

**Relatórios Coppead** é uma publicação do Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

**Comissão de Pesquisa**

Angela Rocha  
Paulo Fernando Fleury  
Ricardo Leal

**Gerência de Publicações**

Simone da Rocha Weitzel

**Editoração Eletrônica**

Adriana Baptista Pereira

**Revisão e Copidesque**

Martha Amália Dias de Sá

**Referenciação**

Simone R. Weitzel

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do COPPEAD/UFRJ

Filgueira, Antônio Luís Lima.

Cláusulas de escrituras de debêntures brasileiras após a  
estabilização econômica / Antônio Luís Lima Filgueira e Ricardo P.  
C. Leal. – Rio de Janeiro : UFRJ/COPPEAD, 2000.  
23 p.; 27cm. – (Relatórios Coppead; 334).

ISBN 85-7508-013-X  
ISSN 1518-3335

1. Finanças. I. Leal, Ricardo P. C. II. Título. III. Série.

CDD – 332

**Pedidos para Biblioteca**

Caixa Postal 68514 – Ilha do Fundão  
21941-970 – Rio de Janeiro – RJ  
Telefone: 21-2598-9837  
Telefax: 21-2598-9835  
e-mail: biblioteca@coppead.ufrj.br  
Home-page: <http://www.coppead.ufrj.br>

# Cláusulas de Escrituras de Debêntures Brasileiras Após a Estabilização Econômica

*Antônio Luís Lima Filgueira*

*Ricardo P. C. Leal*

*Este trabalho investiga as principais alterações ocorridas nas cláusulas de debêntures brasileiras, após a estabilização da economia. Foram analisados os termos de 91 contratos de emissão com base em uma amostra selecionada, referentes ao período compreendido entre julho de 1994 (quando da implementação do Plano Real) e dezembro de 1997. Entre as principais modificações no modelo contratual de debêntures brasileiro, verificadas nesta pesquisa, destacam-se: i) menor utilização da indexação à inflação doméstica; ii) utilização mais freqüente de cláusulas de juros remuneratórios com base em taxas flutuantes; iii) redução na proporção de escrituras que utilizam cláusulas de remuneração de prêmio; iv) maior freqüência de cláusulas que prevêem resgate antecipado e menor utilização de cláusulas de repactuação programada; v) maior presença de títulos conversíveis e; vi) aumento da freqüência de cláusulas que restringem compromissos relativos a investimentos e financiamentos. Os resultados obtidos são analisados e discutidos à luz da adaptação do modelo contratual de debêntures brasileiro ao novo ambiente econômico. Finalmente, são elaboradas algumas sugestões para a continuidade da pesquisa na área de contratação financeira.*

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado brasileiro de debêntures vem apresentando um elevado crescimento em volume, bem como novas modalidades vêm sendo acrescentadas ao menu de alternativas hoje utilizadas. As diversas possibilidades de configuração de uma relação débito/crédito permitidas aos títulos emitidos no mercado brasileiro e a reestruturação econômica do país, com novas demandas em setores específicos de nossa economia, poderiam explicar este desempenho.

Identificar as principais influências da estabilidade da economia brasileira e da abertura do mercado interno, sobre o modelo contratual de debêntures brasileiro após a introdução do Plano Real, torna-se relevante para a compreensão do comportamento deste importante mecanismo de captação de recursos, no novo ambiente econômico. Conhecer o impacto desta mudança de cenário sobre as cláusulas contratuais das debêntures emitidas após o Plano de Estabilização, ganha interesse na medida em que se

considera este instrumento financeiro como importante fonte de financiamento e desenvolvimento das empresas estabelecidas no País, bem como meio para atrair o ingresso de capital externo.

Este trabalho, tomando por base os tipos de cláusulas contratuais de debêntures definidos por Anderson (1999)<sup>1</sup>, visa investigar as implicações da estabilidade econômica e da abertura do mercado brasileiro, alcançadas com o Plano Real, em cada uma dessas cláusulas. Pretende-se, através de uma amostra representativa de escrituras de debêntures emitidas entre julho de 1994 e dezembro de 1997, previamente selecionada, examinar os tipos de cláusulas nelas existentes e as possíveis alterações no modelo contratual descrito e analisado por Anderson (1999), ocorridas após a estabilização da economia.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Apesar do recente sucesso do Plano Real - implementado em 1994 -, no que diz respeito à estabilização econômica, a economia brasileira pode ser caracterizada na maior parte das últimas duas décadas, por um quadro de inflação crônica acompanhado por um complexo mecanismo de indexação, instituições frágeis e um Estado interventor. Este ambiente, por sua vez, gera grande incerteza nos agentes econômicos, e penaliza, de forma contundente, contratos financeiros elaborados sem o devido cuidado.

Contudo, o mercado de debêntures brasileiro floresceu ao longo dos últimos anos, a despeito da volatilidade das variáveis macroeconômicas, dos altos custos de transação envolvidos e da fragilidade institucional. Anderson (1999), em artigo original, investigou uma amostra de 50 contratos que regeram as debêntures brasileiras do setor não financeiro, emitidas entre 1989 e 1993. Entre as principais características observadas, destacam-se: 1) mecanismos que diminuem o risco inflacionário para os investidores; 2) cláusulas de vencimento antecipado que permitem oportunidades periódicas para saída ou repactuação; 3) escassez de compromissos que restrinjam decisões de investimentos, financiamentos ou o pagamento de dividendos do emissor; 4) mecanismos de auto-imposição que deixam de lado os recursos públicos (jurídicos), discutivelmente eficientes.

A amostra examinada apresentou evidências sobre a influência da elevada instabilidade econômica na elaboração de cláusulas de vencimento antecipado em lugar de limitações aos acionistas, no que diz respeito aos investimentos, financiamentos e ao

---

<sup>1</sup> Os tipos de cláusulas contratuais de debêntures definidos por Anderson (1999) estão descritos na Seção 2.

pagamento de dividendos. A renegociação periódica e a conversibilidade em ações encontradas em diversos títulos brasileiros, foram associadas à redução dos custos de agenciamento e à menor dependência da imposição jurídica.

Assim como Smith e Warner (1979), Anderson (1999), sustenta a hipótese de contratação dispendiosa para o caso brasileiro. O estudo baseou-se em três linhas de análise: 1) O ambiente econômico brasileiro impõe penalidades à elaboração ineficiente de contratos; 2) Cláusulas de debêntures brasileiras tratam de incontáveis fontes de risco e conflito; 3) Algumas cláusulas poderiam ser resultantes de fatores reguladores institucionais mal entendidos.

