *rating* da emissora antes do procedimento de distribuição. Vale ressaltar que esse relatório é elaborado antes até do Agente Fiduciário assumir as suas funções.

⁶ CETIP S.A. - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos é uma câmara de compensação e liquidação, onde se registra valores mobiliários, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão.

⁷ DDA: Sistema de Distribuição de ativos da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia.

No exemplo utilizado, após a análise de seus analistas, a Agência de Rating atribuiu nota AA⁺ para a emissão dessa empresa que atua no setor de geração de energia. Esse grau de classificação de risco é explicado pelo fato da empresa emissora das debêntures em questão ser uma empresa controlada por uma *holding* – também designada como garantidora ou controladora – do setor elétrico que já possuía essa nota de classificação de risco. E na escritura de emissão, consta que essa *holding* é a garantidora da operação, ou seja, em caso de não pagamento por parte da emissora, a *holding* se compromete a honrar os compromissos assumidos pela emissora. Dessa forma, deve-se analisar a atribuição dessa classificação de risco a *holding*.

A análise feita pela Agência de Classificação de Risco para a garantidora dessa operação levou em consideração o fato de que esta controla empresas não somente na geração de energia, mas também na distribuição e na comercialização de energia. Essa sinergia desse grupo, que deriva da atuação integrada em todos os estágios do setor elétrico – geração, distribuição e comercialização – é o que sustenta essa nota dada pela Agência de *Rating*. Outros fatores importantes observados pelos analistas são os indicadores de eficiência das distribuidoras acima da média de mercado; o acesso favorável a linhas de crédito, além da qualidade de crédito das empresas do grupo.

Como aspecto negativo, impedindo uma nota maior para a garantidora e, por conseguinte para a emissora, a Agência Classificadora de Risco identificou o endividamento da empresa em moeda estrangeira, ou seja, o que aumenta sua exposição ao risco, pois ela se expõe aos riscos internos e externos – via câmbio; o projeto de expansão da controladora, visto que ela terá uma elevação dos seus custos com o investimento; o alto nível de distribuição de dividendos; além da exposição do grupo ao ambiente regulatório, pelo fato de o setor de energia elétrica brasileiro ser regulado.

Adicionalmente, a Agência Classificadora de Risco observa na sua avaliação da qualidade creditícia de como se dão as receitas da *holding*. Nesse exemplo, por se tratar de uma empresa não operacional, sua nota é analisada pela capacidade de geração interna de caixa e nos dividendos recebidos de suas subsidiárias.

Por último, a Agência de Classificação de Risco indica no seu relatório suas perspectivas para a nota da operação. Se para os analistas a emissora mantiver determinados requisitos, como, por exemplo, manutenção do seu endividamento, principalmente o de curto prazo, em relativa estabilidade, esses atribuem uma perspectiva estável. No entanto, caso a Agência de Rating observar perspectivas de mudanças que melhorem ou piorem a situação da empresa de maneira significativa, como, por exemplo, alguma alteração favorável ou desfavorável para a emissora, a Agência de Rating atribuirá uma nota maior ou menor, respectivamente.

3.3) A atuação conjunta do agente fiduciário, da distribuidora de títulos e valores mobiliários e da agência de *rating* numa emissão de debêntures

Essa seção do trabalho mostrará, através do estudo realizado no capítulo II, como seria a atuação conjunta desses agentes. Para tal objetivo, esta seção encontra-se dividida em duas partes. Na primeira, será identificado os ganhos e perdas da atuação conjunta do Agente Fiduciário com a DTVM. Já na segunda, e última, serão apresentados os ganhos e perdas da atuação em conjunta da Agência Classificadora de Risco e da DTVM.

3.3.1) A atuação conjunta do Agente Fiduciário com a DTVM

Nessa parte do trabalho, será mostrado os ganhos e perdas da atuação conjunta do Agente Fiduciário e da DTVM em uma emissão de debêntures.

Os ganhos que se observam de imediato após a fusão com a DTVM pode ser visto no que se refere aos custos com setores de departamento pessoal, de contabilidade e jurídico que existiam em cada empresa. Isso porque na nova empresa esses setores seriam aglutinados com seus respectivos correlatos. Dessa forma, a nova empresa incorreria em custos unitários menores, podendo assim cobrar menos pelo serviço prestado na emissão de debêntures em questão, se tornando mais competitiva.

Outro ganho a ser destacado na fusão desses agentes na emissão é o fato de que a atuação como instituição financeira do Agente Fiduciário permite que ele participe das

operações do mercado de títulos e valores mobiliários – mercado onde as debêntures se encaixam – tendo acesso a mais operações, o que também contribui para o seu aumento de competitividade.

