

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

**CAPTAÇÃO DE RECURSOS DE LONGO PRAZO: AS OPÇÕES
DISPONÍVEIS ÀS EMPRESAS BRASILEIRAS COM FOCO NO
MERCADO DE DEBÊNTURES.**

LARISSA NOGUEIRA DE CAVALHO
MATRÍCULA nº 111184339

ORIENTADOR: NELSON CHALFUN

JANEIRO 2017

AGRADECIMENTOS

Agradeço, sobretudo, aos meus pais por terem sempre me dado a liberdade de tomar as minhas próprias decisões. Tornar-me economista sempre foi um sonho, e ao final da jornada sei que foi uma escolha acertada. Sou grata também aos meus amigos que acompanharam minha trajetória esses anos, dividindo angústias e vitórias comigo. Por fim, agradeço ao meu orientador por ter aceitado mais esse desafio, sem ele a realização desse trabalho não teria sido possível.

RESUMO

O estudo busca traçar os diferenciais das debêntures como meio de captação de longo prazo das empresas brasileiras, assim como analisar o ambiente regulatório presente deste instrumento. Para tal, serão exploradas opções disponíveis de obtenção de recursos no mercado nacional às empresas que buscam se financiar, analisando suas aplicações e também características referentes as companhias que tornam um mecanismo ou outro mais adequado. Uma vez compreendidas as particularidades das empresas que optam pelas debêntures, e as vantagens e desvantagens desta alternativa de captação, será examinado o ambiente regulatório desde instrumento e discussões recentes.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	5
CAPÍTULO I	7
1.1 Decisão de captação: capital próprio ou capital de terceiros.....	7
1.2 Discussão teórica sobre estrutura ótima	10
1.3 Recurso de terceiros: financiamento bancário ou emissão própria	13
1.4 Recursos próprios: ações ou retenção de lucros	19
1.5 Quadro resumo dos produtos disponíveis	22
CAPÍTULO II.....	23
2.1 Ambiente legal	23
2.2 Implicações da Lei n. 6.404/1976	23
2.3 Implicações da Instrução Normativa RFB nº 1.585.....	25
2.4 Implicações da Lei nº 12.431	27
CAPÍTULO III	29
3.1 Emissão de Debêntures por Sociedades Limitadas	29
3.2 Desempenho das Debêntures Infraestrutura (Debêntures Incentivadas).....	30
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	34
ANEXO I.....	36
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	39

INTRODUÇÃO

É no sistema financeiro aonde ocorrem as trocas entre tomadores e poupadores, um dos mecanismos mais básicos da economia. Este pode ser dividido em alguns mercados, no qual cada um possui seu propósito e horizonte de tempo específico.

O mercado monetário tem atuação no controle da liquidez da economia, no curtíssimo e curto prazo. Já o mercado de crédito possui maturidade um pouco maior, promovendo as trocas entre poupadores e devedores através de uma instituição financeira, com vencimentos no curto e médio prazo, em geral. O mercado de capitais, por sua vez, proporciona a troca direta entre agentes superavitários e deficitários, no horizonte do médio e longo prazo. Por fim, o mercado de câmbio permite a conversão entre moedas no mercado à vista ou no curto prazo.

Esse estudo buscar apresentar as diferenças entre as diversas formas de captação disponíveis às empresas e, mais especificamente, se aprofundar em um instrumento específico do mercado de capitais que possui considerável relevância para o financiamento corporativo: as debêntures.

Para atingir tal objetivo faz-se necessário responder alguns questionamentos, como: O que levam empresas a captar recursos? Quais são as diferenças entre o capital próprio – *equity* - e capital de terceiros - crédito? Quais são as características dos instrumentos de captação existentes? Quais são as regras do mercado de debêntures? Quais são os incentivos dados a essa forma de captação?

Historicamente, enquanto as famílias representam um conjunto de agentes superavitários que destinam parte de sua renda para a poupança, as empresas estão no outro vértice, representando a ponta que demanda recursos para investimentos. Dessa forma, a decisão de como se financiar está intrínseca a existência de uma empresa, e por isso ela é tão importante para a rentabilidade e sustentabilidade de um negócio.

Basicamente, as companhias podem angariar recursos de três formas: contração de dívida (recurso de terceiros), emissão de ações (recursos próprios) ou retenção dos lucros (autofinanciamento). Ao longo desse estudo serão exploradas as diferenças entre essas alternativas, sendo dedicada uma maior atenção às debêntures, títulos de dívida de longo prazo.

O presente trabalho será dividido em três capítulos. O primeiro explora a discussão sobre a estrutura de capital das empresas, quais são as formas de financiamento de longo prazo disponíveis no mercado brasileiro e quais são as diferenças entre elas. Já no segundo capítulo

serão expostas as principais regulamentações do mercado de debêntures e, no terceiro, serão apresentados debates recentes sobre demandas do mercado em torno das debêntures e a efetividade do governo em fomentar esse instrumento com forma de captação de longo prazo para a iniciativa privada.

CAPÍTULO I

1.1 Decisão de captação: capital próprio ou capital de terceiros

Esse capítulo destina-se a explorar o universo de opções disponíveis aos gestores de empresas que enfrentam a necessidade de angariar recursos. Para tal, primeiramente é importante entender para quais propósitos as companhias captam fundos. Tendo isso em vista, o próximo passo é compreender as peculiaridades de cada alternativa, viabilizando assim escolhas mais conscientes e eficientes. Não será foco desse estudo a recomendação de instrumentos específicos, e sim a discussão das características daqueles mais relevantes.

Conforme apontado por Camasmie (2013, p.14) e Coppe Pimentel et al. (2008, p.24), as empresas podem demandar recursos para os mais diferentes propósitos, sejam eles de natureza expansiva, como investimentos na linha de produção ou investimentos em pesquisa e desenvolvimento; de natureza competitiva, como aquisições de concorrentes; ou de natureza financeira, como alongamento de passivo ou até mesmo financiamento de capital de giro. Entretanto, para suprir essas necessidades há inúmeras opções das mais diferentes naturezas e dinâmicas, e escolhas erradas podem seriamente comprometer o futuro e sustentabilidade de uma organização. Dessa forma, a correta análise e avaliação das alternativas existentes torna-se fundamental para o sucesso de uma companhia.

Dado isso, devemos começar então com a decisão mais básica: a companhia deve se financiar utilizando capital próprio - *equity* - ou recurso de terceiros – dívida? Dentro do universo de *equity* a empresa pode tanto vender parte de seu capital a investidores, que, portanto, irão se tornar acionistas, quanto ela pode reter lucros. A retenção de lucros para reinvestimento é uma das alternativas que a empresa tem após apurar excedente financeiro em determinado exercício. A outra possibilidade seria dividir o bom resultado com os seus acionistas, aumentando o volume de dividendos distribuídos. Já dentre as possibilidades no âmbito de dívida, a empresa pode optar por contratar um crédito bancário oferecido pelas instituições financeiras ou captar diretamente no mercado de capitais através da emissão e distribuição de títulos representativos de dívida.

Enquanto no primeiro cenário, de *equity*, todo o risco é tomado pelo acionista uma vez que ele compra parte da empresa em troca da participação em seus resultados futuros, mas sem garantia alguma de retorno sobre o principal investido, no segundo caso - de dívida - a empresa está muito mais exposta ao risco, dado que ela terá que honrar com os compromissos

independentemente de sua situação financeira. Além disso, o destino dos recursos captados deve proporcionar retornos suficientes para que haja tanto pagamento dos credores dos juros e principal, e também da remuneração extra ao acionista demandada uma vez que houve aumento do risco da empresa. (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013)

Conforme sintetizado por Brealey, Myers e Allen (2013, p.312):

Os credores e acionistas têm direitos diferentes aos fluxos de caixa e, também, direitos de controle diferentes. Os credores têm prioridade nos fluxos de caixa porque lhe são devidos pagamentos em dinheiro pelos juros e capital, já os acionistas recebem os fundos que sobram após os credores terem sido pagos.

Ao mesmo tempo, os acionistas detêm o controle da companhia desde que cumpram suas obrigações junto aos credores. Pode-se dizer então que os credores estão de certa forma protegidos quando a companhia passa por situação financeira delicada, contudo eles não se beneficiam em épocas fartas, exatamente o oposto da situação do acionista, que vê os seus rendimentos oscilarem conforme o desempenho da empresa. Brealey, Myers e Allen resumem a dinâmica do financiamento das firmas da seguinte forma:

O recurso básico de qualquer empresa é a corrente de fluxos de tesouraria produzida pelos seus ativos. Quando a empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos esses fluxos da tesouraria pertencem aos acionistas. Quando emite dívida e ações, a empresa compromete-se a dividir os fluxos de tesouraria em duas partes: uma, relativamente segura, que se destina aos detentores da dívida, e uma outra, com maior risco, que se destina aos detentores de ações (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013, p.385).

