

ESTUDOS ESPECIAIS

## Produtos de Captação

---

# Debêntures



Associação Nacional das  
Instituições do Mercado Financeiro



**PRESIDÊNCIA**

Alfredo Neves Penteado Moraes

**VICE-PRESIDÊNCIA**

Aldo Luiz Mendes  
Edgar da Silva Ramos

**DIRETORIA**

Daniel Luiz Gleizer  
José Roberto Machado Filho  
Marco Antonio Sudano  
Marcos Albino Francisco,  
Regis Lemos de Abreu Filho  
Reinaldo Le Grazie  
Robert John van Dijk  
Saša Markus  
Sergio Cutolo dos Santos

**SUPERINTENDÊNCIA GERAL**

Paulo Eduardo de Souza Sampaio

ESTUDOS ESPECIAIS

---

Produtos de Captação

# Debêntures

Rio de Janeiro



2008

Editado em 2008.

As opiniões expressas neste livro são de inteira responsabilidade de seus autores.

É proibida a reprodução total ou parcial sem citação da fonte.

---

## **ANDIMA**

SUPERINTENDÊNCIA DE PRODUTOS E RELAÇÕES INSTITUCIONAIS - Luiz Macahyba

SUPERINTENDÊNCIA TÉCNICA - Valéria Arêas Coelho

GERÊNCIA OPERACIONAL - Bianca Gonçalves Paschoal

ANALISTAS ECONÔMICOS - Antônio Filgueira, Fábio Chung, Marcelo Almeida, Nelson Joia e Vívian Corradin

COLABORAÇÃO - José Carlos Cirillo

ASSESSORIA DE COMUNICAÇÃO - Cláudio Accioli

CAPA, EDITORAÇÃO E PRODUÇÃO GRÁFICA - Marcelo Paiva

REVISÃO - Renato Mourão

CATALOGAÇÃO E REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS - Cláudia Kropf

RIO DE JANEIRO: Av. República do Chile, 230/13º andar - CEP 20031-170 - Tel.: (21) 3814-3800

Superintendência de Produtos e Relações Institucionais: Tel.: (21) 3814-3807

Gerência Comercial: Tel.: (21) 3814-3889

SÃO PAULO: Av. das Nações Unidas, 8501/11º andar/Conj. A - CEP 05425-070 - Tel.: (11) 3032-3838

INTERNET: [www.andima.com.br](http://www.andima.com.br) / E-MAIL: [comerc@andima.com.br](mailto:comerc@andima.com.br)

---

**Impressão** - Grafitto Gráfica Editora

D286

Debêntures / Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. – Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.  
120 p.; 25 cm. – (Estudos Especiais. Produtos de Captação)

ISBN 978-85-86500-51-0 (broch.)

1. Valores Mobiliários. 2. Debêntures. 3. Instrumentos de captação. I. Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Brasil).

CDD-332.632

---

# LISTA DE ILUSTRAÇÕES

---

## CAPÍTULO 1 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL

GRÁFICO 1 - Registros de Ofertas Primárias de Valores Mobiliários - CVM .....	16
GRÁFICO 2 - Taxa de Títulos Públicos Federais x IGP-DI (% a.a.) - 1975 a 1987 .....	19
GRÁFICO 3 - Taxa de Títulos Públicos Federais x IGP-DI (% a.a.) - 1988 a 1994 .....	22
GRÁFICO 4 - Volume das Debêntures Registradas por Ramo de Atividade - 1988 a 1994 .....	23
GRÁFICO 5 - Volume das Debêntures Registradas por Destinação de Recursos - 1988 a 1994 .....	23
GRÁFICO 6 - TBC x TBAN (% a.a.) .....	29
GRÁFICO 7 - Meta da Taxa Selic (% a.a.) .....	30
GRÁFICO 8 - Variação Real do PIB (%) .....	32
GRÁFICO 9 - Volume de Debêntures Registradas por Ramo de Atividade - 1995 a 2002 .....	35
GRÁFICO 10 - Volume de Debêntures Registradas por Destinação de Recursos - 1995 a 2002 .....	35
GRÁFICO 11 - Taxa de Títulos Públicos Federais x IGP-DI (% a.a.) - 1995 a 2007 .....	38
GRÁFICO 12 - Prazo Médio das Emissões de Debêntures por Ano (sem empresas de <i>leasing</i> ) .....	39
GRÁFICO 13 - Prazo Médio das Emissões de Debêntures por Ano (só empresas de <i>leasing</i> ) .....	39
GRÁFICO 14 - DI x Rentabilidade das Emissões de Debêntures (DI + Spread) - 1999 a 2008 .....	40
GRÁFICO 15 - DI x Rentabilidade das Emissões de Debêntures (% do DI) - 1999 a 2008 ..	41
GRÁFICO 16 - Estoque do SND .....	42
GRÁFICO 17 - Mercado Secundário - Volume Financeiro e Número de Operações .....	43
GRÁFICO 18 - Variação do Ibovespa (%) - 1995 a 2007 .....	44
GRÁFICO 19 - Volume de Debêntures Registradas por Ramo de Atividade - A partir de 2003 .....	44
GRÁFICO 20 - Operações Compromissadas - Volume Financeiro e Número de Operações ..	45



GRÁFICO 21 - Negociações de Debêntures no Mercado Secundário (em R\$ bilhões) .....	45
GRÁFICO 22 - Volume de Debêntures Registradas por Destinação de Recursos - A partir de 2003 .....	47
GRÁFICO 23 - Estoque de Títulos Públicos x Títulos Privados - Brasil .....	48
GRÁFICO 24 - Estoque de Títulos Públicos x Títulos Privados - EUA .....	49

## CAPÍTULO 2 - DEBÊNTURES: PRINCIPAIS CONCEITOS

GRÁFICO 25 - Volume Registrado de Programas de Distribuição .....	52
QUADRO 1 - Limites por Tipo de Garantia/Espécie .....	56
GRÁFICO 26 - Volume de Debêntures Registradas por Garantia/Espécie .....	57
QUADRO 2 - Tipo de Garantias Acessórias .....	57
GRÁFICO 27 - Volume de Debêntures Registradas por Classe .....	58
GRÁFICO 28 - Volume de Debêntures Registradas por Forma .....	59
GRÁFICO 29 - Prazo Médio das Emissões por Ano (todas as empresas emissoras) .....	60
QUADRO 3 - Remuneração das Debêntures .....	61
GRÁFICO 30 - Utilização de Bookbuilding x Debêntures Registradas (com e sem <i>leasing</i> ) ..	65

## CAPÍTULO 4 - TRIBUTAÇÃO

QUADRO 4 - Alíquotas .....	74
QUADRO 5 - Fato Gerador e Base de Cálculo .....	75

## CAPÍTULO 6 - CUSTÓDIA, DISTRIBUIÇÃO E COLETA DE PREÇOS PARA O MERCADO DE DEBÊNTURES

GRÁFICO 31 - Debêntures Registradas no SND Ano a Ano .....	93
FIGURA 1 - SDT - Sistema de Distribuição de Títulos .....	96
FIGURA 2 - SND - Sistema Nacional de Debêntures .....	99
FIGURA 3 - Sistema de Bookbuilding - CetipNET .....	106
FIGURA 4 - CBLC .....	111



---

# LISTA DE TABELAS

---

## CAPÍTULO 1 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL

TABELA 1 - Percentual de Participação por Indexador das Debêntures Emitidas .....	24
TABELA 2 - Percentual de Participação por Indexador dos Ativos Emitidos .....	27
TABELA 3 - Volume dos Principais Valores Mobiliários Aprovados pela CVM .....	34
TABELA 4 - Percentual de Participação por Indexador dos Ativos Emitidos .....	40

## CAPÍTULO 4 - TRIBUTAÇÃO

TABELA 5 - Fato Gerador e Base de Cálculo .....	76
TABELA 6 - Tributação do Investidor Não-Residente - Títulos Privados .....	77

## CAPÍTULO 7 - ATUAÇÃO DA ANDIMA NO MERCADO DE DEBÊNTURES

TABELA 7 - Distribuição dos Ativos por Número de Subscritores no Mercado Primário ....	118
TABELA 8 - Aderência das Debêntures ao Trabalho de Orientação para Cálculo .....	121



---

# SUMÁRIO

---

APRESENTAÇÃO .....	9
PREFÁCIO .....	11
1 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL .....	15
2 - DEBÊNTURES: PRINCIPAIS CONCEITOS .....	50
2.1 Definição .....	50
2.2 O Processo de emissão .....	51
2.2.1 Emissão pública .....	52
2.2.2 Emissão privada .....	55
2.3 Características das debêntures .....	55
2.3.1 Quanto à garantia/espécie .....	55
2.3.2 Quanto à classe .....	58
2.3.3 Quanto à forma .....	59
2.3.4 Emissão e prazo de vencimento .....	60
2.3.5 Valor nominal .....	60
2.3.6 Formas de remuneração e amortização .....	61
2.3.6.1 Formas de remuneração .....	61
2.3.6.2 Formas de amortização .....	62
2.4 Cédulas de debêntures .....	64
2.5 Outros aspectos relacionados .....	64
2.5.1 Bookbuilding .....	64
2.5.2 Classificação de risco .....	65
2.5.3 Due diligence .....	66