Como em muitos mercados emergentes, o ambiente econômico no Brasil mostra-se desfavorável à contratação financeira. Com riscos soberano e político, o País apresentou no período: a) alta inflação; b) volatilidade na atividade do setor de títulos; c) um estado interventor que cria distorções na economia e altera, com frequência, “as regras do jogo”. A inflação, aumenta os custos de contratação financeira, uma vez que os agentes sustentam o risco de manutenção do poder aquisitivo através da indexação, que na opinião de Roe (1979), constitui um meio de reduzir o risco inflacionário, ao custo de aumentar o risco político.

A intervenção do governo, através de controles de preços, torna a indexação dispendiosa. A falta de transparência das informações contábeis no contexto de volatilidade dos indicadores econômicos gera uma assimetria de informações entre credor e emissor, aumentando os custos de emissão de dívida. Para Anderson (1999), os órgãos reguladores brasileiros não proporcionam a mesma garantia de estabilidade encontrada em mercados financeiros de países desenvolvidos, a despeito de suas boas intenções. Segundo Roe (1979), o estado interventor pode desmoralizar as transações econômicas através de sucessivas alterações dos termos contratuais, de forma que a elevação do risco nelas envolvido, faria com que fossem evitadas.

A caracterização acima da economia brasileira sugere que os custos de contratação no Brasil sejam substancialmente superiores àqueles observados nos Estados Unidos. Contudo, o mercado brasileiro de títulos expandiu-se rapidamente após 1987. As 254 emissões registradas no SND entre 1989 e 1993, cujo volume foi de US\$ 9,3 bilhões, representaram um crescimento de 339% no período. Conseqüentemente, surgiu a hipótese de que cláusulas variadas, elaboradas em resposta ao ambiente volátil, explicariam o bom desempenho das debêntures brasileiras observado no período. O exame dessas cláusulas, objeto do referido estudo, contribuiu para o entendimento sobre

a elaboração de contratos financeiros em um ambiente contaminado pela instabilidade econômica e por elevados custos de contratação.

O primeiro grupo de cláusulas identificado foi aquele que age no sentido da diminuição do risco de perda do poder aquisitivo do credor e assegura retornos reais. As cláusulas de indexação foram incorporadas em função da cultura inflacionária adquirida pelo país durante o longo período de convivência com altas taxas de inflação<sup>2</sup>. A adulteração de índices de preços foi prática comum, bem como a constante troca de moedas em sucessivos planos de estabilização econômica mal sucedidos. Tais intervenções tiveram conseqüências diretas sobre a contratação privada, representando um risco extra-contratual para as partes.

Além de proteger os valores através da indexação inflacionária, procurou-se também premiar os portadores de debêntures com retornos reais, de forma a desmotivá-los ao exercício prematuro das cláusulas de vencimento antecipado. Neste sentido, foram utilizadas cláusulas para o pagamento de prêmios, tendo como base, variáveis específicas não correlacionadas às firmas, tais como taxas de juros ou medições de inflação alternativas. Esses prêmios podem ser “exercidos” quando benéficos aos portadores de debêntures. Os emissores, por sua vez, poderão ter maior flexibilidade e menores custos, ao efetivamente restringir estes riscos através das operações no mercado financeiro, utilizando por exemplo, derivativos. As tesourarias das empresas brasileiras parecem ter demonstrado bastante acuidade financeira a este respeito.

Apesar das cláusulas analisadas objetivarem proteger e prover alguma remuneração aos recursos dos investidores de debêntures brasileiras, são as cláusulas de vencimento antecipado – o segundo grupo identificado - aquelas que agregam maior valor aos títulos emitidos num ambiente de extrema incerteza. O vencimento contingente é encontrado em quase todas as emissões investigadas pela amostra, fornecendo grande flexibilidade às partes nos contratos para renegociação, resgate antecipado ou conversibilidade em ações das debêntures emitidas. Por tratar-se de um instrumento financeiro de longo prazo, não seria exagero afirmar a grande importância destas cláusulas nos contratos brasileiros de debêntures.

As cláusulas de recontração dão aos investidores opções de venda não qualificadas, que podem ser exercidas se os termos revisados não forem aceitos. Sua utilização é válida num ambiente repleto de conflitos em potencial entre acionistas e credores. O direito dos portadores de debêntures de exigir periodicamente o resgate, por

---

<sup>2</sup> A partir da Lei nº 4.728, de 14/7/65, foi permitido o uso de cláusulas com correção monetária na emissão de valores mobiliários.

sua vez, limita severamente o tempo em que uma firma emissora poderia tomar decisões sobre investimentos, financiamentos e dividendos, que beneficiariam seus acionistas em detrimento dos credores da empresa. O segundo papel da reconstrução é que permite que os termos sejam periodicamente ajustados de acordo com as condições de mercado e o risco associado à firma. Além disso, também possibilita ao emissor forçar um resgate antecipado ao colocar termos propositadamente inadequados.

Uma característica que distingue os títulos conversíveis é uma menor sensibilidade do preço do título a informações assimétricas sobre o risco da firma, daí estarem mais propensos a serem utilizados por empresas de maior risco. Normalmente, é incluída a proteção contra a diluição das ações durante o direito de conversão e outorga a subscrição preferencial de ofertas adicionais à participação acionária. Menos frequentes, porém, foram o pagamento de prêmio com base na inflação ou em taxas de juros alternativas, e a existência de repactuação programada nestes títulos.

Finalmente, além das três formas de cláusulas de vencimento antecipado (conversibilidade, repactuação e resgate antecipado), as debêntures brasileiras podem ter seu vencimento antecipado pelo direito de quase todos os emissores de adquiri-las no mercado secundário a um preço que não exceda o seu valor nominal, acrescido da remuneração acumulada. O vencimento prematuro dos títulos pode ocorrer também em caso de dificuldades financeiras ou da falta de cumprimento das cláusulas por parte do emissor, bem como na existência de um evento de risco, como uma troca de controle acionário ou intervenção governamental.

Um terceiro grupo de cláusulas são as de compromissos restritivos, que visam impedir ações gerenciais que poderiam implicar na transferência de riqueza dos portadores de debêntures para outras partes envolvidas. Entre elas, está a limitação ao pagamento de dividendos, que segundo Smith e Warner (1979), protege contra a redução o valor dos ativos sob o controle de uma firma, reduzindo a probabilidade de inadimplência. A fraca presença de limitação ao pagamento de dividendos na maioria das debêntures brasileiras pode ser atribuída à existência de cláusulas de vencimento antecipado. A possibilidade de vencimento a curto prazo, tornaria menos provável a liquidação de ativos de forma dispendiosa por parte do emissor para obter recursos destinados ao pagamento de dividendos. A análise dos títulos brasileiros constatou este tipo de limitação apenas na ocorrência de problemas de liquidez, notadamente quando houver atraso no pagamento de qualquer direito do debenturista.