Além de não possuir compromisso de remuneração sobre o capital investido, o acionista ainda incorre em maiores riscos caso a companhia venha a enfrentar dificuldades financeiras. De acordo com a Lei 11.101/05, em caso de falência o acionista é o último na hierarquia de prioridades de recebimento de recursos da empresa, enquanto o credor, dependendo do tipo de garantia que possua, pode vir a ser o segundo na ordem de pagamentos. Conforme artigo 83º, a classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem:

- I – créditos derivados da legislação do trabalho, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e os decorrentes de acidentes de trabalho;
- II - créditos com garantia real até o limite do valor do bem gravado;

- III – créditos tributários, independentemente da sua natureza e tempo de constituição, excetuadas as multas tributárias;
- IV – créditos com privilégio especial;
- V – créditos com privilégio geral;
- VI – créditos quirografários
- VII – as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, inclusive as multas tributárias;
- VIII – créditos subordinados;

Ulhoa resume essa dinâmica de pagamentos da seguinte forma:

Essa é a ordem classificatória que deve ser obedecida pelo administrador judicial ao solver as dívidas da massa falida pagando primeiro os credores trabalhistas e equiparados e se a massa falida ainda comportar, os credores com garantia real, em seguida ainda havendo recursos serão pagos os credores fiscais e assim por diante. (ULHOA, 2005)

Sendo assim, é possível constatar que o capital do acionista incorre em riscos muito maiores em comparação ao dos credores. Portanto, seguindo a lógica de risco versus retorno, dado que o acionista assume maiores riscos ao investir em uma empresa, ele também demandará maior retorno.

O quadro abaixo resume as principais diferenças entre capital de terceiros e próprio.

Quadro 1 – Principais diferenças entre os recursos de terceiros e os recursos próprios

Recursos de Terceiros	Recursos Próprios
Pagamentos de principal e juros definidos em contrato.	Pagamento residual, após pagamento dos demais compromissos.
Dedutível da base de cálculo de impostos.	Não dedutível da base de cálculo de impostos.
Alta prioridade no caso de falência.	Baixa prioridade no caso de falência.
Prazo fixo de maturidade.	Sem prazo de maturidade.
Não dá direito de ingerência na empresa.	Dá direito de ingerência na empresa.

Fonte: Rozo (2000, p.80).

1.2 Discussão teórica sobre estrutura ótima

A discussão sobre estrutura de capital das firmas ganhou maior relevância após a publicação do estudo de Modigliani e Miller em 1958. A teoria MM refutava a suposto tradicional de que era possível maximizar o valor da empresa ao minimizar o custo médio ponderado de seu capital. Na verdade, para os autores o custo de capital da empresa não é alterado por sua composição. Ou seja, é irrelevante para a empresa a decisão entre capital próprio ou de terceiros.

Isso aconteceria porque o WACC – *Weighted Average Cost of Capital* – que é o custo médio ponderado dos dois tipos de capital que a empresa pode possuir sua estrutura, se manteria o mesmo a despeito da empresa se financiar com dívida ou capital próprio. O mecanismo de ajuste seria a remuneração do risco: por mais que os recursos captados via dívida sejam mais baratos, essa operação aumenta o risco da empresa, que vai impactar o quanto os acionistas demandam de retorno. Logo, o menor custo da dívida seria compensado pela maior remuneração a ser paga aos investidores. Esses dois movimentos se anulariam e o WACC se manteria o mesmo. (ARAÚJO, 2014)

Para a existência desse modelo existem algumas premissas que devem ser satisfeitas, tais quais: não existência de impostos; não existência de custos de transação para operações de venda de participação ou contratação de dívida; não existência de custos de falência, então a companhia poderia aumentar o seu endividamento e sempre conseguiria arcar com as obrigações; não existência de custos de agência entre acionistas, credores e administradores; mesma taxa de juros para todas as pessoas e empresas que tomarem empréstimos. Além disso, todo o modelo é construído sobre a hipótese de mercados de concorrência perfeita, sem assimetria de informação. (ARAÚJO, 2014)

Em 1963 os mesmos autores publicaram uma revisão de seu estudo, agora considerando a hipótese da existência de imposto de renda para pessoas jurídicas. Essa modificação causa uma diferença fundamental na decisão entre capital próprio e de terceiros. A utilização de alavancagem através da contração de dívida gera um benefício fiscal à empresa, uma vez que os juros pagos a serviço da dívida são dedutíveis do IRPJ. Dessa forma, uma maior proporção de capital de terceiros no balanço das empresas aumentaria o seu valor através da economia com imposto de renda. Ao extrapolarmos essa situação podemos afirmar que existe uma tendência à utilização integral de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa. (ARAÚJO, 2014)

É importante ressaltar a diferença de alocação entre o pagamento de juros e dividendos. Enquanto o serviço da dívida é considerado despesa, sendo alocado na linha de resultado antes dos impostos, os dividendos, por sua vez, são pagos na linha de resultado depois dos impostos. Nesse cenário é fácil perceber o incentivo tributário que é dado ao endividamento das empresas.

Posteriormente emergiu a necessidade de entender o que aconteceria caso houvesse imperfeições de mercado, aproximando a teoria da realidade que as empresas enfrentam. É nesse contexto que emergem as teorias do Trade Off, Pecking Order, Market Timing.

A primeira versão da teoria do Trade Off emergiu a partir da discussão de Modigliani-Miller. Como vimos acima, a existência do benefício fiscal induziria as empresas a concentrar sua estrutura de capital em recursos de terceiros, uma vez que há a dedução do serviço da dívida no imposto de renda. Entretanto, a teoria do Trade Off aponta que existe um custo relacionado ao aumento do endividamento, chamado custo de falência. (SANT'ANNA, 2008, 169)

Pode-se definir como custo de falência o aumento dos custos relacionados ao uso de dívida ao invés de capital próprio para financiamento, proveniente de um maior risco de falência da companhia alavancada. Conforme Berk e DeMarzo (apud COLMAN, 2014, p.19), os custos diretos seriam aqueles com advogados, contadores, consultores, banqueiros entre outros. Já os indiretos são relacionados às incertezas quanto à sobrevivência da companhia, impactando sua relação com funcionários, fornecedores, clientes além da remarcação do preço de ativos na tentativa de prever o nível de perda caso a empresa tenha que liquidá-los rapidamente frente às necessidades de caixa.

Dessa forma, quanto mais alavancada a firma está mais real se torna a ameaça de não conseguir cumprir com suas obrigações, tornando a possibilidade de falência cada vez mais factível. Isso é traduzido no aumento gradativo das taxas de juros oferecidas a empresa frente ao aumento da percepção de risco. Logo, forma-se um círculo vicioso: a companhia alavancada sofre com o aumento dos custos de captação, o maior custo eleva a probabilidade de falência da empresa e esse maior risco aumenta ainda mais seus custos de falência.

Dessa forma, podemos concluir que haveria então uma estrutura de capital ótima combinando a utilização de recursos próprios e de terceiros. O nível de utilização de recursos de terceiros seria definido através da alocação marginal entre o ganho fiscal proveniente da dedução do

pagamento de juros da dívida da base de incidência do IRPJ em comparação ao aumento dos custos de falência.

Segundo Brealey, Myers e Marcus (2002, p.451) os “gerentes financeiros devem aumentar a dívida até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes de juros adicionais seja exatamente compensado pelos custos adicionais de possível dificuldade financeira”. A ideia fundamental é equalizar o custo marginal dos custos de falência com o ganho proveniente do benefício fiscal obtido através do aumento do endividamento.

Já a teoria do Pecking Order preconiza a existência de uma hierarquia na escolha entre as fontes de financiamento dado que há assimetria de informação entre os agentes internos e externos à empresa. Primeiramente as empresas escolheriam utilizar-se de seus lucros retidos, depois migrariam para a contração de dívida e apenas em último caso a venda de capital.

A preferência por utilização de recursos internos se daria pois há assimetria de informação e custos de transação para captações no mercado. Dessa forma, a fonte de financiamento mais barata para a companhia seria a retenção de lucros. Sendo assim, empresas rentáveis, com geração de caixa operacional, priorizariam a utilização de lucros retidos. (CHEN; CHEN, 2011)

Caso os recursos internos não sejam suficientes, a próxima escolha seria a emissão de dívida. Esse movimento demonstra a confiança do *management* em relação ao desempenho da empresa. Além disso, também atesta a crença da administração de que o preço das ações está subvalorizado, pois caso estivesse sobrevalorizado a companhia teria emitido novas ações. (LIMA; BRITO, 2003)

Por fim, o *equity* seria preterido na escolha de captação devido à questão de precificação dos papéis. Há uma crença de que os administradores da empresa, que possuem maior e melhor informação sobre a performance da mesma, apenas emitiriam novas ações caso acreditassem que estas estivessem sobrevalorizadas, conforme dito anteriormente. Paralelamente, os investidores iriam marcar para baixo as novas ações dada a confiança que haveria um sobre preço. Sendo assim, não faria sentido vender as ações subvalorizadas. (LIMA; BRITO, 2003)

Outra abordagem sobre esse assunto é: os gestores da companhia teriam melhor previsibilidade quanto ao futuro da companhia do que agentes externos, sendo assim, se a prognóstico fosse

bom não faria sentido diluir os atuais acionistas. Entretanto, se a perspectiva fosse negativa a venda de participação funcionaria como uma espécie de repartição de prejuízos.