3 - PARTICIPANTES DO MERCADO .....	67
3.1 Emissor .....	67
3.2 Underwriter .....	67
3.3 Agente fiduciário .....	68
3.4 Membros de mercado .....	69
3.5 Clientes especiais .....	69
3.6 Bancos liquidantes .....	70
3.7 Bancos mandatários .....	70
3.8 Agências classificadoras de risco .....	70
3.9 Entidades auto-reguladoras .....	71
3.10 Escritórios de advocacia .....	71
3.11 Formador de mercado .....	71
3.12 Investidores .....	71
3.12.1 Investidor institucional .....	71
3.12.2 Pessoa natural ou física .....	72
3.13 Agente de compensação .....	72
3.14 Agente de custódia .....	72
4 - TRIBUTAÇÃO .....	73
5 - LEGISLAÇÃO .....	83
6 - DISTRIBUIÇÃO, CUSTÓDIA E NEGOCIAÇÃO ELETRÔNICA NO MERCADO DE DEBÊNTURES .....	92
6.1 A Cetip .....	92
6.1.1 O SDT .....	95
6.1.2 O SND .....	99
6.1.3 Bookbuilding eletrônico .....	105
6.2 A BM&F Bovespa .....	109



6.2.1 O Bovespa Fix .....	109
6.2.2 O Soma Fix .....	110
6.2.3 A CBLC .....	110
6.2.4 Outros serviços .....	115
7 - ATUAÇÃO DA ANDIMA NO MERCADO DE DEBÊNTURES .....	116
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	123



---

# APRESENTAÇÃO

---

O mercado de títulos e valores mobiliários apresentou nos últimos anos um dinamismo sem precedentes, em termos quantitativos e qualitativos. Além do surgimento de novos produtos – como é o caso dos FIDC, CRI e Títulos do Agronegócio, entre outros –, observou-se um crescimento extraordinário dos mercados primários de ações e debêntures, que se beneficiaram tanto dos aprimoramentos ocorridos no aparato regulatório e nas iniciativas de auto-regulação quanto de uma maior estabilidade do cenário macroeconômico.

Como se trata de avanços estruturais, é de se esperar que, passada a turbulência internacional, o mercado de capitais brasileiro retome sua trajetória de expansão, ancorado na gestão consistente das políticas macroeconômicas que afetam positivamente as decisões empresariais.

Da mesma forma, o aprimoramento dos instrumentos de regulação e auto-regulação é inquestionável, embora ainda haja muito a ser feito. É o caso, por exemplo, da reformulação da Instrução CVM nº 202, que trata do registro de companhia aberta e cuja modernização tenderia a atrair novas empresas para o mercado de capitais, além de estimular uma maior participação das empresas que já acessam este segmento.

No tocante especificamente ao mercado de debêntures, um dos maiores desafios a ser superado é o de ampliar a base atual de investidores, ainda fortemente concentrada nos institucionais. A ANDIMA tem realizado esforços nessa direção, com iniciativas que visam a dar mais transparência, por meio da disponibilização de informações de qualidade sobre o segmento e da fixação de cláusulas padronizadas que aumentem a negociabilidade do ativo.

É parte importante dessa empreitada, e objeto de análise neste estudo, a concepção e implantação, em 1988, do SND - Sistema Nacional de Debêntures, que se constitui em verdadeiro marco do desenvolvimento deste mercado no país, e cuja administração foi recentemente transferida pela ANDIMA para a Cetip S.A. Balcão Organizado de Ativos e Derivativos.



Em síntese, portanto, este novo exemplar da série Estudos Especiais: Produtos de Captação busca apresentar os principais conceitos aplicáveis ao mercado de debêntures e avaliar a evolução experimentada pelo segmento ao longo dos últimos 20 anos. Esperamos que possa contribuir como instrumento de difusão de informações e atração de novos interessados para o setor, reforçando, assim, uma das mais relevantes missões de nossa Associação.

*Alfredo Neves Penteado Moraes*  
PRESIDENTE DA ANDIMA



---

# PREFÁCIO

---

Este livro conta a história dos últimos 20 anos do mercado de debêntures no Brasil, intimamente ligada à trajetória da própria ANDIMA. Ele descreve a evolução do cenário econômico no período desde 1988 e a do arcabouço regulatório e institucional em torno dos quais se desenvolveu esse mercado.

Gostaria, neste prefácio, de fornecer ao leitor minha visão sobre alguns aspectos do futuro do mercado de debêntures. Eu vejo, antes de mais nada, que sua relevância para o financiamento das companhias brasileiras só tende a aumentar, na medida em que o crescimento da economia doméstica e a internacionalização dos mercados exigirão das empresas muito mais musculatura financeira e flexibilidade na obtenção de recursos. Manter suas posições competitivas, e conquistar novos mercados, só será possível para as empresas que dispuserem de acesso a capital a um custo competitivo e com a agilidade imposta pelas condições da concorrência.

Vejo, também, que é possível e necessário evoluir, para levar o mercado doméstico de debêntures a ser capaz de cumprir melhor esse papel fundamental. Parte dessa evolução abrange aperfeiçoamentos na regulação. Seja a relativa aos procedimentos exigidos para a oferta de debêntures ao público e aos requisitos para que as companhias possam utilizar esse mercado, até as condições de funcionamento dos ambientes em que se dá a negociação secundária das debêntures.

Uma parcela dos aperfeiçoamentos necessários já foi feita pela CVM. Primeiramente, em relação à negociação secundária, com a nova normatização dos mercados organizados de valores mobiliários, por meio da Instrução nº 461, de 2007.

E depois, com a recente edição da Instrução nº 471, em agosto de 2008, permitindo maior agilidade no processo de registro e colocação das debêntures junto ao público. Ela criou um procedimento simplificado de registro de valores mobiliários na CVM, que poderá ser usado desde que a documentação para o registro tenha sido analisada previamente



por uma entidade auto-reguladora autorizada pela CVM para realizar essa tarefa. Essa entidade irá verificar o cumprimento das normas e encaminhar o processo à CVM, com sua recomendação para concessão ou não do registro. E a CVM terá um prazo muito curto para fazer sua própria análise e registrar a operação. Pretende-se, assim, que os emissores que se utilizarem dessa nova possibilidade tenham os prazos entre a decisão de realizar uma emissão e a autorização da CVM significativamente reduzidos.

Mas há outras mudanças em curso que tornarão mais rápida e barata a colocação de debêntures, e começo por mencionar a regulamentação das ofertas públicas com esforços restritos de venda. Está, neste momento, em Audiência Pública a proposta da CVM de permitir que ofertas públicas de debêntures dirigidas apenas a um número restrito de investidores qualificados sejam realizadas sem depender do registro na autarquia e sem que o emissor precise, necessariamente, ser registrado na CVM.

Creemos que essa norma poderá proporcionar um novo canal de acesso a capital para um universo amplo de empresas de menor porte, possivelmente como primeiro passo para sua transformação posterior em companhias abertas, com total acesso ao mercado. E deverá também ser útil para aquelas que, embora já de capital aberto, planejem oferecer seus títulos a um público mais restrito e identificado, em troca da rapidez no processo. Ela pretende fornecer, ademais, maior segurança ao trabalho das instituições intermediárias, delimitando algumas situações e condições em que se pode realizar uma oferta pública sem que seja necessário obter registro na CVM.

A proposta prevê, por fim, que os compradores nesse tipo de oferta contem com uma forma regulamentada de negociação secundária, em mercado de balcão organizado ou não-organizado, desde que apenas entre investidores qualificados.

Falando agora de outro aspecto da regulamentação, especificamente aquele que diz respeito ao registro dos emissores, a CVM irá em breve colocar para discussão pública sua proposta de mudança na Instrução nº 202. Em que essa mudança poderá beneficiar o mercado de debêntures? Creio que de duas formas, envolvendo a melhor informação ao investidor - sem deixar de reconhecer as especificidades de emissores apenas de títulos de dívida - e a rapidez nas colocações.



A nova norma deverá estabelecer a obrigação, para os emissores de valores mobiliários, de manterem continuamente disponíveis para o mercado informações, sobre o emissor, equivalentes àquelas que hoje a CVM exige nos prospectos de ofertas públicas. Nesse sentido, vê-se que o mercado deverá estar melhor informado, e de forma contínua, trazendo maior conforto aos investidores e contribuindo para atrair capitais para o nosso mercado.

De outro lado, a CVM irá dispensar do fornecimento de certas informações as companhias que pretendam se registrar apenas para emitir títulos de dívida, levando ainda em conta o mercado em que se pretenda registrar os títulos para negociação – se Bolsa ou balcão. Neste caso, o que se busca é tornar as exigências às companhias mais proporcionais às necessidades do público investidor que pretenda alcançar e à natureza do valor mobiliário a ser emitido.