Um fator gerador de perdas na fusão desses agentes no exemplo utilizado neste capítulo se refere ao fato de que como instituição financeira, essa nova empresa incorrerá em custos maiores com impostos, visto que o Agente Fiduciário ao se fundir com a DTVM se torna uma instituição financeira e passa a pagar mais impostos⁸. E esses custos serão total ou parcialmente repassados à emissora da debênture, que é a responsável pelo pagamento dos serviços de agente fiduciário. Com isso, a empresa resultante da fusão perde margem de negociação pois tem o custo dos seus serviços elevados.

3.3.2) A atuação conjunta da Agência de *Rating* com a DTVM

Nessa subseção, serão identificados os ganhos e perdas da atuação conjunta entre a Agência de *Rating* e a DTVM, dentro do exemplo utilizado neste capítulo.

O principal ganho a ser observado nessa possível fusão entre essas instituições na emissão de debêntures que serve de exemplo no presente trabalho se dá quando a DTVM atua como gestora de recursos, visto que ambos os agentes possuem departamentos voltados para análise de setores econômicos. E, dessa forma, na aquisição por parte dessa nova empresa das debêntures emitidas, haveria um melhor estudo para determinar se a compra desse título seria uma boa escolha dada as outras opções no mercado de renda fixa.

Em adição, além da análise do departamento de pesquisa setorial, essa fusão geraria ganhos através da mensuração e da análise de risco do título em questão, pois o *know-how* de ambas as instituições na mensuração e na análise de risco de *default* do papel seria unificado nessa nova empresa.

⁸ Deve-se ressaltar que esse aumento de custo pode ser enxergado de duas formas. A primeira é pelo fato de que uma instituição financeira paga alíquotas maiores de impostos do que uma empresa não financeira, como visto no capítulo II. Já a segunda se refere aos custos com consultoria e planejamento tributário para descobrir brechas nas leis tributárias para pagar menos impostos.

Outro ganho que deve ser destacado se refere à queda do custo com setores de departamento pessoal, de contabilidade e jurídico, como já mencionado na subseção anterior, tornando a empresa mais competitiva, ao reduzir seus custos.

Uma perda que se observa nessa fusão pode ser observada pelo aumento do conflito de interesses existente nova empresa. Isso porque um relatório de *rating* da debênture em questão elaborado pelo setor classificação de risco não seria bem recebido pelo mercado pelo fato de que ao possuir um departamento de distribuição de títulos e de gestão recursos, originários da DTVM, o mercado poderia acreditar na possibilidade de influência deste último departamento no trabalho do primeiro, como, por exemplo, pressão por uma nota de crédito mais alta.

Outro fator de perda se refere à questão tributária, já mencionada anteriormente, pois ao se tornar uma instituição financeira, essa nova empresa teria um custo maior com impostos e repassaria esses custos ao cobrar pela elaboração do relatório de *rating*, se tornando menos competitiva.

CONCLUSÃO

Pode-se observar que em operações de renda fixa no mercado de títulos e valores mobiliários o Agente Fiduciário também atua como Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários. Dessa forma, o presente trabalho procurou identificar os possíveis ganhos e perdas derivados da fusão dessas duas instituições, mantida a segregação de suas atividades. Em adição, foi estudado as possíveis sinergias existentes entre a Agência Classificadora de Risco e a DTVM, também mantendo a segregação nas suas atuações. Dado esse objetivo, esse estudo foi dividido em três capítulos.

O primeiro capítulo foi dividido em três seções, onde foram apresentadas as características principais de cada uma dessas três instituições supracitadas, identificando ainda suas principais operações e a forma como é feita a regulação de suas atividades.

No capítulo II, foi realizado o estudo de verificação das possíveis sinergias existentes entre as três instituições, através dos conceitos de economias de escala e de escopo e do conceito de verticalização. Dessa forma, este capítulo foi dividido em duas seções. Na primeira subseção, foram apresentados esses conceitos importantes para o presente estudo. Já na segunda subseção, foram identificados as sinergias existentes na atuação em conjunto do Agente Fiduciário com a Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários e na atuação conjunta da Agência de *Rating* com a DTVM.