Por fim, a teoria do Market Timing constata que as empresas optarão por ECM (*Equity Capital Market*) ou DCM (*Debt Capital Market*) com base nas janelas de oportunidade de cada um dos mercados. A companhia pode vir a captar recursos caso as condições estejam favoráveis mesmo que ainda não haja previsões para utilização destes.

Como é possível observar, há uma série de correntes de pensamento que elucidam os mais diferentes racionais para as decisões de financiamento. O foco desse estudo não será definir qual teoria é a mais correta, e sim compreender quais são os propósitos e diferenças entre as formas de captação existentes com base em observações empíricas da realidade empresarial brasileira, e com isso nos aprofundar no mercado de debêntures.

1.3 Recurso de terceiros: financiamento bancário ou emissão própria

Segundo apontado por Figueiredo (2007, p.17), a maior parte da discussão teórica sobre estrutura de capital foca na decisão entre capital de terceiros e capital próprio, e qual seria a proporção ideal entre ambos. Entretanto, existe um aspecto igualmente importante considerado pelas empresas no processo decisório: qual será o instrumento utilizado. A seguir serão ilustradas variáveis importantes que poderão influenciar na escolha de uma fonte ou outra dentro do universo de dívida.

Na captação bancária existem dois tipos de empréstimos: aqueles que utilizam recursos próprios das instituições financeiras, e por isso acabam oferecendo taxas mais altas, e aqueles subsidiados com recursos do BNDES, utilizando a TJLP como referência de taxa de juros. Não pertence ao escopo desse estudo o detalhamento das operações envolvendo o BNDES, dado que essas possuem dinâmica própria. Mais detalhes sobre esse nicho de empréstimos podem ser encontrados no trabalho de dissertação de mestrado intitulado “Financiamento de Longo Prazo: um estudo comparativo entre empréstimo bancário e emissão de debêntures”. Já em

relação à emissão própria de dívida há as debêntures - títulos de longo prazo - e as notas promissórias - títulos de curto prazo. Ambos os títulos podem ser objeto de distribuição pública ou privada. Para fins desse estudo, iremos considerar apenas os instrumentos de distribuição pública de longo prazo.

Conforme dito anteriormente, uma série de variáveis influencia na decisão entre captação bancária ou de emissão própria. Ao longo desse tópico vamos explorar algumas delas, sem intenção de esgotar as discussões sobre o assunto.

Constituição da Sociedade

No Brasil as estruturas mais comuns são as sociedades limitadas (LTDA), reguladas pelo Código Civil, e as sociedades por ações (SA), sendo a última ainda segmentada em sociedades de capital fechado ou aberto, regulada pela Lei das SAs (Lei 6.404/76).

Para o esse trabalho a diferença fundamental entre essas duas estruturas é a permissão para emissão de títulos de dívida próprios. Apenas às sociedades por ações é concedido o direito de emitir debêntures e notas promissórias, conforme disposto na Lei 6.404/76. Entretanto, se a empresa for uma SA de capital fechado a forma de distribuição dos valores mobiliários terá que ser feita com esforços restritos, via ICVM 476/09. Já as SA de capital aberto podem também fazer distribuição pública, ICVM 400/03.

Dessa forma, companhias constituídas como sociedades limitadas ficam restritas aos empréstimos bancários caso desejem captar recursos de terceiros sem alterar o seu capital social e poderes de controle.

Tamanho da empresa

Mesmo que a companhia tenha permissão para emitir debêntures, não necessariamente este será o instrumento mais eficiente. Conforme apontando por Ribeiro, o tamanho da empresa é importante para que a mesma seja capaz de aproveitar os ganhos de escala no caso de emissões públicas.

O trabalho de Krishnaswami et al. (1999) teve como base empresas que utilizavam tanto dívida privada quanto pública [...] Os autores concluem que empresas de grande porte optariam por manter menores volumes de dívida bancária, uma vez que teriam

a possibilidade de explorar o fato de que a emissão de grande quantidade de títulos de dívida envolve custos relativamente baixos, dada a existência de economia de escala. (RIBEIRO, 2009, p. 38).

Sendo assim, é de se esperar que grandes empresas sejam mais propensas a emissões públicas, pois estas seriam mais capazes de gerenciar e diluir os custos de transação desse tipo de captação, através de ganhos de escala.

Ao mesmo tempo, com base no trabalho de Figueiredo (2007), pode-se afirmar que empresas menores seriam mais inclinadas a realizar captações bancárias dado que (i) há maior disposição de reduzir a assimetria de informação entre administradores e credores quando o último é um grupo seleto de entidades (ii) o volume de informações disponibilizadas aos credores privados é comparativamente menor àquele provido a credores públicos, dessa forma torna-se menos custoso a produção de tal material.

Rating de Crédito

Na perspectiva da empresa, aquelas com melhor qualidade de crédito buscariam fontes públicas de crédito, já aquelas com piores *ratings* prefeririam dívidas bancárias ou dívidas privadas não bancárias. (DENIS; MIHOV apud RIBEIRO, 2009, p.38)

Já o trabalho de Cruz traz luz à discussão sobre a capacidade de monitoramento do credor:

[...] Bolton & Freixas (2000) destacam que a principal diferença entre os títulos corporativos, negociados no mercado público, e a dívida bancária é a capacidade de monitoramento dos bancos, de forma que em um cenário de baixos retornos ou de falência eminente, os bancos conseguem avaliar melhor o futuro da empresa, enquanto que os credores dos títulos buscariam liquidar a empresa. (CRUZ, 2010, p.14)

Portanto, é possível afirmar que por ter uma melhor capacidade de análise de crédito os bancos são capazes de oferecer recursos às empresas com piores *ratings*, o que não é possível atingir com títulos de emissão própria distribuídos junto ao público. Isso corrobora o entendimento exposto por Ribeiro (2009), aonde empresas com pior qualidade de crédito recorreriam aos bancos para angariar recursos.

Maturidade da Dívida

De forma geral, os empréstimos bancários com utilização de recursos próprios dos bancos são acessados para captações de menor volume e de curto prazo. Isso se dá pela própria disponibilidade de recursos dos bancos e pelas maiores taxas cobradas. Já as captações via emissão de debêntures tem perfil de longo prazo com maiores volumes e menores taxas. (CAMASMIE, 2013).

Ribeiro (2009) reforça esse entendimento:

De acordo com Johnson (1997), [...] a empresa passa a contrair financiamentos privados caso necessite de um endividamento de curto prazo ou de menores montantes de capital, pelas facilidades de levantar capital neste mercado vis-à-vis no mercado de dívida pública. (RIBEIRO, 2009, p.12)

Berk, Demarzo e Harford (2010, p.633) relacionam a maturidade da dívida com seu custo e *rating* de crédito do tomador:

O valor da dívida de curto prazo é menos sensível à qualidade de crédito da empresa do que a dívida de longo prazo. [...] Por outro lado, ao depender de dívidas de curto prazo, a empresa se expõe a riscos de financiamento [...]

Conforme esses mesmos autores, os riscos de financiamento são aqueles que a empresa pode vir a incorrer caso tenha que refinar suas dívidas e não encontrar opções e taxas razoáveis. Por outro lado, Diamond (apud CRUZ, 2010, p.18) defende que empresas detentoras de bons ratings de crédito, apesar do risco de liquidez exposto acima, façam uso de operações de curto prazo e que, posteriormente, em situação mais favorável, façam a rolagem da dívida através da recompra antecipada daquele compromisso firmado anteriormente sobre piores condições, o substituído. Esses empréstimos de curto prazo, que geralmente são utilizados como intermediário entre o momento atual em que a empresa precisa de recursos e aquele aonde ela consegue um financiamento de longo prazo é chamado de “empréstimo ponte”. (BERK; DEMARZO; HARFORD, 2010, p.636)

Existe ainda outra modalidade de crédito chamada “linha de crédito”. Nesse tipo de acordo o banco aprova um determinado limite de crédito a empresa, e esta pode sacar esses recursos conforme sua necessidade. (BERK; DEMARZO; HARFORD, 2010, p.636)

Dessa forma, podemos inferir que créditos de curto prazo são, majoritariamente, oferecidos de forma privada. Caso a empresa necessite de recursos de longo prazo, será mais eficiente que esta seja feita via debêntures, mas é possível que no horizonte de tempo entre a necessidade de desembolso de caixa e captação com terceiros haja a contratação de um empréstimo ponte com instituições financeiras.

Taxa de Juros

A composição das taxas de juros para empréstimos bancários e títulos de emissão própria são essencialmente diferentes. Enquanto em operações de emissão própria o principal determinante da taxa de remuneração será o risco de crédito do tomador (*rating*), em empréstimos bancários o custo das operações passa pelo próprio custo de *funding* da instituição financeira somado ao *spread* bancário, que além de contemplar o risco de crédito, e inadimplência do tomador, também consolida os custos que o banco incorre.