As cláusulas que restringem compromissos relativos à política de investimentos representam 48% da amostra brasileira. De forma genérica, limitam-se a procurar

garantir que a política de investimento siga os objetivos previamente definidos pela empresa. Algumas limitam ou requerem investimento de alguma maneira, enquanto outras proíbem a alienação de ativos. Existem ainda aquelas que disparam o vencimento acelerado no caso de alteração do controle acionário e também as que exigem a condução das operações de maneira zelosa e dentro de padrões determinados. O valor que as firmas dão à flexibilidade da política de investimentos tende a ser maior do que aquele dado aos compromissos com os investidores. Este resultado parece mostrar a cláusula de vencimento antecipado como sendo menos dispendiosa do ponto de vista da firma, do que aquelas que restringem os investimentos.

A reconstrução ao estilo brasileiro pode ser conceituada como análoga a uma oportunidade de um emissor resgatar um título e refinanciá-lo a um custo relativamente baixo. As firmas brasileiras estão propensas a dar um alto valor à flexibilidade em detrimento de serem obrigadas a incorrer em elevados custos de agenciamento para refinanciamento da dívida. A evidência empírica mostrou que os contratos financeiros são amplamente auto-definidos e auto-executáveis. Logo, seu grau de auto-imposição parece estar inversamente relacionado à eficiência do judiciário. As firmas brasileiras, que estão em desvantagem em relação às suas concorrentes em outros países na busca de capital externo em função da volatilidade do ambiente econômico e institucional, apresentaram elasticidade e imaginação para superar os obstáculos. Contudo, segundo Anderson (1999), os *policy-makers* devem preservar a liberdade e a variedade de escolhas e alternativas contratuais.

### 3 METODOLOGIA

A amostra analisada neste trabalho tomou como base as emissões públicas de debêntures registradas na CVM – Comissão de Valores Mobiliários e no SND – Sistema Nacional de Debêntures<sup>3</sup> da ANDIMA, com data de emissão entre julho de 1994 até dezembro de 1997. Do total de 255 emissões (compostas por 549 séries) ocorridas no período - que corresponderam a um volume emitido de US\$ 29,73 bilhões -, foram selecionadas 91 emissões, somando um volume de US\$ 9,82 bilhões (R\$ 9,47 bilhões), ou 33,03% do total. Vale notar que o volume total de emissões no período, representa 73,84% dos US\$ 40,26 bilhões registrados desde a criação do SND, em 1988, até o

---

<sup>3</sup> A Instrução nº 202, da CVM, de 06/12/93, torna obrigatório o registro prévio naquela Autarquia para a negociação de valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. A maior parte das negociações no mercado secundário de debêntures brasileiro ocorre no SND, onde o volume de emissões registradas entre 1994 e 1997, correspondeu a 93,8% do total, tomando-se por base a data de emissão do título.

final de 1997, e que, ao final deste último ano, foi alcançado o recorde de participação do volume registrado em um único ano – 23%.<sup>4</sup> O prazo médio de vencimento foi de 4,76 anos, excluindo-se deste cálculo as escrituras de emissão da Mesbla S.A. e Odebrecht S.A., cujo prazo de vencimento não é definido.

Em alguns casos (Marsiaj S.A. (1994), Petroflex S.A. (1995), Nova América S.A. (1995) e Embraer (1995/1996)), foram observadas em uma mesma escritura de emissão de debêntures, séries com características distintas. Como solução, optou-se por efetuar o registro independente das características particulares de cada série, como forma de capturar todas as variações utilizadas pelos emissores na montagem deste instrumento financeiro. Desta forma, os 91 contratos de debêntures geraram 96 registros, número total utilizado na análise dos resultados.

Do total de 255 escrituras, foram excluídas: 1) as emissões de instituições financeiras (81); 2) as debêntures com participações nos resultados da companhia emissora (45); 3) aquelas realizadas por sociedades de objeto exclusivo (15); e 4) aquelas canceladas (23). Com relação às características (1) e (3), as emissões não foram consideradas para efeito deste estudo por possuírem cláusulas de atualização monetária, juros, prêmio e de vencimento contingente, geralmente correspondentes aos fluxos de caixa a que se destinam financiar, previamente definidos, que nem sempre refletem o ambiente econômico em que são criadas. As debêntures com a característica (2), por sua vez, foram excluídas devido à semelhança com ações preferenciais - particularmente no caso das perpetuidades -, o que lhes confere poucas características de instrumento de dívida, podendo gerar desvios na obtenção dos resultados. Finalmente, as emissões canceladas não foram incluídas na amostra uma vez que sua estrutura contratual, por razões muitas vezes desconhecidas, não foi testada através da sua colocação em mercado.

O critério de análise das cláusulas de debêntures que compõe a amostra baseou-se no trabalho de Anderson (1999), sendo entretanto, adaptado para ajustar-se ao novo perfil econômico e ao arcabouço legal do País, introduzido pelo Plano Real. Neste sentido, destaca-se a inclusão dos juros, na categoria das cláusulas que definem a remuneração do papel. Tal decisão se justifica na medida em que o uso da atualização monetária foi restringido por força legal (Decisão-Conjunta Bacen/CVM nº 3), tornando mais freqüente e criativa a utilização do parâmetro de juros nos contratos analisados. Para isso, foi necessária efetuar a classificação das cláusulas de remuneração de juros

---

<sup>4</sup> Boletim Técnico de Debêntures – 3º Quadrimestre 1997 – ANDIMA.

presente nos 50 contratos da amostra estudada por Anderson (1999), de acordo com o novo critério adotado. Ainda no que se refere às cláusulas que tratam da remuneração das debêntures, foi incluída a característica denominada “A1 – Nenhuma Indexação”, para permitir também uma classificação dos resultados mais próxima da realidade observada nesta pesquisa.

Com relação às cláusulas de vencimento antecipado, incluiu-se - apenas com o intuito de aumentar os subsídios para a futura análise -, a característica denominada “D4 – Repactuação programada e Provisão para resgate”. Ela nada mais é do que a verificação do número de contratos estudados na amostra, que possui ambas características: “D2 - Repactuação programada” e “D3 - Provisão para resgate”.

O método utilizado consistiu em classificar os contratos (Instrumento Particular de Escritura de Emissão de Debêntures), de acordo com um critério previamente estabelecido. Em seguida realizou-se a contagem da frequência observada para cada característica das cláusulas contratuais, estabelecendo-se o percentual das observações em relação ao total de registros da amostra. Os dados obtidos são confrontados com os resultados obtidos por Anderson (1999).