De forma geral, a melhoria da informação a ser mantida no mercado pelas companhias abertas irá tornar mais rápido o processo de registro na CVM de ofertas de distribuição, ao menos na parte relevante do trabalho que se refere à revisão das informações sobre a companhia emissora.

Mas a CVM pretende ainda, nesta nova regulamentação, propor a criação de um *status* favorecido para emissores com grande exposição ao mercado, aqueles cujas informações já sejam acompanhadas, analisadas e, de certa forma, fiscalizadas por investidores, intermediários, analistas de investimentos e pela própria imprensa, em razão da sua importância em termos de porte e da liquidez de seus valores mobiliários negociados no mercado.

Para este tipo de companhia aberta, uma das idéias em discussão prevê que a colocação de títulos poderia ser muito mais rápida, contando com uma autorização praticamente automática da CVM. Isso traria para os emissores no mercado brasileiro de capitais, notadamente àqueles mais experientes, condições similares às de que dispõem as companhias desse tipo nos mercados mais desenvolvidos, agilizando as captações de recursos e, assim, elevando a competitividade de nossas empresas.

Tratando finalmente do mercado secundário de debêntures, já mencionei que ele ganhou uma nova regulamentação no ano passado. A Instrução nº 461 procurou reconhecer



as especificidades e a vocação de cada tipo de mercado organizado, estabelecendo, por exemplo, uma regulação mais flexível para os mercados de balcão organizado. Tanto a formação de preços como a divulgação de informações sobre os negócios realizados poderão ser formatadas de acordo com a vocação do mercado e dos negócios a serem ali registrados, levando sempre em conta o perfil dos investidores participantes.

Evoluindo na fixação e no esclarecimento de conceitos importantes sobre estrutura de mercado secundário, a norma previu a existência de mercados organizados em torno de *dealers*, chamados de formadores de mercado na regulamentação brasileira. Esse tipo de estrutura é considerado especialmente adequado para o fomento da liquidez dos produtos de renda fixa, sobretudo os de dívida corporativa como as debêntures.

Por outro lado, a Instrução nº 461 elevou as exigências quanto ao desempenho da função auto-reguladora que a legislação brasileira atribui às entidades que administram mercados organizados. Ela demanda que o papel de supervisão, com vistas à manutenção de mercados saudáveis e que formem preços justos para os ativos negociados, seja exercido com independência em relação ao interesse de seus participantes e a interesses comerciais da própria entidade administradora do mercado. E que conte com todos os recursos necessários ao desempenho da função.

Diante desse quadro de evolução também no aspecto regulamentar, concluo trazendo uma visão otimista sobre o futuro do mercado de debêntures no Brasil, que hoje é mais necessário do que nunca para as companhias, e que poderá crescer contando com uma regulação mais apropriada às suas necessidades.

MARIA HELENA SANTANA  
PRESIDENTE DA CVM





# 1

---

## EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL

---

A origem da debênture está associada à confissão escrita de dívida, certificado ou documento de débito, e à prática de tomar empréstimo público mediante a criação de uma obrigação. Acredita-se que o primeiro registro desta prática no âmbito privado tenha sido no mercado inglês, no período pós-revolução industrial, para a captação de recursos financeiros de projetos de grandes corporações.

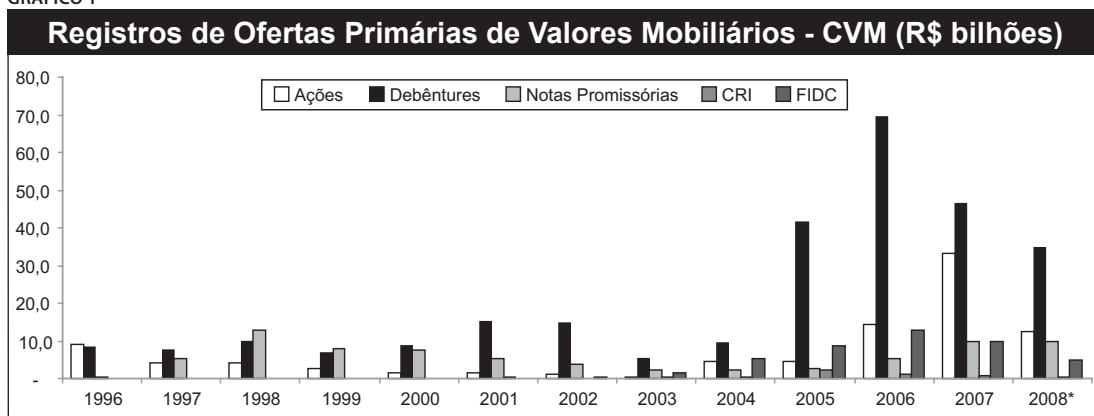
No mercado brasileiro, o uso da debênture evoluiu em conjunto com as definições legais e jurídicas dadas ao título ao longo do tempo. Ora como incentivo, ora como restrição, a análise do tratamento tributário dispensado ao ativo é fundamental na avaliação do comportamento do volume de debêntures emitidas no mercado brasileiro, principalmente até o final da década de 80. Por suas características e flexibilidade, a debênture sempre se manteve como um dos instrumentos mais utilizados no mercado de capitais, mesmo nos períodos da economia brasileira marcados por instabilidade e incerteza. Entretanto, é a partir da consolidação da estabilidade macroeconômica, após a adoção do Plano Real, que o mercado de debêntures, assim como o mercado de capitais como um todo, apresenta significativo desenvolvimento.

Até o início da década de 60, tanto o mercado de títulos públicos como o mercado de capitais eram pouco desenvolvidos no Brasil. A ausência de correção monetária – mecanismo



de proteção dos valores em face da inflação – tornava os títulos públicos ou privados pouco atraentes, e os brasileiros preferiam os investimentos em ativos reais, tanto em função do ambiente de inflação crescente como da limitação existente para a taxa de juros, fixada no limite máximo de 12% a.a.

GRÁFICO 1



\* Até junho. Fonte: CVM.

O primeiro normativo que disciplinou as sociedades por ações no Brasil foi a Lei nº 3.150 de 4/11/1882, entretanto, foi a Lei nº 8.821 de 30 de dezembro do mesmo ano o primeiro documento legal a definir os empréstimos do setor privado com as características das debêntures: as obrigações ao portador. Posteriormente, o Decreto nº 177-A de 15/11/1893 regulamentou os empréstimos por debêntures e funcionou como base legal para a emissão destes ativos no Brasil até a promulgação da Lei das Sociedades por Ações – a Lei nº 6.404 de 1976.

Durante esse período, outros normativos influenciaram o mercado de debêntures: o Decreto nº 2.519 de 22/5/1897, que regulamentou os procedimentos decorrentes de insolvência da companhia emissora; o Decreto nº 781 de 12/10/1938, que regulamentou a comunhão dos interesses dos debenturistas; o Decreto-Lei nº 2.627 de 26/9/1940, que permitiu a emissão de obrigações sob a forma nominativa; e o Decreto-Lei nº 7.661 de 21/6/1945, que normatizou os direitos e procedimentos dos credores das sociedades insolventes.

Em 1964 teve início uma nova fase, caracterizada por profundas mudanças na organização do Sistema Financeiro Nacional e no mercado de capitais: a Lei nº 4.537/64 instituiu a correção monetária, com a criação da ORTN, e a Lei nº 4.595/64, denominada Lei da Reforma Bancária, reformulou todo o sistema de intermediação financeira e criou o CMN – Conselho Monetário



Nacional e o Banco Central. Em 1965, foi editada a Lei nº 4.728, primeira Lei do Mercado de Capitais, que disciplinou e estabeleceu medidas para o desenvolvimento deste mercado no Brasil e, ainda, definiu novas características para as debêntures, gerando condições que incentivavam sua emissão - como a permissão de cláusulas de correção monetária; a utilização da forma endossável; e a conversão em ações. Além disso, a Lei nº 4.728/65 introduziu novo limite para as emissões de debêntures, tomando como referência o patrimônio líquido e não mais o capital social, e normatizou o procedimento para a emissão pública de debêntures.

Nos anos subseqüentes, foram também relevantes as edições de algumas resoluções por parte do CMN, entre elas a Resolução nº 18 de 18/2/1966 que regulamentou os bancos de investimento e desenvolvimento, fixando parâmetros para a concessão de coobrigação por aceite de debêntures por estas instituições; as Resoluções nºs 88 e 214 de 30/1/1968 e 2/2/1972, respectivamente, que disciplinaram o registro das emissões públicas de valores mobiliários - particularmente as de debêntures; e a Resolução nº 109 de 4/2/1969, que regulamentou a emissão de debêntures conversíveis em ações.