Sheng e Saito definem a estruturação da taxa de juros de um título de dívida da seguinte forma:

A taxa de juros de um título de dívida é composta de uma taxa de juros básica e de um spread que representa prêmios pelos diversos riscos específicos de cada título. Enquanto a taxa de juros básica é composta por uma taxa de juro real livre de risco e uma taxa de inflação esperada durante a vida do título, o spread é composto principalmente pela remuneração do risco de inadimplência. No mercado, o resultado dessa avaliação de risco de inadimplência é chamado de rating (SHENG; SAITO, 2005, p.194)

Já a definição da taxa de juros para empréstimos bancários possuem três elementos principais: a taxa de captação, a taxa de empréstimo e o spread bancário. Os dois primeiros componentes podem ser definidos da seguinte forma:

Baseado no conceito clássico de *spread*, ou seja, na diferença entre a taxa de empréstimos e a taxa de captação, onde a taxa de captação é dada pela taxa média dos CDB's emitidos pelo sistema bancário e a taxa de empréstimos é calculada a partir da média ponderada das operações consolidadas do sistema bancário, com base no custo médio e nos volumes mensais por segmento. (COSTA, 2004, p. 93).

Já o terceiro componente – o spread bancário - é descrito a seguir:

É importante observar que o spread bancário não corresponde ao lucro auferido pela instituição financeira ao conceder o empréstimo ou financiamento. O spread deve ser compreendido como uma diferença de custos, que a instituição financeira utiliza para cobrir despesas diversas (despesas administrativas, impostos e provisão para o caso de inadimplência, entre outras). De forma simplificada, o lucro da instituição financeira é o que resta após a cobertura dessas despesas. (Banco Central do Brasil, 2016, p.11)

Conforme exposto no estudo de Camasmie (2013, p.69), empiricamente é possível constatar que o financiamento bancário que se utiliza de recursos próprios das instituições financeiras, e são precificados de acordo com a estrutura apresentada, são sistematicamente mais onerosos do que aqueles conseguidos junto ao mercado de capitais, através de instrumentos como as debêntures.

Velocidade

Conforme consulta feita com profissionais de um banco de investimento brasileiro, o tempo médio de emissão de debêntures via distribuição 400 é de três meses, enquanto na modalidade 476 são dois meses. Já empréstimos junto a bancos podem ser aprovados em menos de um mês. Em determinadas operações a urgência de caixa é determinante, e nesses casos as instituições financeiras poderão se adequar melhor às necessidades de liquidez da empresa por serem mais ágeis.

Disclosure

A distribuição de títulos de emissão própria demandam *disclosure* (evidenciação) dos projetos e da empresa para o mercado, conforme regulamentação vigente. Logo, de acordo com Figueiredo (2007, p.20), as companhias irão preferir tomar dívida privada para evitar os custos de *disclosure* das informações. Isso acontece porque na captação bancária a troca de informações se dá apenas entre credor (instituição financeira) e o tomador (empresa).

Sendo assim, em casos de operações que demandem confidencialidade, muitas vezes envolvendo fusões e aquisições, não é viável a distribuição pública de títulos para financiamento da operação. Nessas situações frequentemente a instituição financeira que está assessorando o processo de fusão ou aquisição oferece o crédito para viabilizar a operação.

Já no trabalho de Cruz a necessidade de *disclosure* é relacionada ao tamanho da empresa:

Conforme proposto por Fama (1985), as empresas menores deveriam preferir empréstimos bancários, pois a necessidade de produzir as informações é menor, dado que os credores privados são melhor informados e em menor quantidade; em contrapartida, Krishnaswami et al (1999) citam que as empresas maiores podem preferir produzir mais informação em função dos ganhos de escala de operações públicas dado que são normalmente de volumes maiores. (CRUZ, 2010, p.14)

Outro ponto levantando no trabalho de Cruz a respeito da divulgação de informações é sob a perspectiva da competição: as empresas que possuíssem bons projetos estariam expostas ao “[...] custo de aprendizado dos competidores que teriam acesso às informações sobre os projetos das mesmas.” (YOSHA apud CRUZ, 2010, p.14)

Garantias e Covenants

Conforme defendido por Rosa (apud CAMASMIE, 2013, p.43), “a decisão de conceder (crédito) deve estar apoiada na capacidade de pagamento e a credibilidade do cliente, e não meramente sobre as garantias oferecidas”.

Mesmo sendo um critério secundário, a inclusão de garantias e *covenants* são importantes para redução do custo de monitoramento do credor, o que é refletido no barateamento do custo da dívida. (FIGUEIREDO, 2007, p.26)

Segundo Ribeiro (2009, p.69), esses mecanismos são mais comumente vistos em estruturas de crédito privado. Isso acontece porque a execução de garantias e renegociação de *covenants* são processos mais ágeis quando há poucos credores, aonde a negociação de interesses é mais simples por envolver um número menor de partes. (FIGUEIREDO, 2007, p.26)

1.4 Recursos próprios: ações ou retenção de lucros

Quando avaliamos o uso de capital próprio temos duas fontes de recursos: as ações ou retenção de lucros. A venda de participação societária é bastante conhecida no mercado dado os IPOs (*Initial Public Offering*), mas também é possível angariar fundos através de *private placements*,

aonde a operação é feita apenas com um seletivo número de investidores já pré-selecionados. Como o escopo desse estudo se restringe a crédito bancário e instrumentos do mercado de capitais, serão examinadas apenas as operações de IPOs. Já a retenção de lucros se insere dentro da política de dividendos da empresa. Conforme exposto por Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 366) o ponto central da política de dividendos é: “a empresa deveria distribuir o dinheiro para os acionistas, ou deveria ficar com o dinheiro e investi-lo para seus acionistas? ”.

De acordo com o que é apresentado por Zilio (2012), há poucas evidências empíricas do por que empresas abrem seu capital. Pela vertente teórica, James C. Brau e Stanley E. Fawcett (apud CAMPOS, 2008, p.12) elencam quatro possíveis motivações: (i) minimizar o custo de capital – venda de participação para uma larga base de acionista; (ii) desinvestimento – permitir que proprietários vendam suas ações; (iii) IPO como moeda de troca – usar o ativo (ação) como moeda de troca em outras transações; (iv) estratégia de movimento - aumento da publicidade e cobertura de analistas.

Campos (2008, p.14) discorre sobre os prós e contras dessa operação:

Diversos estudos apontam para custos e benefícios de se empreender um IPO e entre os mais importantes podemos destacar como custos: perda de confidencialidade de informações, maior disposição ao fisco, custo de se fazer um IPO, como taxas e honorários, underpricing, etc. Como benefícios podemos destacar: a criação de uma moeda para futuras aquisições, Brau e Fawcett (2006), Zingales (1995), a redução nos custos de capital, (e.g., Scott (1976) e Modigliani e Miller (1963)) aumento do poder de barganha com bancos, Chemmanur e Fuglieri (1999), possibilidade de vendas de participação dos Venture Capitalista, Black e Gilson (1998) entre outros.

Zilio (2012, p.41), por sua vez, analisou uma “base de dados de 824 empresas brasileiras no período de 2002 a 2010, 98 das quais realizaram IPOs e as 726 restantes não o fizeram”. Com base nesse estudo o autor conclui que:

“[...] empresas menores, mais lucrativas e alavancadas, que mais investiram e cresceram e que, ademais, aproveitaram o período de preços elevados de ações das empresas já listadas operando nos setores correspondentes apresentavam uma maior probabilidade de abrir capital. (ZILIO, 2012, p.41)

Para empresas que já são listadas em bolsa, a decisão de uma nova emissão de ações é também bastante crítica. Curiosamente quando há anúncio de nova emissão de ações por companhias cujas ações já são negociadas há uma tendência de queda de preço das mesmas. A peculiaridade

desse movimento se dá exatamente porque se imagina que a empresa esteja lançando novas ações para angariar fundos para financiamento de projetos com VPL (Valor Presente Líquido) positivo, o que aumentaria o valor da empresa. Entretanto, pesquisadores propõem algumas possíveis explicações para tal fenômeno: (i) a assimetria de informação entre os administradores e investidores em relação a empresa pode levar os primeiros a se aproveitarem da oportunidade de lançar ações quando a companhia está superavaliada. Dessa forma, os novos investidores se adiantariam a esse movimento, descontando o valor do papel; (ii) a emissão de ações pode representar que a empresa já está muito endividada ou possui pouca liquidez. Caso contrário, não faria sentido dividir o resultado positivo de novos projetos com novos acionistas, a empresa poderia apenas contrair dívida e os antigos acionistas se apropriariam dos resultados futuros. De todo jeito, a emissão representaria um sinal negativo ao mercado. (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008, p. 399).

Devemos esclarecer que dentro do universo de *equity* há dois tipos de ações, as preferenciais e as ordinárias. Ambas proporcionam aos seus detentores direito de propriedade sobre a empresa, mas diferem quanto à delegação de poderes de controle e prioridade na distribuição de dividendos. As ações preferenciais detêm prioridade na distribuição de dividendos, entretanto não concedem direito a voto em assembleias. Já as ações ordinárias não possuem prioridade alguma sobre os fluxos de caixa ou ativos da empresa, mas garantem poder de voto.

Na abordagem residual, de acordo com Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 373), caso a empresa deseje evitar novas emissões de ações, que geram altos gastos, ela precisará se utilizar de seus fluxos de caixa internos para financiamento de projetos, ou seja, ela precisará reter lucros. Dessa forma, os dividendos serão distribuídos a partir do montante de lucro residual, depois de cumpridas as necessidades de caixa da companhia.