Através desses estudos observou-se que em ambos os casos havia perdas relacionadas à estrutura tributária e ao setor de informática. Isso porque nas duas situações a fusão com a DTVM tomava a nova empresa uma instituição financeira, que paga mais impostos – como, por exemplo, o aumento das alíquotas de IR e de CSLL na prestação de um mesmo serviço que para empresas não financeiras são de 15% e 9%, respectivamente, e para instituições financeiras são de 34% e 15%. Em adição, no que se refere ao setor de informática, por se tornarem instituições financeiras, essas novas empresas que surgem da fusão do Agente Fiduciário com a DTVM e da fusão da Agência de Classificação de Risco também com a DTVM são obrigadas a possuírem um programa de *software* que dá acesso direto ao Banco Central, o que elevava o custo dos serviços prestados por essas empresas.

No entanto, esta mesma subseção do capítulo II mostrou que essas fusões também geravam ganhos para a nova empresa. Exemplo disso poderia ser visto no fato de que em ambos os casos haveria a utilização do mesmo espaço físico para a realização das atividades. Outros ganhos que podem ser aqui mencionados se referem, no caso da fusão do Agente Fiduciário com a DTVM, ao aumento de produtividade através do *learning-by-doing* resultante da atuação em mais operações e a uma maior divisão do trabalho, com aumento da produtividade, derivada do crescimento. Já no caso específico da fusão da Agência Classificadora de Risco com a DTVM, os ganhos dessa fusão são observados no fato de que ambas as instituições possuem departamentos especializados na análise de setores econômicos e departamentos que fazem mensuração de riscos.

No capítulo III, foi analisado um exemplo de atuação desses três agentes. O caso estudado foi uma emissão de debêntures por uma empresa que atua na área de geração de energia. Em um primeiro momento, foram identificadas as principais características de uma debênture. Em seguida, foram mostradas as atuações das três instituições objeto de estudo desse trabalho isoladamente. Para finalizar, apresentou-se como seria uma possível atuação conjunta (da mesma forma que no capítulo II) desses agentes nessa emissão, apresentando os ganhos e perdas dessa atuação em conjunto.

Isto posto, pode-se concluir, com o mostrado até aqui, que a atuação do Agente Fiduciário como DTVM que se observa na realidade apresenta ganhos relevantes para a empresa derivada dessa fusão. No entanto, a criação dessa nova empresa gera novos custos que antes de se tornar uma instituição financeira o Agente Fiduciário não possuía.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADEVAL: Associação das Distribuidoras de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.adeval.com.br/Novo/dtvmms.htm>>. Acesso em: 15 de outubro de 2009

ANDIMA: ABRASCA. Cartilha - O que são Debêntures. São Paulo. ANDIMA & ABRASCA. 2008. Disponível em <http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf>. Acesso em 27 de outubro de 2009.

BESANKO, D.; et al. A Economia da Estratégia. Porto Alegre. Bookman, 2006. 3ª edição

CARVALHO, F.J.C.; et al. Economia Monetária e Financeira; teoria e política. Rio de Janeiro. Elsevier, 2001. 9ª tiragem.

BRASIL. Decisão Conjunta BC-CVM n. 17, de 2 de março de 2009. Autoriza as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/Port/Atos/DecCon/Bccvm17.asp>>. Acesso em 02 de dezembro de 2009.

_____. Instrução CVM n. 28, de 23 de novembro de 1983. Dispõe acerca da função de Agente Fiduciário dos Debenturistas. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatao.asp?Tipo=I&File=/inst/inst028.htm>>. Acesso em 10 de outubro de 2009.

_____. Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatao.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em 10 de outubro de 2009.

_____. Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatao.asp?file=%5Cinst%5Cinst409.htm>>. Acesso em 10 de outubro de 2009.

_____. Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=/inst/inst476.doc>. Acesso em 10 de outubro de 2009.

_____. Lei Federal n. 6385, de 7 de fevereiro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em 14 de dezembro de 2009.

_____. Lei Federal n. 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em 20 de outubro de 2009.

Escritura da 2ª emissão de Debêntures da CPFL Geração de Energia S.A. Disponível em <<http://www.debentures.com.br/Informacoes-Mercado/escrituras/2009/CPGE12.zip>>. Acesso em 23 de outubro de 2009.

HIGUCHI, H.; et al. Imposto de Renda das Empresas; Interpretação e prática. São Paulo. IR Publicações LTDA, 2006. 31ª edição.

KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. Economia Industrial; fundamentos teóricos e práticas no Brasil. Rio de Janeiro. Elsevier, 2002. 8ª tiragem.

MELLAGI FILHO, A. Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo. Atlas, 2007. 2ª edição.

VARIAN, H.R. Microeconomia; princípios básicos. Rio de Janeiro. Elsevier, 2003. 6ª tiragem