Entretanto, a utilização efetiva das debêntures passou a ocorrer após a promulgação da Lei nº 6.385 de 7/12/1976, a segunda Lei do Mercado de Capitais, que criou a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas e que definiu as debêntures como valores mobiliários - além da Lei nº 6.404, de 15/12/1976, Lei das Sociedades Anônimas, que criou a base legal para a constituição e o funcionamento das sociedades por ações. Entre as principais inovações trazidas por esses normativos estavam a ampliação das espécies de debêntures; a fixação de novos limites para a emissão de debêntures vinculados às garantias oferecidas; a criação da debênture subordinada, sem limite para emissão; a criação da figura do agente fiduciário, em substituição à comunhão de interesses dos debenturistas; a definição dos registros da escritura de emissão, obedecendo aos padrões de cláusulas e condições aceitos pela CVM; a permissão para a emissão de Cédulas de Debêntures; e, principalmente, a atribuição à CVM do controle e determinação das normas referentes à emissão de debêntures.

Já no que diz respeito ao ambiente macroeconômico, o início da década de 70 foi marcado pelo elevado crescimento da economia brasileira e pela entrada maciça de recursos es-



trangeiros. Esse cenário durou até a crise de liquidez de 1974, provocada pela instabilidade econômica internacional decorrente da crise do petróleo do final de 1973 e agravou-se no final da década, com o novo choque do petróleo em 1979, que provocou novo salto inflacionário. A interrupção do fluxo de capital externo levou a um forte crescimento da dívida interna e fez com que as empresas brasileiras buscassem formas autônomas de financiamento, como a captação de recursos com ações e debêntures. Mas, até 1978, a existência de uma política generalizada de amparos oficiais a determinados setores inibia o pleno desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o setor primário tinha acesso a créditos subsidiados; o setor de indústrias de base e transformação, controlado pelo capital nacional, contava com programas oficiais de financiamento; as empresas de capital estrangeiro continuaram recorrendo a créditos provenientes do exterior; a construção civil estava ligada aos investimentos públicos e ao Sistema Financeiro Habitacional; e grande parcela das companhias do setor terciário era estatal, contando com aportes de recursos oficiais.

A década de 70 também foi marcada pelo desenvolvimento do mercado aberto, que culminou com a criação do Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia – resultado de uma parceria entre a ANDIMA e o Banco Central, em 1979, visando à simplificação e segurança nas operações com títulos públicos federais. Apesar da consolidação do mercado de títulos públicos ser necessária como base para o desenvolvimento do mercado de títulos privados, o elevado crescimento da dívida pública e de algumas medidas restritivas adotadas pelo governo para conter a grande demanda por títulos privados no final da década de 70 e início de 1980 – especialmente os CDB, que concorriam com os títulos públicos, prejudicados pelo descasamento entre as taxas de inflação e de correção monetária –, não incentivaram o crescimento do mercado de dívida corporativa.

Os anos 80 marcaram o início da redemocratização do país, mas em um cenário de constantes alterações na política econômica. Foram anos de baixo crescimento, de redução do nível de investimentos e aumento da concentração de renda, com elevação da inflação, monopólio da poupança interna pelos títulos públicos e significativa deterioração das contas públicas.

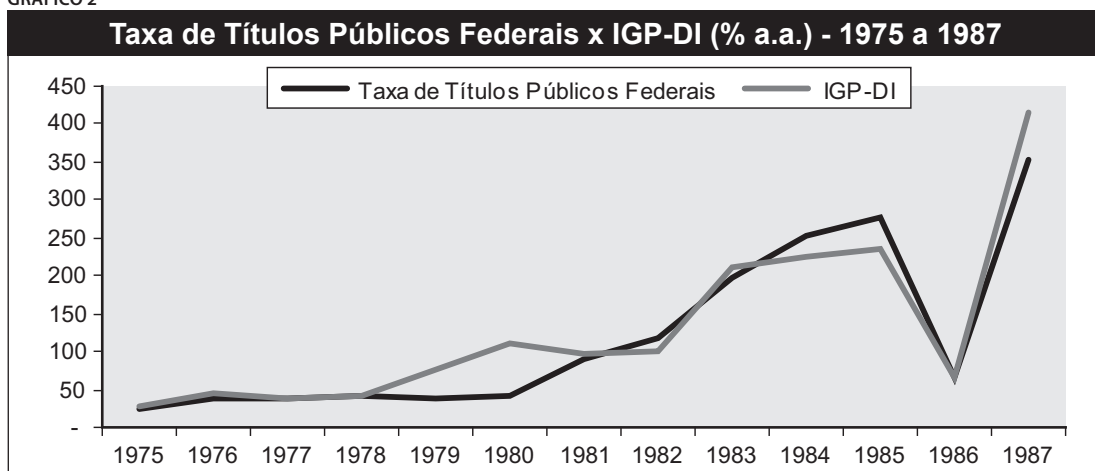
No mercado de capitais, o início dos anos 80 foi marcado pela publicação da Instrução CVM nº 13, de 30/9/1980, que regulamentava as ofertas primárias de valores mobiliários, e pelo aumento do número de emissões de debêntures - já com a participação das entidades



de previdência privada como atuantes adquirentes dos ativos, tendo em carteira aproximadamente metade dos títulos emitidos. Os títulos também integravam as reservas técnicas das companhias seguradoras e das instituições financeiras, e não mais do que 5% das debêntures em circulação estavam nas mãos do público em geral. Nessa época, a participação dos *underwriters* no mercado de debêntures era bastante concentrada, e apenas oito instituições respondiam por cerca de 70% das emissões públicas.

Ao longo dos anos 80, algumas medidas serviram de incentivos às emissões de debêntures, como a gradual eliminação dos créditos subsidiados; a elevação das alíquotas do imposto sobre o crédito nas operações de financiamento - enquanto as operações com debêntures permaneciam isentas; e as restrições à expansão creditícia imposta às instituições financeiras. Entretanto, por outro lado, algumas outras medidas atuaram como fatores negativos, como a restrição imposta pelas Resoluções nºs 756/82 e 794/83 do CMN, que vedaram a aquisição de debêntures por fundos de pensão e bancos comerciais; a incidência de imposto sobre o deságio na emissão do título, estabelecida pelo Decreto Lei nº 2.072/83; e a desindexação compulsória da economia implantada pelo Plano Cruzado em 1986, com vedação à emissão de debêntures com cláusulas de correção monetária. O Plano Cruzado, de fevereiro de 1986, foi o primeiro de uma série de choques heterodoxos adotados a partir de então; mas o longo período de congelamento de preços, associado à política de juros reais negativos e ao aumento excessivo dos gastos públicos, levou ao fracasso do Plano e provocou o recrudescimento da inflação já no final de 1986 e início de 1987.

GRÁFICO 2



Fontes: Banco Central e Fundação Getúlio Vargas.



Entretanto, um dos destaques positivos do período foi a criação da Cetip em 1986, por iniciativa de um conjunto de entidades do mercado, a qual é uma central de liquidação e custódia para títulos privados semelhante ao Selic, criado em 1979 para os títulos públicos – data desta época o início das operações com os DI - Depósitos Interfinanceiros, originando as taxas que seriam muito utilizadas na remuneração de emissões de debêntures, principalmente após o final da década de 90. Em 1987, novo fôlego foi dado às debêntures com a isonomia tributária entre os títulos públicos e privados, pela Resolução nº 1.401 do Banco Central, que equiparou este ativo – na subscrição ou compra pelas instituições financeiras – às demais aplicações de renda fixa para efeito de incidência do Imposto de Renda. Isso provocou uma recuperação dos volumes de emissões de debêntures, a maioria atrelada à TR – Taxa Referencial ou a índices de preços.

### **1988/1993 – A Criação do SND - Sistema Nacional de Debêntures e o Cenário de Inflação e Planos Econômicos**

Em 1988, a economia brasileira ainda sofria com o processo inflacionário e todas as incertezas decorrentes deste ambiente: sucessivas alterações na condução da política monetária, com elevações abruptas de juros, elevado déficit público e o pagamento de pesados encargos da dívida mobiliária. Ainda assim, o mercado de valores mobiliários mostrava comportamento positivo, já que os investimentos em ações apresentaram valorização no ano e as emissões de debêntures no mercado primário superavam as emissões primárias de ações.

Nesse contexto de retomada das emissões, as dificuldades observadas para a colocação das debêntures no mercado primário, assim como os entraves observados pelos agentes quanto à falta de transparência e segurança nas negociações com debêntures no mercado secundário, motivaram a ANDIMA, em conjunto com a Cetip, a criar o SND – Sistema Nacional de Debêntures.

Assim, o SND foi criado em 1988, com o objetivo de trazer maior agilidade e integração ao mercado de debêntures no Brasil, criando as bases para o aprimoramento dos mercados primário e secundário dos valores mobiliários de renda fixa. O sistema foi inaugurado com o registro de uma emissão da Companhia Vale do Rio Doce, no valor de US\$ 300 milhões, e em setembro do mesmo ano, houve o registro da captação da Siderbrás, de US\$ 2,1 bilhões.



Nessa época, havia a predominância de debêntures de empresas estatais, mas o sistema surgia como um esforço de se criar novas alternativas para o financiamento do setor produtivo.