É importante ressaltar que o objetivo primordial de uma companhia é maximizar a geração de valor para seu acionista. Dessa forma, uma vez cumpridos todos os deveres de caixa da empresa, o fluxo de caixa residual pertence ao investidor. Logo, a retenção de lucros deverá ocorrer apenas se a empresa acreditar que será capaz de produzir retornos superiores àqueles que os acionistas obteriam isoladamente, em investimentos com mesmo risco (BRIGHAM; EHRHADT, 2012).

Portanto, pode-se afirmar que o processo de emissão de ações é substancialmente mais complexo e custoso comparado ao de retenção de lucros. Conforme resumido por Gitman (apud SIMON, 2009, p.57) “os lucros retidos equivalem a uma emissão de novas ações totalmente subscritas e integralizadas sem gerar nenhuma despesa em sua distribuição”.

1.5 Quadro resumo dos produtos disponíveis

O quadro abaixo resume os principais pontos referentes aos meios de financiamento destacados nesse estudo.

Quadro 2 – Matriz de fontes de financiamento

	Instrumento	Disponibilidade	Vantagens	Desvantagens	Custo
Capital Próprio	Lucros Retidos	Disponível a todas as empresas	Operacionalmente mais simples	Disponibilidade limitada	Opção mais barata
	Ações	Disponível apenas as sociedades por ações	Não geram obrigação permanente	Complexidade operacional	Opção intermediária
Capital de Terceiros	Debêntures	Disponível apenas as sociedades por ações	Flexibilidade dos termos de captação	Demandam disclosure	Opção intermediária
	Credito bancário	Disponível a todas as empresas	Agilidade na disponibilização dos recursos	Impõe monitoramento bancário às empresas	Opção mais cara

Fonte: Elaboração da autora.

Conforme pôde ser observado no capítulo I, a decisão de financiamento é altamente complexa. Esta passa pela análise do propósito da captação, decisão do tipo de capital angariado – próprio ou de terceiros – e devido enquadramento ao instrumento selecionado. Dado os limites de abrangência do presente trabalho de conclusão de curso, o universo de opções será sintetizado a uma modalidade que pode ser considerada uma das mais versáteis e vantajosas para as empresas, as debêntures. Essa forma de captação vem sendo incentivada pelo governo como forma de financiamento de longo prazo, conforme será visto no próximo capítulo.

CAPÍTULO II

2.1 Ambiente legal

A seção a seguir irá visitar as principais legislações que regem o mercado de debêntures, examinando suas implicações práticas. Será possível observar que este instrumento é bastante flexível e personalizável, mas não à disposição para todas as empresas e nem é oferecido a todos os investidores sob as mesmas condições. Ao mesmo tempo, há um grande esforço do governo para tornar esse instrumento cada vez mais relevante para o financiamento das empresas, e com isso, para o crescimento da economia brasileira.

O segmento de renda fixa de dívida corporativa, de forma geral, apresentou nas últimas duas décadas um crescimento sem precedentes em nossa história. Uma série de variáveis contribuiu e fomentou esse desenvolvimento, dentre as quais podemos elencar como principais a estabilização da moeda brasileira dando maior previsibilidade ao setor privado, abertura do país ao capital estrangeiro, crescimento sustentável do PIB gerando demanda e novas leis de regulamentação (PIMENTEL; PERES; LIMA, 2011, p.6).

Dentro desse segmento o instrumento mais difundido são as debêntures. Esta última é uma palavra que adveio do “médio e velho inglês “debentur”, que por sua vez adotou do latim (voz passiva do verbo *debeor*, *deberis*, *deberi sum* = ser devido), por se iniciarem os recibos ou títulos de dívida com as palavras latinas *debentur mihi*, são-me devidos, *deven-me*.” (PEIXOTO, 1973. p. 150).

Para fins desse estudo, como pode ser observado no Anexo I, as principais leis e instruções que dispõe sobre esse mercado são: Lei nº 6.404 (Sociedades por Ações); Instrução Normativa RFB nº 1.585 (Imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiros e de capitais); Lei nº 12.431 (Debêntures Incentivadas).

2.2 Implicações da Lei n. 6.404/1976

O mercado de debêntures, da forma que é conhecido hoje, foi regulamentado pela Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispôs sobre as sociedades por ações e modificou as regras vigentes na época aplicáveis às debêntures.

Conforme já explicitado anteriormente, somente sociedades por ações detêm o direito de emitir debêntures. Segundo definição da ANDIMA, debêntures “são valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora” (2008, p.3). Dessa forma, esses títulos fundamentalmente representam um direito de crédito contra a companhia, mas podem variar quanto ao valor nominal, forma, classe, garantias, remuneração, vencimento e amortização.

O valor nominal de uma debênture deve ser expresso em moeda nacional, exceto quando emitidas para colocação no exterior.

Em relação à forma, os títulos podem ser nominativos ou escriturais. O primeiro são aqueles que detêm os registros e controles feitos pela própria companhia emissora em seu Livro de Registro de Debêntures Nominativas. Já os escriturais possuem sua custódia e escrituração feitas por instituição financeira autorizada pela CVM para prestar tais serviços.

No que concerne à classe, as debêntures podem ser simples ou conversíveis em ações. A conversibilidade em ações é especificamente para ações da companhia emissora. Entretanto, é importante frisar que tanto as debêntures simples, ou não conversíveis, quanto as conversíveis podem conter cláusula de permutabilidade, que permitiria a troca dos títulos de dívida por outros ativos ou por ações de emissão de terceiros que não a emissora.

Conforme estudo da ANDIMA:

As garantias oferecidas têm por objetivo assegurar aos debenturistas, de forma direta ou indireta, o cumprimento da obrigação principal, ou seja, o pagamento da dívida contraída, podendo ser cumulativas e substituídas desde que previsto na escritura de emissão. A garantia pode ser real ou flutuante, ou não existir (debênture quirografária ou subordinada) (ANDIMA, 1998, p.21).

Dito isso, há quatro tipos possível de garantias: Real, Flutuante, Quirografária ou Subordinada. A real é aquela dada sobre um determinado ativo da empresa emissora, ou de terceiros, sob a forma de hipoteca, penhor ou anticrese. A garantia flutuante, por sua vez, também representa um privilégio sobre o ativo da companhia emissora, mas nesse caso é um privilégio geral. Diferentemente da garantia real, na garantia flutuante não há vinculação de um bem específico. A garantia quirografária não oferece privilégio sobre ativos da empresa, ela proporciona apenas prioridade acima dos credores subordinados. Por fim, a garantia subordinada assegura direitos de preferência de pagamento tão somente sobre os acionistas.

Existem as mais diferentes formas de remuneração do principal investido. No que concerne à modalidade de juros, estes podem ser fixos, flutuantes ou uma combinação de juros flutuantes somados a um *spread* (taxa fixa). Os tipos de juros mais difundidos no mercado atualmente são: porcentagem sobre o CDI; CDI mais taxa pré-fixada; 100% do IPCA mais taxa pré-fixada; IGPM mais taxa pré-fixada; TR mais taxa pré-fixada; taxa pré-fixada.

O cronograma de amortização é determinado pelo emissor. No mecanismo de amortização parcelada o volume em circulação é reduzido devido à diminuição do valor nominal dos títulos, uma vez que ocorrem as amortizações. Também é possível fazer a diminuição do volume em circulação através de resgates facultativos ou programados. No primeiro caso não é definido na escritura uma data ou quantidade da operação, mas a possibilidade é prevista dentro de alguns critérios. Já no resgate programado é fixado na escritural as datas e quantidades máximas de debêntures que podem estar em circulação, e quais serão os procedimentos para realização dos resgates se necessário.

Quanto ao vencimento:

As datas de emissão e vencimento da debênture devem constar da escritura de emissão e do certificado (quando for o caso). A debênture poderá ter prazo determinado ou indeterminado (debênture perpétua), sendo que, neste último caso, o vencimento fica condicionado às situações de inadimplemento de pagamento de juros, dissolução da companhia e demais eventos especiais expressos na escritura de emissão. (SND, 1998, p.26)

Importante ressaltar que, conforme artigo nº 52 da Lei 6.404/1976, todas as condições das debêntures devem estar descritas em sua escritura.

Todas as informações dessa seção podem ser acessadas no documento de Estudos Especiais (ANDIMA, 1998) e O que são Debentures (ANDIMA, 2008).

2.3 Implicações da Instrução Normativa RFB nº 1.585

Conforme material disponibilizado pela ANBIMA, para fins tributários do Imposto de Renda as debêntures são consideradas títulos de renda fixa. Sendo assim, é aplicada a alíquota regressiva.

Respeitando a natureza tributária de cada credor, o imposto de renda incidirá sobre qualquer tipo de rendimento pago ao detentor da debênture, seja ele proveniente de pagamento periódico, amortização, alienação, liquidação, resgate, cessão, repactuação ou conversão em ações, à alíquota em vigor no momento em que os rendimentos são produzidos.