Com o objetivo de proporcionar a noção de significância entre as diferenças dos resultados obtidos nesta pesquisa e aqueles encontrados por Anderson, foi utilizada, a função CRIT.BINOM - do programa Excel -, para encontrar o menor e o maior valor para os quais a distribuição binomial cumulativa é maior ou igual ao valor padrão (encontrado na amostra). Esta função utiliza como parâmetros o número de tentativas Bernoulli (nesta amostra definido como 96), a probabilidade de sucesso em cada tentativa (percentual encontrado por Anderson para cada categoria de cláusula definida) e alfa (função do intervalo de confiança bilateral previamente definido). Utilizou-se um intervalo de confiança bilateral de 5%, 2,5% para cada lado. Desta forma, o valor de alfa para aferir o maior valor foi de 0,975, enquanto que para o menor valor foi de 0,025. Os valores encontrados na amostra, fora do intervalo estabelecido entre o maior e o menor valor retornados pela função CRIT.BINOM, foram interpretados como significativamente diferentes dos resultados obtidos por Anderson (1999).

**Quadro 1 - Distribuição da Amostra de Debêntures de Empresas Brasileiras (por ano de emissão)**

Ano de Emissão	Total das debêntures brasileiras emitidas por ano (registradas no SND)		Número de registro de debêntures da amostra			Valor da amostra em US\$ milhões	Número da amostra como porcentagem das emissões registradas	Valor das debêntures como porcentagem das emissões registradas
	Número	Valor em US\$ milhões	Simples	Convertível	Total			
(*)1994	27	3.514,00	5	11	16	2.336,0	59%	66%
1995	78	7.819,00	13	15	28	1.853,0	36%	24%
1996	88	10.154,0	20	14	34	3.134,0	39%	31%
1997	62	8.243,00	10	8	18	2.497,0	29%	30%
Total	255	29.730,0	48	48	96	9.820,0	38%	33%

(\*) Refere-se somente ao segundo semestre de 1994

#### 4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As três características básicas que regem a remuneração deste papel, previstas nos contratos analisados da amostra são: a atualização monetária ou indexação (A), os juros remuneratórios (B) e os parâmetros de prêmio (C). A classificação definida por Anderson (1999), todavia, não incluiu a segunda característica. Uma possível explicação para esta ausência, seria a preocupação em focalizar sua análise em cláusulas que indexam o valor nominal da debênture à uma medição da inflação, com o intuito de proteger o capital do investidor da elevada volatilidade de preços - caracterizada no período compreendido naquela pesquisa -, e na garantia de retorno real através do estabelecimento de cláusulas de prêmio específicas. Uma vez que a indexação era amplamente utilizada e permitida pela legislação, os juros remuneratórios, particularmente os flutuantes, desempenhavam um papel secundário na remuneração do papel, já que não asseguravam proteção nem retornos positivos para os investimentos em debêntures.

O programa de estabilização econômico, por sua vez, ao estabelecer uma ampla desindexação da economia como importante mecanismo de combate à inflação, acabou produzindo efeitos sobre a regulamentação da remuneração das debêntures. Embora somente publicado 19 meses após a implementação do Plano Real, o inciso IV, do artigo 1º, da Decisão-Conjunta Bacen/CVM nº 3, de 7/2/96, limitou a utilização de cláusulas de atualização monetária com base em índice de preços para o prazo mínimo de um ano para o vencimento ou período de repactuação.

Com efeito, com base na Tabela 1 pode-se observar que as cláusulas de indexação à inflação (A2), ao terem sua utilização restringida pelo normativo supracitado, passaram a ser substituídas nos contratos elaborados a partir de março de 1996, por cláusulas do tipo (B4) que contêm juros remuneratórios compostos por uma parcela fixa (*spread*), adicionada a uma taxa de juros flutuante. Vale observar que o prazo mínimo para vencimento ou período de repactuação nas debêntures que utilizam taxas de juros flutuantes, - estabelecido pelo item III, do artigo 1º, da Decisão-Conjunta Bacen/CVM nº 3 -, é de 120 dias, menor portanto, do que aquele estabelecido para a atualização com base em índice de preços.

Esta mudança no perfil dos contratos de debêntures analisados na amostra pode ser percebida claramente. As cláusulas com indexação à inflação (A2) foram observadas em 59% das escrituras, inferior aos 88% encontrados por Anderson (1999). Pode-se afirmar, utilizando a distribuição binomial cumulativa, que as 57 observações registradas (59% do total) representam um resultado significativamente diferente daquele obtido na pesquisa anterior, indicando a menor utilização de cláusulas de atualização monetária, uma vez que o valor mínimo retornado pela função CRIT.BINOM (78), é superior ao encontrado.

Da mesma forma, a presença de cláusulas de juros flutuantes, adicionados a uma parcela fixa (*spread*) (B4) - que respondeu por 34% do total da amostra contra apenas 2% nos contratos examinados por Anderson (1999) -, foi significativamente superior neste último período. As 33 observações superam, com folga, o intervalo estabelecido pela função estatística empregada, que para esta categoria teve como valor máximo cinco, e mínimo, zero.

Com relação às cláusulas de remuneração de juros, merece ainda destaque sua maior utilização após a estabilização da economia brasileira. Este fenômeno pode ser verificado através do comportamento categoria B1 - nenhuma remuneração de juros. Das três observações registradas, duas o foram no início do período compreendido pela amostra, ou seja, próximas ao passado inflacionário, então recente. Este número, fora do intervalo definido pela distribuição binomial cumulativa, é significativamente diferente do resultado obtido por Anderson (1999), confirmando, assim, esta evidência. Este resultado deve ser atribuído, principalmente ao aumento verificado na utilização de cláusula de juros flutuantes adicionados de *spread* (B4).