O ano de 1988 teve marcos relevantes nos cenários político e institucional do país, com a promulgação da nova Constituição. No mercado financeiro passou a ser permitida a criação dos bancos múltiplos, e houve a publicação da Instrução CVM nº 88, de 3/11, que tratava da regulamentação das distribuições secundárias de valores mobiliários e vigorou até a edição da Instrução CVM nº 400 de 29/12/2003. As novidades no campo político continuaram em 1989, com as primeiras eleições diretas para a presidência da república realizadas após um jejum de 30 anos; mas o ano começou sob a influência de um novo choque heterodoxo - o Plano Verão, que introduziu o Cruzado Novo, desindexou a economia e congelou preços e salários.

O mercado de títulos privados de modo geral foi prejudicado com a extinção da correção monetária logo no primeiro semestre de 1989, mas, apesar da conjuntura desfavorável, o SND registrou um expressivo mercado secundário de debêntures ao longo do ano, com elevado número de negociações, que superou, na maioria dos meses do ano, as médias diárias de volume observadas nas Bolsas de Valores domésticas. O número de empresas que se capitalizaram e melhoraram o perfil de endividamento, captando recursos de longo prazo com debêntures – protegidos em sua grande parte pelo IGP-M –, cresceu, demonstrando o acerto da iniciativa e a viabilidade desta modalidade de captação, em detrimento dos empréstimos bancários.

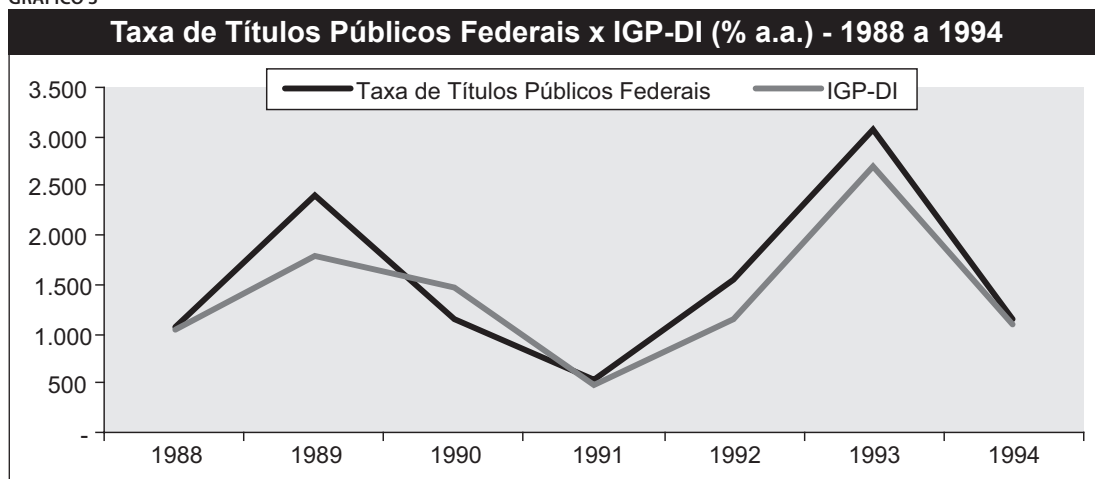
Em março de 1990, o Plano Collor marcou o confisco de 80% dos haveres financeiros, que ficaram congelados no Banco Central, e fez com que a falta de liquidez e as falhas para a operacionalização das medidas editadas causassem uma paralisia no mercado financeiro e na economia como um todo. Uma onda de falências – em função do aumento dos custos financeiros e de um forte desaquecimento da demanda interna –, aliada à crise de bancos estaduais, gerou uma política de crédito seletiva e acentuou o clima de risco e incerteza. As altas taxas de juros acabaram por impulsionar o mercado primário de debêntures, já que a captação por estes títulos representou uma alternativa à tomada de recursos pelo setor produtivo em comparação às elevadas taxas dos empréstimos praticadas pelos bancos. Entretanto, a proibição de operações compromissadas com lastro em debêntures estabelecida pela Circular nº 1.773/90 do Banco Central – que haviam sido instituídas pela Resolução nº 1.088/86 do CMN – diminuiu o volume do mercado secundário de debêntures, que vinha ganhando impulso nos anos anteriores.



Já no final de 1990, a inflação voltava à cena do mercado brasileiro, agravada pela perda de credibilidade no governo e pela nova tentativa malsucedida de estabilização com o Plano Collor II em 1991, que instituiu novo congelamento de preços, fim da indexação e o fim do *overnight* para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras. As altas taxas de juros e a estagnação da economia levaram ao aumento do desemprego e à queda dos níveis de renda. Nessa época, os elevados depósitos compulsórios e demais restrições estabelecidas pelo Banco Central para as operações ativas e passivas das instituições financeiras acabaram servindo tanto para a criação de mercados cativos para a dívida pública como por introduzir a utilização de outros instrumentos financeiros, como, por exemplo, a emissão de Cédulas de Debêntures, então autorizadas pela Resolução nº 1.825/91 do CMN. Merece destaque também a utilização de debêntures no processo de privatização que se iniciava.

Em 1992, a atratividade das taxas de juros internas gerou um significativo ingresso de recursos no país, o que contribuiu para a reaproximação do Brasil à comunidade financeira internacional – houve renegociação da dívida externa com o Clube de Paris e com o FMI. Por outro lado, a dívida interna também cresceu de forma significativa para conter o impacto monetário do aumento da liquidez, assim como crescia a dificuldade do governo na rolagem da dívida, feita em sua maioria com títulos prefixados de curta duração a taxas crescentes, devido ao aumento da expectativa de inflação dos agentes de mercado.

GRÁFICO 3



Fontes: Banco Central e Fundação Getúlio Vargas.

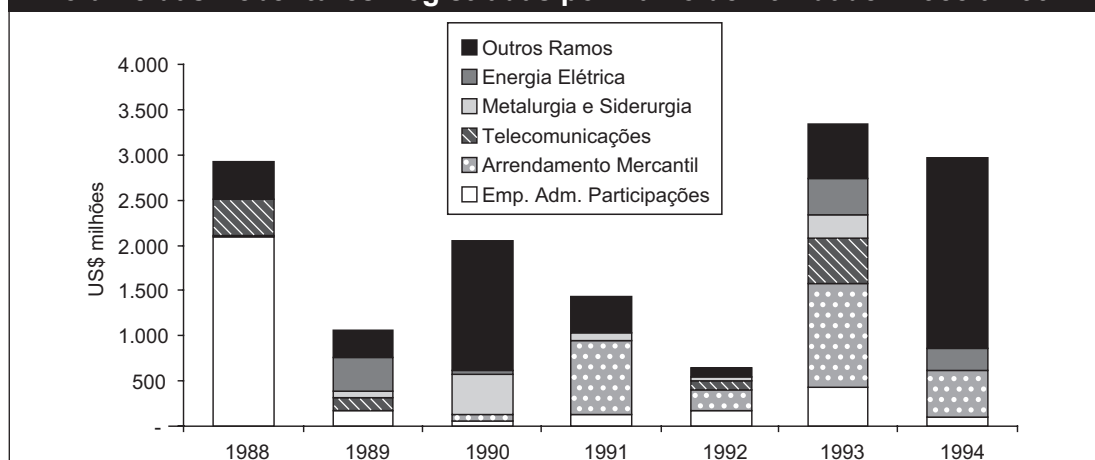




Por fim, a instabilidade econômica e política culminou com a aprovação do *impeachment* e a renúncia do presidente no final de 1992, e o saldo para o mercado de capitais também não foi positivo: no decorrer do governo Collor, cerca de 130 empresas fecharam capital e apenas 39 optaram pela abertura, o que fez com que, ao final de 1992, existissem 851 empresas de capital aberto no país, enquanto em 1987 o número era de 1.200 empresas.

GRÁFICO 4

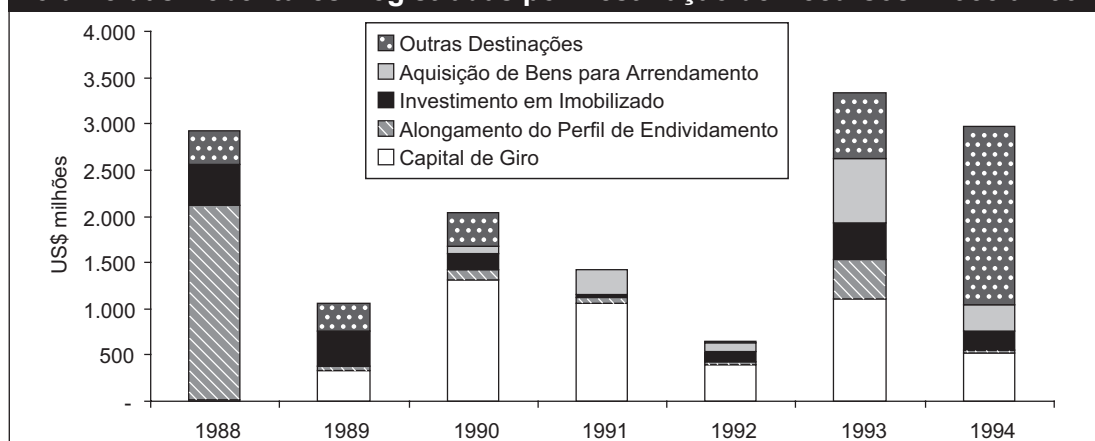
### Volume das Debêntures Registradas por Ramo de Atividade - 1988 a 1994



Fonte: Cetip.