Atualmente as alíquotas vigentes para rendimentos produzidos a partir de 1º/1/05 são:

- 22,5% sobre os rendimentos de aplicações com prazo de até 180 dias;
- 20% sobre os rendimentos de aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;
- 17,5% sobre os rendimentos de aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;
- 15% sobre os rendimentos de aplicações com prazo acima de 720 dias.
- Prazos contados a partir:
 - de 1º/7/04, para aplicações efetuadas até 22/12/04 (inclusive);
 - da data de aplicação, para aquelas efetuadas após 22/12/04.
- 20%, para juros ou rendimentos referentes a períodos a partir de 1998 até 31/12/04 e para ganhos auferidos no período;
- 15%, para juros ou rendimentos referentes a 1996 e 97, e para ganhos auferidos no período;
- 10%, para juros ou rendimentos referentes a 1995, e para ganhos auferidos no período;
- 30% sobre ganhos ou rendimentos reais, que superarem a variação da Ufir no período, auferidos até 31/12/1994, e sobre o valor dos juros decorridos até 31/12/1994

Aos investidores estrangeiros, com residência fiscal em países não paraíso fiscal, é dado um tratamento diferenciado quanto à alíquota. Está sempre fixa em 15%.

É importante observar que o recolhimento do imposto se dará com a base de cálculo o rendimento percebido e, como fato gerador, o seu pagamento. A efetiva retenção do imposto de renda é de responsabilidade da pessoa jurídica que efetua o pagamento dos rendimentos. Sendo assim, quando há intermédio de instituição financeira, com esta pagando os rendimentos aos debenturistas, a empresa emissora fica isenta da responsabilidade de recolhimento. Quando não há esse intermediário, o dever de recolhimento cabe ao emissor.

2.4 Implicações da Lei nº 12.431

De acordo com a definição da ANBIMA:

A edição da Lei n 12.431, em 2011, consolidou o estabelecimento de um regime tributário privilegiado para ativos e instrumentos financeiros destinados ao financiamento do investimento de longo prazo. Benefícios fiscais para a aquisição de títulos longos, de emissores privados não financeiros por não residentes e para detentores de debêntures de infraestrutura buscaram incentivar a utilização destes instrumentos como forma de viabilizar a captação de recursos para o financiamento de investimentos e ampliar o acesso das empresas ao mercado de capitais. (ANBIMA, 2016)

Para fins deste estudo, a lei pode ser dividida em dois principais artigos, o primeiro e o segundo, que propõe cada um diferentes tipos de incentivos fiscais.

O primeiro artigo discorre sobre isenções fiscais para investidores não residentes no que tange títulos privados de longo prazo, incluindo as debêntures e outros instrumentos. Já o segundo artigo estipula a isenção fiscal do imposto de renda para pessoas físicas em aplicações em "debêntures de infraestrutura, que antes seguia a alíquota regressiva (entre 22,5% e 15%)". Já as pessoas jurídicas serão tributadas em 15%.

Para serem consideradas debêntures de infraestrutura e, portanto, gozar do benefício fiscal, as emissões devem se enquadrar nos seguintes requisitos principais:

- Ser objeto de oferta pública com esforços amplos ou restritos de distribuição;
- Ser emitida por Sociedade de Propósito Específico (SPE), o que configura uma debênture de projeto, ou ser emitida por holding controladora, sendo debênture corporativa, nos setores de logística e transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiodifusão, saneamento básico e irrigação;
- Ser remunerada por taxa de juros prefixada, vinculada ao índice de preços ou à taxa referencial -TR;
- Ter prazo médio ponderado superior a quatro anos;
- Prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, cento e oitenta dias;
- Inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;
- Vedação à recompra do papel pelo emissor nos 2 primeiros anos após a emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento;

- Comprovação de negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários;
- Procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionadas aos projetos de investimento;

Além do cumprimento das demandas acima, a emissão deve ser submetida à devida análise do Ministério que possui competência sobre o setor do projeto que será desenvolvido. Apenas após o devido enquadramento do projeto como prioritário pelo respectivo Ministério, mediante publicação de uma portaria autorizativa, a debênture pode ser emitida com os incentivos da Lei 12.431.

Conforme exposto ao longo desse capítulo, o mercado de debêntures já possui boa base regulatória, inclusive recentemente foi criada uma nova modalidade de título para fomentar o desenvolvimento desse instrumento de dívida. Resta entender se tais medidas se provaram eficazes e quais são as discussões em torno das mesmas.

CAPÍTULO III

De acordo com o que foi discutido até então neste trabalho, uma vez que as empresas identificam a necessidade de captar recursos, elas devem percorrer uma longa trilha de decisões até definir qual instrumento utilizar e sob quais condições. Entretanto, o mercado de capitais é dinâmico, e sempre há novas oportunidades surgindo, sobretudo no que tange à regulamentação e novos produtos. Nessa próxima seção serão analisadas demandas das empresas e o esforço do governo em promover novos instrumentos.

3.1 Emissão de Debêntures por Sociedades Limitadas

Existe uma grande discussão se empresas constituídas na forma de sociedade limitada podem emitir debêntures. Tal discussão começa, pois, a possibilidade de emissão desse título está prevista no artigo 52º da Lei das SAs (Lei 6.404/76). Por se tratar apenas das sociedades por ações, em primeira análise, não haveria permissão às sociedades limitadas para seguir com emissões de debêntures.

Contudo, cabe a CVM regular o mercado de capitais.

A competência para ditar as normas regulamentares no mercado de valores mobiliários no Brasil, consequentemente sobre a emissão e distribuição de valores mobiliários, dentre eles a debênture, é exclusiva da CVM, por força do artigo 2º da Lei 6.385/76. (NETO; FILHO, 2015)

Dessa forma, argumentos contrários ao entendimento de que sociedades limitadas não podem emitir debêntures baseiam sua defesa na Instrução da CVM 476: “A instrução regula as ofertas públicas com esforços restritos que, além de dispensar o registro da oferta perante a autarquia, não limita sua abrangência a nenhum tipo societário. (VALOR, 2013)”. Em Maio de 2008 houve uma audiência pública para discussão da instrução antes de sua publicação. Em relação ao questionamento sobre a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas houve o seguinte retorno por parte da CVM:

A CVM respondeu ao questionamento afirmando que não havia se convencido da necessidade de restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas com esforços restritos a um ou mais tipos societários. Diante da resposta da CVM, não ficaria vedada a nenhum tipo societário a emissão dos títulos abrangidos pela Instrução nº 476. (VALOR, 2013)

Mesmo assim, conforme matéria veiculada em jornal de grande circulação, em 2012 a JUCESP - Junta Comercial de São Paulo - e JUCERJA - Junta Comercial do Rio de Janeiro – discutiram a respeito da possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas. Na época, ambas as entidades rejeitaram as solicitações com base no pleito de que a emissão do título seria possível apenas por sociedades anônimas.

Como pode ser observado, ainda existe insegurança jurídica em relação a emissão de debêntures por sociedades limitadas. Tendo isso em vista, tramita na câmara dos deputados o Projeto de Lei 6322/13 que dispõe sobre a emissão de debêntures por sociedades limitadas. O projeto visa adicionar o seguinte parágrafo ao artigo 52º da Lei nº 6.404/76: “Parágrafo único. Semelhante faculdade é garantida à sociedade limitada, desde que observadas, no que couberem, as disposições deste Capítulo e a regulação aplicável”.

Conforme apontado pelo próprio Projeto de Lei, a maioria esmagadora das sociedades em vigor no País é constituída como sociedade limitada, e hoje não tem acesso ao mercado de capitais. Um arcabouço jurídico melhor definido em relação à permissão para emissão de debêntures aumentaria o leque de opções que as sociedades limitadas dispõem para se financiar, diminuindo a dependência de financiamentos bancários.

3.2 Desempenho das Debêntures Infraestrutura (Debêntures Incentivadas).

Para que seja possível uma devida avaliação da performance das debêntures de Infraestrutura, também conhecidas como debêntures incentivadas, primeiramente deve-se conhecer os objetivos que o governo tinha ao lançar essa proposta.

De acordo com Wajnberg (2015, p.128), a razão básica para criação desse instrumento foi a tentativa de reduzir o protagonismo dos bancos públicos, em especial do BNDES, quanto financiadores de projetos estratégicos de longo prazo no país. Entretanto, essa substituição de capital público por capital privado só seria factível caso houvesse um pujante mercado secundário para esses títulos de dívida.

O artigo 1º da Lei 12.431/11 trata sobre isenções para investidores não residentes nas mais diferentes modalidades. O foco desse estudo, no entanto, é no artigo 2º dessa mesma Lei, que instituiu a alíquota zero (0%) de imposto de renda para pessoas físicas e investidores

estrangeiros – desde que não residentes em paraísos fiscais – e a alíquota de 15% para pessoas jurídicas que possuíssem aplicações nas chamadas debêntures incentivadas.

Essa isenção para investidores não residentes abrandou uma das discrepâncias que havia no mercado local quanto ao direcionamento de recursos estrangeiros. Conforme levantado por Matos (2014, p. 23), antes da Lei 12.431/11 os títulos públicos do governo federal já ofereciam isenção de imposto de renda a investidores estrangeiros, mas os títulos de crédito privado continuavam a ser tributados em 15%. Com o advento desta medida, passou a existir a disponibilidade de títulos de dívida privada e pública com alíquota zero de imposto de renda ao capital estrangeiro.