**TABELA 1**  
**Cláusulas que diminuem o risco de poder aquisitivo**

		Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM		SIG
		Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	
<b>A</b>	<b>Atualização Monetária</b>							
A1	Nenhuma indexação	<b>39</b>	<b>41%</b>	0	0%	*	*	<b>Maior</b>
A2	Indexação à inflação	<b>57</b>	<b>59%</b>	44	88%	90	78	<b>Menor</b>
A3	Indexação à variação cambial	<b>0</b>	<b>0%</b>	6	12%	18	6	Menor
TOTAL		<b>96</b>	<b>100%</b>	50	100%			
		Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM		
		Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	SIG
<b>B</b>	<b>Juros Remuneratórios</b>							
B1	Nenhuma cláusula de remuneração de juros	<b>3</b>	<b>3%</b>	16	36%	44	26	<b>Menor</b>
B2	Juros fixos	<b>55</b>	<b>57%</b>	25	56%	63	44	Mesma
B3	Juros flutuantes	<b>5</b>	<b>5%</b>	3	7%	12	2	Mesma
B4	Juros flutuantes adicionados à parcela de juros fixos (spread)	<b>33</b>	<b>34%</b>	1	2%	5	0	<b>Maior</b>
TOTAL		<b>96</b>	<b>100%</b>	45	100%			
		Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM		
		Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	SIG
<b>C</b>	<b>Remuneração de prêmio</b>							
C1	Nenhuma cláusula de remuneração de prêm	<b>46</b>	<b>48%</b>	8	16%	23	9	<b>Maior</b>
C2	Prêmio permitido, porém não especificado	<b>4</b>	<b>4%</b>	12	24%	31	15	<b>Menor</b>
C3	Prêmio com base em juros fixos adicionais	<b>7</b>	<b>7%</b>	9	18%	25	10	<b>Menor</b>
C4	Prêmio com base em juros flutuantes	<b>8</b>	<b>8%</b>	7	14%	20	7	Mesma
C5	Prêmio com base em juros flutuantes ou com base em indexação à inflação alternativa	<b>31</b>	<b>32%</b>	14	28%	36	18	Mesma
TOTAL		<b>96</b>	<b>100%</b>	50	100%			

Nota:

SIG =Significância estatística do resultado obtido em função do intervalo de confiança definido pela distribuição binomial.

(\*) A função CRIT.BINOM não define intervalo com os valores de máximo e mínimo para probabilidades igual a zero.

As cláusulas que definem os parâmetros de prêmio passaram a ser menos utilizadas após o Plano Real. Este resultado pode ser verificado através do elevado número de observações (46 – ou 48% do total) encontradas para a categoria (C1) – nenhuma cláusula de remuneração de prêmio. Este número encontra-se acima do limite superior do intervalo de significância retornado pela função CRIT.BINOM (23). Reforçando esta evidência, o resultado obtido para a categoria (C2) – prêmio permitido porém não especificado -, (4 ou 4% do total) é significativamente menor do que o encontrado por Anderson (1999).

No período de inflação elevada, as cláusulas de remuneração de prêmio forneciam a prerrogativa de remuneração adicional ao papel, com vistas à adequação da rentabilidade das debêntures às condições de mercado, de forma a garantir um retorno real. Com o advento da estabilização econômica, ela tornou-se menos usual.

O vencimento contingente foi descrito por Anderson (1999) como sendo a cláusula mais importante das debêntures brasileiras. Ele pode se dar através da conversibilidade (C) por outros papéis (ex.: ações, bônus de subscrição, notas promissórias ou nova emissão de debêntures do próprio emissor ou de terceiros)<sup>5</sup>, da ausência de acordo na repactuação dos termos do contrato (D2), ou do resgate antecipado (D3).

Os resultados obtidos para as cláusulas referentes a vencimento antecipado são apresentados na Tabela 2. A primeira informação que deve merecer atenção diz respeito ao aumento da frequência de emissões com cláusulas de conversibilidade em ações e a conseqüente diminuição das emissões simples (não conversíveis) em relação à amostra anterior. Os números apresentados evidenciam que as observações encontradas (fora do intervalo de significância estatística), atestam a diferença dos resultados obtidos por Anderson (1999).

Um dos aspectos que diferenciam as debêntures conversíveis das simples da amostra, diz respeito à frequência com que se observam as cláusulas de repactuação programada em cada uma. Nesta pesquisa, 20,8% das debêntures conversíveis contêm cláusula de repactuação programada, contra 31,3% dos títulos simples, o que poderia sugerir que uma cláusula de conversão substitui o ajuste dos termos contratuais através da repactuação programada. No entanto, essa diferença pode ser considerada pequena se comparada ao resultado anterior: 33,3% contra 84,4%. Além disso, o número de debêntures simples da amostra com cláusula de repactuação programada (15) foi significativamente menor em relação à amostra analisada por Anderson (1999), conforme pôde ser verificado estatisticamente. O mesmo resultado pode ser atribuído a (D4) – provisão para resgate antecipado e repactuação programada -, no caso das debêntures simples.

Vista de outra forma, a relação entre as emissões de debêntures conversíveis e a presença de cláusulas de vencimento contingente, tomando por base os resultados desta investigação, não confirma tal hipótese. Todas as emissões conversíveis continham cláusula de vencimento antecipado, seja através de provisão para resgate antecipado ou repactuação programada (D5). Deve-se notar que houve um aumento da utilização de cláusulas que tratam de vencimento antecipado nas debêntures conversíveis e que este resultado é significativamente diferente daquele obtido por Anderson (1999).

---

<sup>5</sup> Para efeito de classificação, foram consideradas debêntures conversíveis somente aquelas conversíveis em ações.

Outra diferença apontada por Anderson (1999), pela qual as debêntures conversíveis pagariam menos freqüentemente prêmio com base em taxas de juros flutuante e indexação à inflação alternativa (C5), sugerindo que a cláusula de conversão substituiria as taxas de juros flutuantes, não foi observada. Ao contrário, 18 (ou 37,5%) das emissões conversíveis apresentaram as referidas cláusulas de remuneração de prêmio, contra apenas 13 (ou 27,08%) dos títulos simples durante o período.

De modo geral e com base nos resultados obtidos Tabela 2, pode-se afirmar que aumentou a presença de cláusulas de vencimento antecipado em relação ao trabalho anterior. Isto porque apenas uma escritura (1% do total) não apresentou cláusulas de vencimento antecipado (D1). Tal resultado, deve ser atribuído à maior utilização (significativa) de cláusulas de provisão para resgate (D3) – com 94 observações (97,9% do total) -, contra 60% na pesquisa anterior.