GRÁFICO 5

### Volume das Debêntures Registradas por Destinação de Recursos - 1988 a 1994



Fonte: Cetip.

O ano seguinte começou com indefinições quanto às políticas de combate a inflação que deveriam ser adotadas. Com Fernando Henrique Cardoso à frente do Ministério da Fazenda,



iniciaram-se propostas para um programa de austeridade com corte de gastos públicos, aprofundamento do programa de privatização e ajuste das finanças dos estados e municípios. Dividido em três fases, o programa visava, em um primeiro momento, à obtenção de superávit nas contas públicas, o que daria credibilidade ao governo para o lançamento da URV – Unidade Real de Valor. Por um período curto – entre dois e três meses –, os agentes econômicos teriam liberdade para corrigir os preços, contratos e salários pelo novo indexador, e a partir de sua disseminação, a URV se tornaria moeda, substituindo o cruzeiro real. As taxas de juros internas permaneceram elevadas, de forma a evitar a inflação no período de transição, estratégia que não obteve sucesso. Ao mesmo tempo, foi intensa a entrada de divisas, o que levou o Banco Central a instituir IOF sobre a entrada de recursos externos e à criação de fundos de renda fixa de capital estrangeiro, de forma a desestimular o capital especulativo. Além disso, o Banco Central pôs fim às operações de aluguel com debêntures, recurso que muitos investidores estrangeiros utilizavam para permanecer aplicando em renda fixa no país e que, na época, dava sustentação ao mercado secundário de debêntures.

No final de 1993, um novo avanço na regulamentação do mercado de capitais foi dado pela edição da Instrução CVM nº 202, de 6/12, que trata dos registros de companhia aberta; mas o período que antecedeu à adoção do real aumentou as incertezas dos agentes econômicos quanto à condução da política macroeconômica, e, principalmente, quanto ao tratamento que seria dado à indexação dos ativos. As expectativas quanto à unificação cambial e ataque à inflação voltaram a perturbar o mercado e a dificultar a formação de preços dos ativos, embora a política de juros elevados e a alteração do perfil da dívida pública já indicassem uma mudança da política econômica em curso.

TABELA 1

Percentual de Participação por Indexador das Debêntures Emitidas									
Ano de Emissão	Índice de Preços	Taxa Anbid	BTN	TR	TJLP	TBF	Dólar Com.	Taxa DI	Sem Correção
1981/1987	37,50	7,50	5,00	50,00	-	-	-	-	-
1988	56,25	-	6,25	37,50	-	-	-	-	-
1989	31,58	2,63	-	60,53	-	-	-	-	5,26
1990	28,75	1,25	3,75	53,75	1,25	-	-	-	11,25
1991	64,10	-	-	24,36	-	-	6,41	-	5,13
1992	71,70	-	1,89	9,43	-	-	5,66	-	11,32
1993	80,99	-	-	4,13	0,83	-	6,61	0,83	6,61

**Obs.:** Os dados específicos sobre o mercado de debêntures nesta publicação têm como fonte exclusiva o SND - Sistema Nacional de Debêntures. **Fonte:** Cetip.



## **1994/2002 – O Plano Real e o Período de Adaptação à Estabilidade**

Apesar da recém-estabilidade, o período 1994-2002 foi marcado pela incerteza dos agentes quanto à continuidade da política macroeconômica – motivada principalmente por um componente de incerteza política. Foi um período de transição, com a reorganização do sistema financeiro e com a transformação das práticas voltadas exclusivamente para o curto prazo – desenvolvidas pela alta inflação dos períodos anteriores. A economia ainda apresentava relação de risco-retorno distorcida, o que não incentivava os investimentos de longo prazo, e grande parte dos recursos continuava concentrada em títulos públicos.

Adotado em julho de 1994, o Plano Real alterou notoriamente o cenário econômico dos anos anteriores. Com o objetivo de fazer a transição de uma economia inflacionária para outra sem indexação, controlando as expectativas de curto prazo dos agentes, o governo utilizou amplamente os instrumentos de política monetária, em especial taxas de juros elevadas, o que atraiu um grande volume de recursos externos. Em consequência, esse período foi marcado pela intensa atuação do Banco Central no mercado de títulos públicos, com o objetivo de esterilizar a elevada liquidez da economia, evitando os efeitos inflacionários de uma expansão da base monetária não programada. Além disso, o ano também foi marcado pela sobrevalorização do real frente ao dólar, com a ausência de intervenções do Banco Central no mercado de câmbio - cenário que perdurou até o final de 1994, quando a crise econômica mexicana desestabilizou os fluxos de recursos para a América Latina, levando o governo brasileiro a promover mudanças no câmbio em março de 1995.

O Plano Real também foi um importante marco do início do fortalecimento e desenvolvimento do mercado de capitais, com o crescimento expressivo do número de emissões de debêntures, que passou a se constituir como um dos principais instrumentos de captação de recursos, em particular para empresas de administração e participação.

Os anos que se seguiram à adoção do Plano Real foram marcados por fortes ajustes, tanto para as instituições financeiras, em especial as estaduais, como para as empresas. Houve elevado número de concordatas, evidenciando o limite da capacidade de endividamento dos agentes econômicos, e uma maior seletividade por parte das instituições para suas carteiras



de financiamento. As medidas de restrição ao crédito adotadas em 1994 e nos primeiros meses de 1995, somadas à restrição imposta às instituições financeiras de não mais intermediarem operações públicas de *commercial papers*, tornaram as debêntures uma opção de investimento ainda mais vantajosa. E as empresas de *leasing*, que captavam recursos em outros mercados, voltaram a recorrer à debênture, passando a responder por parcela significativa do número de emissões registradas no período. O SND registrou em 1994 US\$ 3,6 bilhões em novas emissões de debêntures, grande parte principalmente após a adoção do real, com volumes crescentes ao longo dos meses.

As medidas adotadas para o controle da demanda agregada pós-Plano Real foram pouco a pouco dando espaço a um processo de flexibilização da política monetária, especialmente no que diz respeito à redução das alíquotas de recolhimentos compulsórios e à remoção das medidas de restrição ao crédito. E a partir de 1995, as intervenções do Banco Central no mercado de juros deixaram de ser sistemáticas, dando ao mercado um papel mais ativo na formação das taxas, já que a política monetária se mostrava eficiente para conter o processo inflacionário e visava a adaptar o sistema financeiro à nova conjuntura de estabilização.

Contudo, em 1995, cerca de 50 instituições financeiras foram liquidadas ou sofreram algum tipo de intervenção. E no final do ano, com o objetivo de fortalecer o setor, o governo lançou o FGC – Fundo Garantidor de Crédito e o Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro, destinados a assegurar a liquidez e resguardar os interesses dos depositantes e investidores. O número de concordatas requeridas de empresas saltou para 1.300 no primeiro semestre do ano, contra 382 em igual período de 1994. E o sistema financeiro experimentou uma inadimplência expressiva, tornando-se ainda mais seletivo em sua carteira de crédito, o que incentivou o aumento das operações de securitização e operações estruturadas de *corporate finance*, incluindo captações com debêntures. Neste período, também teve início a quebra dos monopólios estatais de telecomunicações, distribuição de gás canalizado, navegação de cabotagem, exploração de recursos minerais e petróleo, e a abertura dos setores de infra-estrutura à iniciativa privada, que realizaram captações com debêntures para o financiamento de seus investimentos, impactando positivamente não só o mercado primário, mas também o mercado secundário deste ativo.



Em 1996, o cenário de estabilidade de preços se solidificou com a obtenção de uma inflação anual de um dígito – o IGP-DI registrou variação de 9,34%. A política monetária foi flexibilizada de forma gradual, mas as taxas de juros ainda mantiveram-se elevadas, o que contribuía para agravar o desequilíbrio fiscal. Entretanto, houve alteração do perfil da dívida pública, com o aumento da participação dos títulos prefixados e dos cambiais, estes últimos principalmente associados a políticas que objetivavam conter ataques especulativos ao real e reduzir a volatilidade no mercado de câmbio. No mercado de debêntures, mantinha-se elevada a participação de ativos indexados a índices de preços – 49,8% do total do volume emitido no ano - e também aumentou significativamente o número de ativos prefixados e sem correção – com participação de cerca de 31% do total. Em 1997, estes ativos responderam por 55% do total das emissões de debêntures no ano.