De acordo com o estudo de Wajnberg (2015, p.143), “os títulos incentivados apresentaram inserção variada entre os setores beneficiados pela lei”. Enquanto segmentos como o de rodovias, entre o período de Dezembro de 2010 até Agosto de 2015, tinham prazo médio de 21 dias para obtenção de portaria autorizativa e registravam 13 emissões de debêntures incentivadas com mais 9 portarias já autorizadas a seguir com as emissões, o setor de telecomunicações não tinha emitido nenhuma captação ainda, e as 4 portarias que tinham sido autorizadas até então tiveram prazo médio de 96 dias para aprovação.

Adotando a perspectiva de *funding*, Wajnberg (2015, p.144) analisou os projetos que haviam realizado emissões de debêntures de infraestrutura até Setembro de 2015 e mediu a proporção que a captação via esses títulos representou dentre o custo total do investimento. Percebe-se nessa análise uma considerável diferença entre os comportamentos referentes a debêntures de projetos e debêntures corporativas. As debêntures de projetos, conhecidas como *Project Finance*, apresentaram mediana de 11,10% do *funding* dos projetos. Já as debêntures corporativas (*Corporate Finance*) tiveram a mediana de participação em 39,87%.

Inicialmente os números levam a conclusão de que as emissões de projetos nacionais utilizam as debêntures como instrumento complementar de capitalização, enquanto as companhias de fato se alavancam utilizando as debêntures como forma de financiar seus projetos. Tal inferência não está equivocada, mas o fato das captações de *Project Finance* não utilizarem tanto as debêntures não tem conotação negativa necessariamente. O autor aponta que na comparação internacional esse mesmo comportamento se repete, as captações via debêntures de projeto tem caráter complementar, e não preponderante, no financiamento (WAJNBERG 2015, p.148).

Quanto aos credores, Wajnberg aponta que entre 2012 e 2015 as pessoas físicas subscreveram em média 2,4% das emissões de debêntures simples, e os investidores estrangeiros 1,7%. Entretanto, quando se observa as debêntures incentivadas o panorama é consideravelmente diferente.

[...] pessoas físicas tiveram participação relevante na subscrição dos títulos incentivados, adquirindo R\$ 5,032 bilhões (42%) dos R\$ 11,8 bilhões emitidos até junho de 2015 (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2015a). Porém, apesar do considerável sucesso na atração dos investidores pessoas físicas, a isenção tributária criada pelo governo aparentemente ainda não foi efetiva para trazer poupança externa para o financiamento de projetos de infraestrutura; segundo dados da Secretaria de Acompanhamento Econômico, o investidor estrangeiro contribuiu somente com R\$ 220 milhões, ou 1,89% do volume dessas ofertas (WAJNBERG 2015, p.151).

Já em relação a liquidez, Wajnberg desenvolveu metodologia própria para análise uma vez que não existe metodologia estabelecida de cálculo de índice de liquidez no mercado doméstico de debêntures (2015, p.156). Ponderando três critérios, de volume negociado, número de operações e dias com negócio chegou-se a conclusão que dentre as 10 debêntures mais negociadas por mês, entre Julho de 2013 e Julho de 2015, em 62% das observações esses títulos eram debêntures de infraestrutura.

Como o objetivo dessa análise é apenas constatar o sucesso, ou não, das debêntures de infraestrutura, sem necessariamente esgotar as razões para tais desdobramentos, podem concluir que: (i) por mais que o governo tenha definido sete setores estratégicos para emissões de debêntures incentivadas, é observado que esses não responderam de forma homogênea a oportunidade criada. Enquanto setores de logística e transporte encabeçam as emissões em termos de volume e quantidade, o segmento de telecomunicações até setembro de 2015 ainda não havia emitido nenhuma debênture de infraestrutura; (ii) dificilmente as debêntures incentivadas serão a fonte primária de recursos para investimentos de infraestrutura, substituindo, portanto, os bancos públicos. Por mais que para emissões corporativas a participação seja mais relevante, fontes como recursos próprios e financiamento bancário ainda são fundamentais em captações de *Project Finance*. E, pela comparação internacional, a perspectiva é que se mantenha assim; (iii) é observado o aumento da participação de pessoas físicas no mercado de debêntures através das debêntures de infraestrutura, entretanto, os investidores estrangeiros continuam sem participação relevante (iv) as debêntures de infraestrutura mostraram ter maior liquidez comparada às debêntures simples.

Dessa forma, pode-se concluir que a Lei 12.431/11 atingiu parte de seus objetivos, mas não todos. As debêntures incentivadas foram adotadas apenas por alguns setores estratégicos. Ao mesmo tempo, é percebida uma dificuldade crônica em desvincular projetos de infraestrutura do financiamento de bancos públicos. Por fim, foi atingido o objetivo de aumentar a liquidez desse tipo de ativo e elevar a participação de pessoas físicas no financiamento de investimentos de infraestrutura, entretanto os investidores estrangeiros se mantêm marginalmente fora desse mercado.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou o diferencial das debêntures quanto instrumento de captação de longo prazo. Conforme apresentado, há inúmeras formas de levantamento de recursos disponíveis às empresas. Estas diferem desde o perfil do cedente dos recursos, acionistas ou credores, passando pelo nível de impacto nos fluxos de caixa da empresa e monitoramento externo. Portanto, faz-se fundamental ao gestor compreender a realidade de sua organização para que assim seja escolhido o instrumento mais adequado.

As debêntures, por sua vez, são indicadas para grandes empresas, constituídas como sociedades por ações, com bons ratings de crédito, que demandem um grande volume e prazo de captação, que estejam disponíveis a prover todo o *disclosure* necessário para viabilizar a operação e não tenham urgência de caixa. Um dos principais benefícios dessa modalidade é a flexibilidade em relação aos termos firmados entre as empresas e os credores. Cabe ao emissor a definição de variáveis como a remuneração do papel, forma de amortização, garantias oferecidas e prazo de vencimento.

Em termos de ambiente regulatório, é observado que este ativo é bastante antigo no mercado de capitais brasileiro, mas nunca esteve disponível à maior parte das empresas nacionais. Isso acontece porque da forma que esse ativo foi criado, na Lei n. 6.404, a interpretação dos juristas é de que este apenas pode ser emitido por companhias constituídas na forma de sociedade por ações, o que exclui a maioria das empresas do país, que são organizadas como sociedades limitadas. O Projeto de Lei 6322/13 busca sanar essa restrição, mas até então não é visto priorização deste na pauta das casas do legislativo brasileiro.

Por outro lado, uma iniciativa que de fato foi implementada é a criação da modalidade de debêntures de infraestrutura. O esforço do governo em aumentar a base de emissores, e também difundir o produto para outras classes de possíveis credores, é uma das respostas dada a uma antiga crítica à estrutura de crédito brasileiro, aonde grandes investimentos dependem maciçamente de recursos subsidiados dos bancos públicos.

É possível concluir que a iniciativa foi bem-sucedida em alguns de seus objetivos, mas não todos. De fato, esse tipo de debênture apresenta maior liquidez comparada às debêntures comuns, e também possui uma maior base de credores pessoas físicas. Entretanto, não se observa uma maior participação de investidores estrangeiros. Além disso, nem todos os setores

estratégicos aderiram a emissão do papel, o que corrobora a suposição de que dificilmente será possível desvincular o financiamento de grandes projetos no Brasil dos bancos públicos.

ANEXO I

Principais regulamentações sobre o mercado de debêntures.

	Resumo	Base Legal
Definição e Características	Características As debêntures conferem a seus titulares direito de crédito contra a companhia, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado	Lei nº 6.404, art. 52
	Emissões e Séries Podem ser feitas várias emissões e cada emissão pode ser dividida em séries. As da mesma série têm igual valor nominal e conferem a seus titulares os mesmos direitos	Lei nº 6.404, art. 53
Classificação	Quanto à Forma Pode ser nominativa ou escritural	Lei nº 6.404, arts. 31, 34 e 63 (com redação alterada pelas Leis nº 9.457, e 10.303 e 12.810)
	Quanto à Conversibilidade (Classe) Pode ser conversível ou não conversível (Simples)	Lei nº 4.728, art. 44 e Lei nº 6.404, art. 57
	Quanto à Garantia ou Espécie Conforme dispuser a escritura de emissão, pode ser Real, Flutuante, Quirografária, Subordinada.	Lei nº 6.404, art. 58
Remuneração	Valor nominal e formas de pagamento nacional. - Regra Geral: expresso em moeda nacional - Pode conter cláusula de correção monetária: a) com os mesmos coeficientes fixados para a correção dos títulos da dívida pública; ou b) com base na variação de taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei. c) que preveja periodicidade igual àquela estipulada para o pagamento periódico de juros, ainda que em periodicidade inferior a um ano.	Lei nº 6.404, art. 54; Lei nº 12.431, art. 8º
	Remuneração e prazos mínimos - Podem assegurar ao titular: a) juros: fixos ou variáveis;	Lei nº 6.404, art. 56 e Decisão-Conjunta BC/CVM nº 13/03, art. 1º, art. 2º e art. 3º