TABELA 2  
Cláusulas de vencimento antecipado

		Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM			
TIPO		Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	SIG.	
SIMPLES		48	50,0%	32	64%	70	52	Menor	
CONV.		48	50,0%	18	36%	44	26	Maior	
TOTAL		96	100,0%	50	100%				
Emissões		SIMPLES		Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM	
		Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	SIG.	
D1	Nenhum vencimento antecipado	1	2,1%	2	6,3%	7	0	Mesma	
D2	Repactuação programada	15	31,3%	27	84,4%	45	35	Menor	
D3	Provisão para resgate antecipado	47	97,9%	22	68,8%	39	27	Maior	
D4	Provisão para resgate antecipado e repactuação programada	15	31,3%	19	63,3%	37	24	Menor	
D5	Provisão para resgate antecipado ou repactuação programada	47	97,9%	30	93,8%	48	41	Mesma	
TOTAL		48	50,0%	32	64%				
Emissões		CONVERSÍVEIS		Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM	
		Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	SIG.	
D1	Nenhum vencimento antecipado	0	0,0%	7	38,9%	25	12	Menor	
D2	Repactuação programada	10	20,8%	6	33,3%	23	10	Mesma	
D3	Provisão para resgate antecipado	47	97,9%	8	44,4%	28	15	Maior	
D4	Provisão para resgate antecipado e repactuação programada	9	18,8%	3	27,3%	19	7	Mesma	
D5	Provisão para resgate antecipado ou repactuação programada	48	100,0%	11	61,1%	36	23	Maior	
TOTAL		48	50,0%	18	36%				
Emissões		TOTAL		Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM	
		Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	SIG.	
D1	Nenhum vencimento antecipado	1	1,0%	9	18,0%	25	10	Menor	
D2	Repactuação programada	25	26,0%	33	66,0%	72	54	Menor	
D3	Provisão para resgate antecipado	94	97,9%	30	60,0%	67	48	Maior	
D4	Provisão para resgate antecipado e repactuação programada	24	25,0%	25	61,0%	68	49	Menor	
D5	Provisão para resgate antecipado ou repactuação programada	95	99,0%	41	82,0%	86	71	Maior	
TOTAL		96	100,0%	50	100%				

Notas:

(a) SIG. = Significância estatística do resultado obtido em função do intervalo de confiança definido pela distribuição binomial.

(b) D5 = Nº Total - D1.

(c) D4 = D2 + D3 - D5.

Inversamente, observou-se uma redução global da utilização de cláusulas de repactuação programada (D2). Com 25 observações (ou 26% do total), este resultado mostrou-se também estatisticamente diferente daquele obtido para a amostra anterior. Este efeito poderia ser atribuído à estabilização econômica, que teria tornado menos necessária a revisão periódica dos termos contratuais. Por outro lado também, a fixação do prazo mínimo de um ano para vencimento ou período de repactuação para as debêntures com remuneração com base em taxa de juros fixa (B2) e atualização monetária (A2) - através do inciso IV, do artigo 1º da Decisão-Conjunta nº 3 -, poderia estar também associada a menor utilização das mesmas, após a edição do referido normativo em 7/2/96. Nem mesmo os custos de emissão, geralmente elevados, parecem ter estimulado o estabelecimento de cláusulas de recontratação como forma de evitá-los.

Outra explicação para a utilização da recontratação periódica é o risco associado à taxa de juros. Pode-se argumentar que o ambiente econômico brasileiro ainda gera alto grau de incerteza - função das constantes mudanças das regras vigentes - e que, portanto, induz a maior presença de recontratação periódica como forma de flexibilizar os termos de uma escritura de debêntures, enquanto instrumento financeiro de longo prazo. No entanto, foi notada a presença de cláusulas que prevêem remuneração com base em taxas de juros flutuantes em 20 das 25 (80%) emissões com repactuação programada. Este resultado é coerente com aquele apresentado por Anderson (1999).

Além das oportunidades implícitas para se efetuar o resgate à época da recontratação programada, todas as debêntures da amostra contêm alguma provisão explícita para resgate antecipado. Contudo, para efeito de análise e coerência com a pesquisa realizada por Anderson (1999), foram consideradas como provisão para resgate antecipado (D3), apenas as cláusulas que se referiam especificamente ao resgate facultativo por parte do emissor. As cláusulas que prevêem vencimento antecipado, em função do descumprimento de alguma compromisso assumido na escritura de emissão, bem como, as cláusulas de aquisição facultativa a preço de mercado (com base no § 2º, do artigo 55, da Lei 6.404/76), não foram considerados na classificação das cláusulas de provisão para resgate antecipado.

As cláusulas de vencimento antecipado, com a presença simultânea das duas características no mesmo papel (D4) em 24 das emissões (ou 25% do total), ainda que tenha sido significativamente reduzido em relação à amostra anterior, evidencia que elas não são substitutas perfeitas. Assim como as debêntures líquidas pelos portadores que não chegaram a um acordo por ocasião da repactuação programada, - e que podem ser vendidas a terceiros -, o resgate termina com a liquidação do título, tornando necessária

nova emissão para seu refinanciamento, caso seja de interesse do emissor. Desta forma, o resgate antecipado é mais dispendioso do que o resgate implícito através de renegociação. Uma outra característica que distingue a provisão para resgate antecipado da repactuação programada, é que, nesta última, o prazo para o resgate é mais facilmente controlado pelo emissor.

Com o intuito de proteger os investidores contra ações gerenciais que resultem na transferência de riqueza para terceiros, muitas vezes são elaborados compromissos para restringir tais possibilidades. Eles podem se dar através de cláusulas que restringem a política de dividendos (E), de investimento (F) ou de financiamento (G), limitando a existência de desvios dada política de maximização do valor da firma, como através do subinvestimento ou da substituição de ativos.

Segundo Smith & Warner (1979), o pagamento de dividendos reduz o valor dos ativos sob o controle da firma e diminui o valor esperado da debênture na data de vencimento, tornando mais provável a inadimplência. No limite, o pagamento de dividendos poderia deixar o portador do título com direito sobre uma empresa sem valor. A limitação ao pagamento de dividendos restringe a capacidade da empresa de pagar dividendos ou proceder outras distribuições aos seus acionistas. Ele é bastante freqüente entre as debêntures brasileiras, respondendo por 73% do total no período analisado, pouco mais do que os 68% registrados pela pesquisa anterior.

Conforme verificado na Tabela 3, a seguir, 67 emissões (70% do total) apresentam, isolada ou conjuntamente apenas uma fraca proibição ao pagamento de dividendos – quando o emissor encontra-se em atraso no pagamento aos debenturistas - (E2), restrições ao pagamento de dividendos em função de variáveis contábeis (E3) ou outras que se referem ao fluxo de caixa para as partes relacionadas (E4). Tal limitação não restringe a distribuição de dividendos, por exemplo, nas datas que precedem o pagamento de quaisquer obrigações do título. Ainda assim, o pagamento mínimo de dividendos requerido pela legislação societária como um percentual do lucro líquido é geralmente garantido, mesmo quando o emissor está em atraso com seus compromissos. De forma geral, a habilidade do emissor em pagar dividendos é bastante ampla.