TABELA 2

Percentual de Participação por Indexador dos Ativos Emitidos									
Ano de Emissão	Índice de Preços %	Taxa Anbid	BTN	TR	TJLP	TBF	Dólar Comercial	Taxa DI	Sem Correção
1994	74,33	-	-	12,16	-	-	-	-	13,51
1995	46,84	3,80	-	24,67	3,80	-	-	-	20,89
1996	49,78	9,52	-	7,36	1,30	0,87	-	-	31,17
1997	32,76	6,03	-	4,31	1,72	-	-	-	55,18
1998	44,04	9,12	-	6,16	14,14	-	-	-	26,54
1999	20,66	20,00	-	-	2,27	-	-	40,25	16,82
2000	17,75	2,06	-	0,14	12,52	-	0,05	67,48	-
2001	28,92	-	-	-	2,98	-	-	67,75	0,35

Fonte: Cetip.

Outros destaques do ano foram a criação pelo CMN – Conselho Monetário Nacional do Copom – Comitê de Política Monetária, formado por representantes do Banco Central para estabelecer as diretrizes da política monetária; das taxas TBC – Taxa Básica do Banco Central e TBAN – Taxa de Assistência do Banco Central, que funcionavam, respectivamente, como piso e teto da banda de juros, contribuindo para o melhor balizamento das taxas e menor grau de intervenção no mercado; e a criação da TJLP, utilizada posteriormente como indexador para as emissões de debêntures, principalmente das operações estruturadas em conjunto com o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Estas medidas contribuíram para a redução da volatilidade dos juros no curto prazo, para o aumento da negociação de contratos de prazos mais longos e para o



aumento da captação dos fundos de investimento, já que a estabilização levou os agentes financeiros a redirecionar portfólios, visando a obter melhores combinações de rentabilidade e liquidez.

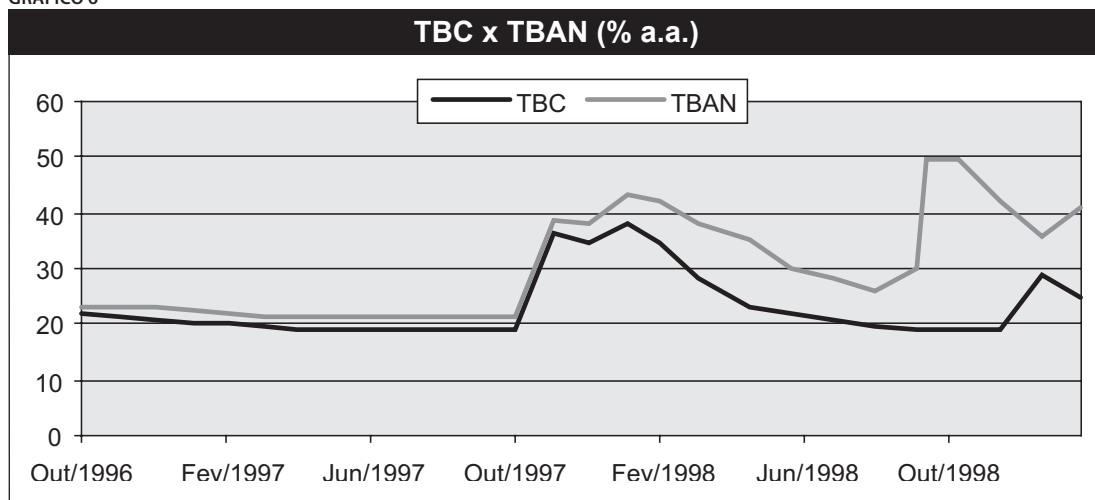
O crescimento do mercado de debêntures refletiu o aumento da procura por aplicações de prazos mais longos - em 1996, foram registrados na CVM cerca de R\$ 8 bilhões em operações com debêntures. E algumas medidas foram relevantes para influenciar as características das captações de recursos ao longo do ano, como a Decisão-Conjunta BC/CVM nº 3/96, que vedou a indexação à variação cambial e estabeleceu prazos mais longos para a correção dos valores dos demais indexadores; e as Resoluções nºs 2.330/96 e 2.344/96 do CMN que, no último semestre de 1996, passaram a permitir a aplicação de recursos dos fundos, carteiras de investimentos e sociedades de capital estrangeiro em debêntures conversíveis em ações de distribuição pública, o que representou um estímulo adicional às emissões desta classe de debênture. Em 1996 foi registrado um volume recorde de negociação de debêntures no mercado secundário no SND: R\$ 53,8 bilhões, em comparação com R\$ 9,1 bilhões registrados em 1995.

O cenário de redução dos juros, contudo, teve sua trajetória interrompida em abril de 1997 em função de movimentos de instabilidade no cenário internacional. E, no final do mesmo ano, em função dos efeitos da crise das economias asiáticas sobre os mercados financeiros de todo o mundo, o Copom, em reunião extraordinária, promoveu um significativo aumento das taxas, elevando a TBC e a TBAN de 1,58% e 1,78% para 3,05% e 3,23% a.m., respectivamente, de forma a priorizar a estabilidade da moeda. As preocupações do governo em relação ao desequilíbrio das contas externas geraram medidas restritivas ao financiamento de importações e de estímulo às exportações, assim como incentivos à entrada de recursos estrangeiros, com a manutenção da atratividade do cupom cambial líquido, além do aumento da participação dos títulos indexados à variação cambial na dívida pública.

A previsão de início de incidência da CPMF no início de 1997 gerou uma concentração de emissões de debêntures nos meses de janeiro e fevereiro, fato que influenciou também o volume negociado no mercado secundário. Foram registrados na CVM R\$ 7,5 bilhões em captações de debêntures, e os registros de negociações no mercado secundário no SND alcançaram R\$ 32,5 bilhões.



GRÁFICO 6



Fonte: Banco Central.

Ao longo de 1998, a variação das taxas de juros esteve atrelada à evolução dos condicionantes externos. Apesar do encolhimento do nível de liquidez internacional, as taxas internas sofreram reduções graduais, iniciadas em dezembro de 1997, com o objetivo de reduzir os impactos da política restritiva adotada em resposta à crise asiática. Entretanto, o anúncio da moratória russa levou a uma nova redução do volume das reservas e ao aumento do patamar dos juros, com a elevação da TBAN de 25,75% para 42,34% a.a. Enquanto a dívida pública mantinha elevada a participação de papéis pós-fixados e cambiais, as emissões de debêntures concentravam-se nos papéis indexados a índices de preços, que alcançaram 44% das debêntures emitidas no ano.

O cenário de incerteza e a alta volatilidade provocaram a migração dos recursos dos portfólios dos agentes no mercado financeiro da renda variável para a renda fixa. O cenário de restrição na liquidez internacional também incentivou a captação interna por parte das empresas, tanto em notas promissórias como debêntures, o que fez com que os registros de notas e debêntures na CVM fossem de, respectivamente, R\$ 12,9 bilhões e R\$ 9,7 bilhões em 1998. Entretanto, dentre as medidas divulgadas pelo governo relativas ao contingenciamento do crédito ao setor público, destacou a Resolução nº 2.505/98 do CMN, que vedou a aplicação de entidades abertas e fechadas de previdência privada, sociedades seguradoras e de capitalização e fundos de investimento em debêntures de emissão de entidades do setor público.

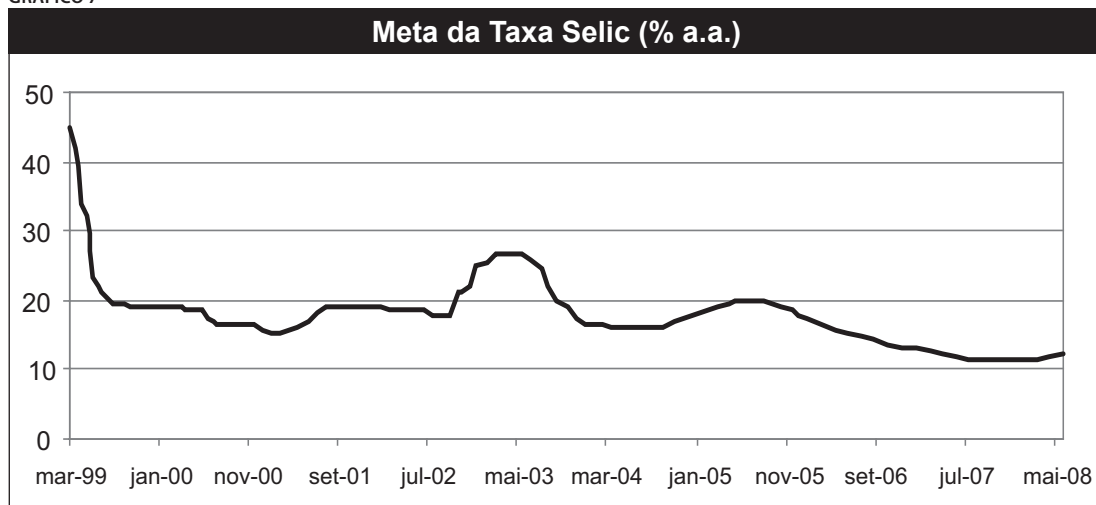


A decretação da moratória russa em agosto gerou uma crise de confiabilidade, principalmente quanto à continuidade da política de bandas cambiais adotada desde o início do Plano Real, gerando forte saída de recursos e redução das reservas internacionais, o que culminou na adoção do sistema de câmbio de livre flutuação em janeiro de 1999. Em março de 1999, foi a vez de o sistema de banda de juros em vigor desde 1996 ser substituído pelo sistema de metas para a Taxa Selic, definidas com a indicação de tendência (viés). A primeira meta foi estabelecida em 45% a.a., com viés de baixa.