	<p>b) participação no lucro da companhia;</p> <p>c) prêmio de reembolso.</p>	
Vencimento, amortização, resgate e cancelamento (extinção)	<p>Vencimento, amortização e resgate</p> <p>A época do vencimento deve constar da escritura de emissão e do certificado.</p> <p>Podem ser estipulados:</p> <p>a) amortizações parciais de cada série;</p> <p>b) criação de fundos de amortização;</p> <p>c) resgates antecipados, parcial ou total dos títulos da mesma série</p>	Lei nº 6.404, art. 55
	<p>Cancelamento (extinção)</p> <p>A companhia emissora poderá extinguir debêntures, devendo manter arquivados, pelo prazo de cinco anos, juntamente com os documentos relativos à extinção, os certificados cancelados ou os recibos dos titulares das contas das debêntures escriturais. O Cancelamento poderá ter dois ritos distintos, dependendo da situação dos valores mobiliários (ver Ofício CVM/SER nº 1.222/99)</p>	Lei nº 6.404, art. 74 e Ofício/CVM/SRE nº 1.222/99
Tratamento do imposto	<p>Pessoa Física, Pessoa Jurídica optante pela inscrição no Simples Nacional ou isenta: IR exclusivo de fonte, definitivo.</p>	Lei nº 8.981/95, art. 76, II, com redação dada pela Lei nº 9.065/95; IN nº 1.585, art. 70, II
	<p>Pessoas Jurídicas tributadas pelo lucro real: IR de fonte compensável como devido na declaração no encerramento do período. Rendimento integra o lucro real</p>	Lei nº 8.981/95, art. 76, com redação dada pela Lei nº 9.065/95; IN nº 1.585, art. 70, I
	<p>Pessoas Jurídicas tributadas pelo lucro presumido ou arbitrado: Os rendimentos são adicionados ao lucro presumido ou arbitrado. O IR é compensável a partir de 1/1/97. Rendimento integra o lucro presumido ou arbitrado.</p>	Lei nº 9.430/96, art. 51; IN nº 1.585, art. 70, I
	<p>Carteiras própria das Instituições Financeiras e demais autorizadas pelo BC, das sociedades de seguro, de previdência privada aberta e de capitalização: Não se aplica o regime de tributação na fonte.</p>	Lei nº 8.981/95, art. 77, I e III; Lei nº 9.779/99, art. 5º, § único; AD nº 97/99; IN nº 1.585, art. 71, I

	<p>Provisões das Entidades de Previdência Complementar, Sociedades Seguradoras e FAPI - Fundo de Aposentadoria Programada Individual: Fica dispensada a retenção na fonte do IR sobre os rendimentos auferidos nas aplicações de recursos das provisões e reservas técnicas.</p>	<p>Lei nº 11.053/04, art. 5º; IN nº 1.585, art. 71, III</p>
	<p>Investidor Estrangeiro</p> <p>Operações financeiras realizadas no País de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Alíquota: 15% - Base de cálculo: mesmas regras aplicáveis aos rendimentos de mesma natureza auferidos por residentes ou domiciliados no País 	<p>Lei nº 11.053/04, art. 5º; IN nº 1.585, art. 71, III</p>
Debêntures Incentivadas	<p>Isenções fiscais as Investidores Não Residentes e Debêntures de Infraestrutura</p>	<p>Lei nº 12.431, arts. 1º, 2º e 5º; IN nº 1.585, art. 46, §§ 9º a 12 e art. 48</p>

Fonte: ANBIMA. Autora.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDIMA. **Estudos especiais: SND**. Sistema Nacional de Debêntures/ Associação Nacional das Instituições do Mercado. Aberto. ANDIMA. Rio de Janeiro, 1998.

ANDIMA. **O que são Debêntures**. Disponível em: <http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf>. Acesso em 18/12/2016.

ARAÚJO, Leandro. **Financiamento do BNDES e desempenho de empresas brasileiras no período de 2008-2012**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado. São Paulo, 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Juros e Spread Bancário - Programa de Educação Financeira do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2016.

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter; HARFORD, Jarrad. **Fundamentos de Finanças Empresariais**. Bookman Editora, 2010.

BRAGANÇA, Gabriel G. Fiuza de; PESSOA, Marcelo de Sales; SOUZA, Gustavo Moreira de. **Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas**. Texto para discussão n. 2158. IPEA. Brasília, 2015.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 10 ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2013.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira Teoria e Prática**. 2. Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

CAMASMIE, Rogério. **Financiamento de Longo Prazo: um estudo comparativo entre empréstimo bancário e emissão de debêntures**. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão) - Universidade Federal Fluminense. Niterói, 2013.

CAMPOS, Vera Lúcia de Assis. **Porque uma empresa faz um IPO? Um estudo de caso.** Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2008.

CHEN, Li-ju; CHEN, Shun-Yu. **How the pecking-order theory explain capital structure.** Journal of International Management Studies, v. 6, n. 3, p. 92-100, 2011.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas: (Lei n. 11.101, de 9-2-2005).** 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

COLMAN, Davi Laraia. **Testes empíricos das teorias de Pecking Order e Trade Off Estático em companhias fechadas brasileiras.** Dissertação (Mestrado em Economia) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2014.

COPPE PIMENTEL, Renê; BORINELLI, Márcio Luiz; SIQUEIRA LIMA, Iran; DE LIMA, Gerlando Augusto S. F. **Financiamento empresarial brasileiro no mercado de dívida de longo prazo.** Enfoque: Reflexão Contábil, v. 27, n. 1, p. 23-36. Universidade Estadual de Maringá. Paraná, 2008.

COSTA, Ana Carla Abrão. **Ensaio em Microeconomia Bancária.** Tese (Doutorado em Economia) - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

CRUZ, Fernando Baptista da. **Composição das dívidas corporativas no Brasil: fatores que explicam a emissão de debêntures.** Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2010.

FIGUEIREDO, Gabriela. **Determinantes da composição do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores de São Paulo: uma abordagem empírica.** Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

LIMA, Mônica R.; BRITO, Ricardo D. **O que Determina a Estrutura de Capital no Brasil?** Encontro Brasileiro de Finanças, v. 3, 2003.

MATOS, Rodrigo Fontenelle Pereira. **O Mercado de Debêntures Brasileiro e as Novas “Debêntures Incentivadas”**. Monografia (Bacharelado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2014.

NETO, Elias Marques de Medeiros; FILHO, Adalberto Simão. **Direito dos Negócios Aplicado Volume I: do Direito Empresarial**. Editora: Almedina. 2015

PIMENTEL, Renê Coppe; PERES, Edna Ferreira; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **O mercado de Debêntures e o Financiamento Produtivo no Brasil: uma Análise de Cointegração e Causalidade**. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 5, n. 11, p. 5-22. Ribeirão Preto, 2011.

RIBEIRO, Filipe Simões. **Determinantes da composição do endividamento das empresas brasileiras: a consideração da maturidade e da fonte de financiamento**. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) - Universidade Federal de Juiz de Fora. Juiz de Fora, 2009.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Administração Financeira**. 8ª Ed., São Paulo: McGrawHill, 2008.

ROZO, J. D.. **Novos Projetos: O que Valoriza mais a Empresa, Recursos Próprios ou de Terceiros? Qual a Proporção Ótima?** Revista Contabilidade e Finanças FIPECAFI – FEA – USP. São Paulo, FIPECAFI, v.16, n. 27, p. 78 - 88, 2001.

SANT’ANNA, André Albuquerque. **Decisões de financiamento via mercado de capitais no período 2004-2006**. Revista do BNDES, Rio De Janeiro, v. 15, n. 30, p. 161-179, 2008.

SHENG, Hsia Hua; SAITO, Richard. **Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro**. Revista de Administração (RAUSP) v.40, n.2, p.193-205. São Paulo, 2005.

SIMON, Pedra Clarice. **Captação de recursos de curto ou longo prazo: análise das principais fontes de recursos disponíveis para as empresas.** Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2009.

Site ANBIMA. Disponível em: <
<http://www.debentures.com.br/espacodoinvestidor/tributacao.asp>>. Acesso em 03/12/2016.

Site ANBIMA. Disponível em: <
http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2014_021.asp#01>. Acesso em 03/12/2016.

Site ANBIMA. Disponível em: <
http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2011_007.asp>. Acesso em 03/12/2016.

Site da Câmara dos Deputados. Disponível em:
 <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1130277&filenome=PL+6322/2013>. Acesso em 11/12/2016.

Site VALOR. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/legislacao/3211454/limitadas-podem-emitir-debentures#ixzz2a9aswkOk>>. Acesso em 11/12/2016.

VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. **As sociedades limitadas e o mercado de capitais. Sociedade Limitada Contemporânea.** São Paulo, 2013. Disponível em: <
<http://ssrn.com/abstract=2264420>> Acessado em 10/12//2016.

WAJNBERG, Daniel. **Cinco anos de debêntures de infraestrutura: uma avaliação de efetividade do instrumento.** Revista do BNDES, n. 44, p. 123-173. Rio de Janeiro, 2015.

ZILIO, André. **Decisão das empresas de realizar IPO e implicações sobre desempenho: uma análise da experiência brasileira.** Dissertação (Mestrado em Ciências) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012.