TABELA 3  
Cláusulas com compromissos restritivos

	Resultados		1989 - 1993		CRIT.BINOM		SIG.
	Nº	%	Nº	%	MÁX.	MÍN.	
E Compromissos relativos a dividendos							
E1 Nenhum	26	27%	16	32%	40	22	Mesma
E2 Nenhum pagamento de dividendo devido quando em atraso nos pagamentos aos debenturistas	67	70%	34	68%	74	56	Mesma
E3 Restrições ao pagamento de dividendos em função de variáveis das demonstrações contábeis	4	4%	4	8%	13	3	Mesma
E4 Outras restrições ao fluxo de caixa para as partes relacionadas	10	10%	1	2%	5	0	Maior
F Compromissos relativos a investimentos							
F1 Nenhum	28	29%	26	52%	59	40	Menor
F2 Manter seguros para as propriedades	35	36%	16	32%	40	22	Mesma
F3 Proibição de operações além do objeto social da empresa	36	38%	14	28%	36	18	Mesma
F4 Investimento limitado ou referido	12	13%	4	8%	13	3	Mesma
F5 Vencimento acelerado no evento de mudança na propriedade e/ou controle acionário do emissor	19	20%	5	10%	16	4	Maior
F6 Restrição ao controle por parte do emissor sobre o ativo garantido	31	32%	6	12%	18	6	Maior
F7 Proibição à alienação de ativos capitais	5	5%	2	4%	8	1	Mesma
F8 Conduzir as relações com zelo e/ou observar regulamentos padrões	7	7%	4	8%	13	3	Mesma
G Compromissos relativos a financiamentos							
G1 Nenhum	30	31%	40	80%	84	69	Menor
G2 Restrições à dívida adicional	15	16%	2	4%	8	1	Maior
G3 Garantias de terceiros sobre a dívida	23	24%	8	16%	23	9	Mesma
G4 Dívida privilegiada	15	16%	7	14%	20	7	Mesma
G5 Direito de troca por novas emissões de dívida	42	44%	2	4%	8	1	Maior

Nota:

(a) SIG. = Significância estatística do resultado obtido em função do intervalo de confiança definido pela distribuição binomial.

Apenas quatro emissões da amostra (4%) apresentaram limitações de dividendos mais precisas. Elas estão associadas a parâmetros contábeis como o índice de liquidez corrente, a razão do passivo circulante sobre o patrimônio líquido, entre outros. Apesar dos direitos de conversão serem as vezes caracterizados como substitutos à limitação à distribuição de dividendos, assim como na amostra estudada por Anderson (1999), todas as debêntures conversíveis, analisadas neste trabalho, contém restrição ao pagamento de dividendos.

Anderson (1999) sugere que a ausência ou a fraca limitação aos dividendos nas debêntures brasileiras poderia ser explicada pela forte presença das cláusulas de vencimento antecipado. Isto porque, sendo a debênture um título de longo prazo, as opções de venda periódicas podem reduzir a vida útil do papel. Sendo a liquidação dos ativos da firma, dentro de um curto período, suficientemente dispendiosa para os acionistas, seria melhor que não vendessem ativos da empresa para financiar o pagamento de dividendos. Por outro lado, o elevado custo do vencimento antecipado de títulos para os emissores que possuem alto grau de endividamento, por si só já reduziria a necessidade de restrições aos compromissos relativos a dividendos. A principal diferença

observada entre as duas amostras diz respeito às outras restrições ao fluxo de caixa para as partes relacionadas (E4). Com 10 observações (10% do total), este resultado mostrou estatisticamente um aumento da utilização de restrições variadas.

Diversos compromissos presentes nas cláusulas das emissões de debêntures limitam as decisões sobre investimentos nas empresas. Entre elas, a utilização de seguros para as propriedades (F2), restrições às operações fora do objeto social da empresa (F3), vencimento acelerado ao evento de mudança na propriedade e/ou controle acionário do emissor (F5), restrições ao controle do emissor sobre ativos utilizados como garantia (F6), vedação à alienação de ativos (F7) e, finalmente, compromissos com a manutenção adequada dos ativos e a observação de regulamentos inerentes à atividade do emissor (F8). A principal característica observada nesta amostra, no que se refere à política de investimento, é o aumento global, em relação ao trabalho anterior, da utilização de cláusulas com compromissos restritivos. Sessenta e oito das noventa e seis observações (71% do total), apresentaram alguma limitação aos investimentos por parte do emissor. Este resultado é significativamente diferente daquele encontrado por Anderson (1999), uma vez que o número de observações (28) com a característica (F1) – nenhum compromisso relativo à política de investimentos –, encontra-se fora do intervalo estabelecido pela função CRIT.BINOM para a mesma.

Desta forma, o aumento verificado na utilização de cláusulas que restringem a política de investimentos estaria reforçando o argumento de que essas limitações são mais frequentes em ambientes econômicos com maior estabilidade. A flexibilidade da política de investimentos estaria então sendo substituída pelos compromissos assumidos com os investidores.

Os requerimentos padronizados sobre seguros para as propriedades (35 debêntures ou 36% do total) e compromissos de não realizar operações fora do objeto social da empresa (36 debêntures ou 38% do total), continuaram a predominar como as principais restrições à política de investimentos. Contudo, o vencimento acelerado no evento de mudança de propriedade e/ou controle acionário (19 debêntures ou 20 % do total) e a restrição ao controle do emissor sobre os ativos objeto de garantia (31 debêntures ou 32 % do total) tiveram sua utilização aumentadas e com resultados estatisticamente significantes, como pode ser observado na Tabela 3.

As cláusulas que restringem a política de financiamentos são utilizadas para evitar a diluição de direitos dos portadores de títulos se outros, de maior ou igual prioridade, vierem a ser emitidos posteriormente. Entre as características analisadas, encontram-se

aquelas que vedam a emissão de dívida adicional (G2), referem-se à garantia de terceiros sobre a dívida (G3), tratam de algum privilégio para os portadores de títulos (G4), ou garantem o direito de troca por novas emissões de títulos, tais como ações, bônus de subscrição, ou mesmo debêntures, que a empresa venha a emitir.

Como verificado na Tabela 3, ocorreu uma redução estatisticamente significativa nas observações (30 debêntures ou 31% do total) – que não registraram nenhum compromisso relacionado à política de financiamento (G1) -, 80% na amostra anterior. Este resultado pode ser atribuído ao crescimento da utilização de cláusulas com restrição à dívida adicional (G2) (15 debêntures ou 16% do total), das garantias de terceiros sobre a dívida (G3) (23 debêntures ou 24 % do total)<sup>6</sup>, e principalmente, ao significativo incremento do uso do direito de troca para novas emissões de dívida (G5) (42 debêntures ou 44% do total).

Este último resultado pode ser associado ao aumento do número de emissões conversíveis, uma vez que as cláusulas que asseguram o direito de troca por novas emissões são tipicamente encontradas nas debêntures conversíveis (37 debêntures ou 84% dos casos). Para Anderson (1999), tais direitos parecem proteger contra a diluição da opção de conversão. Novamente, o incremento da utilização de compromissos relativos ao financiamento parece estar associado à estabilização econômica. Esta afirmativa é consistente com a percepção daquele autor para quem essas cláusulas seriam mais comuns nas emissões de títulos norte-americanos do que na amostra brasileira examinada à época. Ele tomou por base a pesquisa de Begley (1991), onde 70% das emissões americanas apresentaram restrições às dívidas adicionais seguradas. Desta forma, a economia brasileira, então caracterizada pela instabilidade, solucionava o problema da diluição de direitos através da utilização mais freqüente da repactuação programada. A mudança no ambiente econômico, contudo, tornou o modelo contratual de debêntures brasileiro com características mais próximas das economias estáveis

## 5 CONCLUSÃO

As diversas formas que as escrituras de emissão de debêntures podem apresentar – em função das cláusulas nelas utilizadas -, demonstram a flexibilidade deste ativo face às alterações no ambiente econômico e regulatório. Desta forma, o estudo do modelo

---

<sup>6</sup> Embora o número de observações (23) esteja no limite superior ao intervalo definido pela função CRIT.BINOM, este resultado não pode ser considerado estatisticamente diferente daquele encontrado por Anderson (1999).

contratual de debêntures no Brasil torna-se um importante instrumento para a análise e o melhor entendimento sobre os seus mecanismos de resposta às mudanças, e consequentemente, para o desenvolvimento deste mercado.

Em linhas gerais, pode-se dizer que este trabalho alcançou os objetivos propostos, ao identificar as principais mudanças ocorridas nas escrituras de debêntures após a estabilização econômica. Foi possível observar, à luz das alterações do ambiente legal e econômico registradas no decorrer do período estudado, as respostas oferecidas pelas emissões que compreendem a amostra, através da análise de suas cláusulas e com base no trabalho de Anderson (1999).

Pelo fato de caracterizar-se por uma pesquisa fundamentada em um modelo de análise de contratação financeira de origem norte-americana, e embora tenha-se procurado a melhor adaptação da classificação das cláusulas de debêntures ao mercado brasileiro, a mesma deve ser objeto de futuras discussões e aperfeiçoamento. Contudo, seria interessante a adoção de um padrão que possibilitasse a comparação com as emissões de outros países, de forma a permitir que futuras pesquisas, com base na experiência internacional, incorporem conceitos que visem o desenvolvimento deste mercado no Brasil.

Com relação à melhoria do modelo, sugere-se a incorporação de uma análise que confronte o comportamento da evolução das taxas de juros reais e índices de preços com a utilização das cláusulas que definem a remuneração deste título. Deve ser adicionado ainda, mecanismo que identifique a influência da relação entre o valor de mercado das ações do emissor (cotado em bolsa de valores) e o seu valor patrimonial, no número e volume de emissões de debêntures conversíveis - levando-se em conta a fórmula estabelecida nas escrituras para a conversão.

A continuidade de pesquisa nesta área deveria contemplar a análise sobre as condições econômicas e legais para a emissão de debêntures no exterior. O interesse se justifica na medida em que aumenta a inserção da economia doméstica na economia mundial, e com ela, a necessidade do País de captar recursos externos para financiar o atual déficit em transações correntes, e das empresas brasileiras de se capitalizarem com custos inferiores aos praticados no mercado interno. Deve ser avaliada, ainda, a capacidade dessas emissões em ajustar-se às alterações ocorridas no mercado, tanto no nível nacional como internacional.

Outro importante ponto de interesse, seria pesquisar o papel e a atuação do agente fiduciário e seus efeitos sobre o desenvolvimento deste mercado, particularmente, no que se refere ao cumprimento das cláusulas estabelecidas pelas emissões de debêntures.

Finalmente, uma possível correlação entre a estratégia de fixação do preço da emissão *vis-à-vis* o estabelecimento (na escritura de emissão) de cláusulas que tratam da remuneração deste papel, também merece ser investigada.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, C. Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of brazilian corporate debentures. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 1, p. 45-84, Jan. 1999.

BARNEA, A.; HAUGEN, R.; SENBET, L. A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. **Journal of Finance**, Columbus, v.35, n. 5, p. 1223-1234, Dec. 1980.

BOLETIM TÉCNICO DE DEBÊNTURES. Rio de Janeiro : Andima, 1995. Quadrim.

\_\_\_\_\_. Rio de Janeiro: Andima, 1997. 3. Quadrim.

BRENNAN, M.; SCHWARTZ, E. The case for convertibles. **Journal of Applied Corporate Finance**, EUA, v. 1, n. 1, p. 55-64, 1988.

COVENANTS. Um novo instrumento a garantir debêntures. CVM - Superintendência Jurídica - Gerência de Legislação e Pesquisa: Rio de Janeiro, 1980.

CYSNE, R. P.; FARIA, L. F.V. **Reformas requeridas no Sistema Financeiro Brasileiro**. Rio de Janeiro: FGV, 1997.

DATTA, S.; DATTA, M.; PATEL, A. The pricing of public offers of corporate straight debt. **Journal of Finance**, Columbus, v. 52, n. 1, p. 379-396, Mar. 1997.

GLEN, J.; Pinto, B. **Debt or equity?** How firms in developing countries choose. Washington, D.C.: International Finance Corporation, 1994. (Discussion paper, 22).

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

MALITZ, I. On financial contracting: the determinants of bonds covenants. **Financial Management**, v. 15, n. 2, p. 18-25, Summer 1986.

MENDONÇA, F. **Debêntures**. São Paulo: Saraiva, 1988.

MIKKELSON, W.; PARTCH, M. Valuation Effects of security offerings and the issuance process. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 15, n. 1/2, p. 31-60, Jan./Feb. 1986.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 13, n. 3, p. 187-221, June 1984.

O PLANO real e o mercado de valores mobiliários. Riode Janeiro: CVM, 1997.

RELATÓRIO da Gazeta Mercantil: mercado brasileiro de capitais. **Gazeta Mercantil**, Rio de Janeiro, 26 jun. 1997.

ROE, M. Finance, rules and the indexation of brazilian government bonds. **Vanderbilt Journal of Transnational Law**, EUA, n. 12, p. 211-248, 1979.

ROSS, S. et al. **Corporate finance**. 3.ed., Chicago: Irwin, 1993.

SANTOS, D. S. Debêntures: um instrumento moderno de aplicação e captação de recursos. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 3, p. 239-253, jun. 1995.

SMITH, C.; WARNER, J. On financial contracting: an analysis of bond covenants. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 7, n. 2, p. 117-161, June 1979.

SÚMULA 4 : Debêntures. Rio de Janeiro: ANDIMA, nov. 1997.

WASSERFALLEN, W.; WYDLER, D. Underpricing of newly issued bonds: evidence from the swiss capital market. **Journal of Finance**, Columbus, v. 43, n. 5, p. 1177-1191, Dec. 1988.