Em junho, outra importante alteração na política macroeconômica foi a adoção do sistema de metas para a inflação, tendo o IPCA, divulgado pelo IBGE, como parâmetro oficial. As metas para o IPCA foram definidas em 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, com intervalos de 2% de flutuação para cima e para baixo. Até 1999, apenas três debêntures haviam sido emitidas com remuneração atrelada a este indicador, e mesmo após a adoção do índice como meta oficial, apesar da tendência de crescimento, o número de debêntures com esta característica é pequeno, com participação de pouco mais de 1% no estoque em 2008.

O contexto de melhora das expectativas nos cenários interno e externo fez com que, já em julho de 1999, a Meta da Selic fosse definida em 19,5% a.a. e mantida em 19% de setembro a março de 2000, quando teve início uma nova flexibilização da política monetária, chegando em dezembro a 15,75% a.a.

GRÁFICO 7



Fonte: Banco Central.





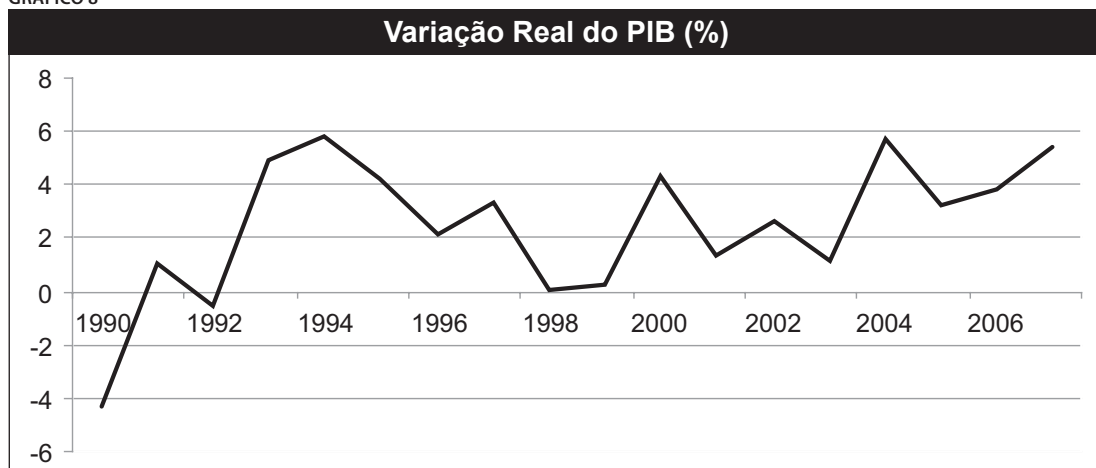
A redução das taxas de juros, aliada às flutuações no câmbio e nos índices de preços, também modificou o perfil de alocação de recursos dos investidores em 1999. Neste ano, houve forte valorização nas Bolsas de Valores, com o IBovespa registrando variação superior a 150% no ano.

No mercado de debêntures, o destaque foi a edição da Resolução nº 2.675, que permitiu o retorno da utilização de debêntures e notas promissórias como lastro nas operações compromissadas, sinalizando uma medida de readaptação a uma economia não-inflacionária, com o estímulo ao carregamento de papéis de prazos mais longos, o que beneficiou diretamente o mercado secundário de debêntures. Também em 1999, a ANDIMA reformulou seu Código de Ética e lançou o COM – Código Operacional de Mercado, orientando as instituições financeiras sobre os padrões de conduta operacionais a serem adotados, com procedimentos e regras de observância obrigatórias, inclusive na negociação nos mercados primário e secundário de debêntures. Em 2000, foram incorporados ao COM os Trabalhos de Orientação de Cálculos e Textos para Escrituras de Debêntures, desenvolvidos também pela ANDIMA; e em 2001, a grande aceitação pelo mercado das metodologias sugeridas serviu para a ampla reforma do SND, com o recadastramento de todos os ativos, a criação de novos campos e rotinas no sistema, possibilitando a realização do cálculo do preço unitário da curva dos papéis, e a inclusão de novas informações, como classificações de *rating*, de instituições depositárias e da quantidade de negócios realizadas no mercado secundário. Destaque-se que, em 2001, passou a ser comum a iniciativa das empresas emissoras de contratar agências de *rating* para a classificação de risco de seus papéis, prática que se tornou necessária após as Resoluções nºs 2.720/00 e 2.829/00 do CMN, que passaram a exigir a avaliação de risco para que as debêntures fossem alocadas na carteira de entidades fechadas de previdência complementar na categoria “baixo risco de crédito”.

Após a acomodação das taxas de juros, a economia brasileira começou a criar condições para sua recuperação. Em 2000, a taxa real de juros alcançou níveis próximos a 10% e o PIB registrou crescimento de 4,2%, liderado principalmente pela indústria, puxada pelos segmentos de bens de consumo duráveis e bens de capital. Também foi destaque o volume de ingresso de recursos sob a forma de investimentos estrangeiros diretos, que alcançaram US\$ 30,6 bilhões em 2000.



GRÁFICO 8



Fonte: IBGE.

No mercado de debêntures, as emissões registraram algumas mudanças em 2000, como o surgimento das debêntures de companhias imobiliárias e a mudança dos indexadores das emissões. A partir da Decisão-Conjunta BC/CVM nº 7, de 23/9/1999, em que foram flexibilizados os prazos e taxas para debêntures, constatou-se a predominância de emissões com cláusula de remuneração baseada na Taxa DI – taxa média dos depósitos interfinanceiros de um dia, calculada e divulgada pela Cetip. A Taxa, usada por grande parte do mercado como *benchmark*, passou a permitir que as oscilações de taxas de juros fossem absorvidas de imediato. Até então, como a utilização da Taxa DI não era permitida, era comum que as emissões de debêntures possuísem a elas atrelados contratos de *swap*, o que acrescentava mais um custo à operação. No final de 2000, as emissões indexadas à Taxa DI respondiam por, aproximadamente, 11% do estoque de debêntures no SND e as indexadas por índices de preços ainda respondiam por mais de 50% do estoque, principalmente em função das emissões de SPE – Sociedades de Propósito Específico.

Com a volta das operações compromissadas com debêntures, o mercado secundário experimentou novo impulso em 2000, encerrando o ano com um volume negociado de R\$ 13,2 bilhões. O aumento dos negócios deveu-se também à diversificação na emissão de debêntures, com participações dos setores de transportes, editorial e gráfico, sinalizando uma desconcentração desses ativos em empresas de administração e participação, que têm como característica o pagamento de participação nos resultados e, por isso, são menos negociados no mercado secundário.



Em 2001, um novo avanço no arcabouço regulatório do mercado de capitais foi a edição da Lei 10.303, em 31 de outubro, que buscou atualizar as normas e incluiu práticas internacionais indispensáveis à modernização do mercado, como a governança corporativa e o aumento da participação dos acionistas minoritários nas decisões da empresa, visando a estimular os investimentos neste segmento e torná-lo mais pulverizado. Quanto às regras aplicáveis às debêntures, as principais modificações foram a permissão para que a emissão destes ativos não conversíveis em ações ou sem garantia real por companhia aberta fosse definida também pelo conselho de administração, e não mais somente pela assembléia geral, agilizando o processo de emissão; a possibilidade de que, desde que estabelecido na escritura de emissão, fossem mantidas em contas de custódia, em nome de seus titulares, sem que houvesse a emissão de certificados; o estabelecimento do regime de propriedade fiduciária, com o objetivo de permitir a transferência de títulos dentro de sistema computadorizado sem que fosse necessário alterar nos livros da companhia ou nos registros das contas correntes o proprietário final dos títulos; a possibilidade de que o debenturista optasse por receber o pagamento das debêntures em bens; e a transferência do registro das escrituras de debêntures do Cartório de Registro de Imóveis para o Registro de Comércio, posteriormente denominado Registro de Empresas, reduzindo os custos para a sua emissão.

Em 2001, o volume de debêntures registrado na CVM superou em muito o volume dos demais valores mobiliários. Enquanto as emissões de notas promissórias e ações alcançaram, respectivamente, R\$ 5,2 bilhões e R\$ 1,3 bilhão, em ofertas primárias, o mercado de debêntures registrou volume de R\$ 15 bilhões, superando o recorde desde o Plano Real, que havia sido de R\$ 9,6 bilhões em 1998. Foram registrados 98 novos ativos no SND, o dobro do ano anterior, com a estréia de 27 empresas que até então não haviam emitido debêntures. Quanto à remuneração das debêntures, 67% eram indexadas à Taxa DI e 29% indexadas ao IGP-M, com grande influência do perfil de tomadores – fundos de investimento, para os ativos indexados ao DI, e fundos de pensão, para os ativos indexados ao IGP-M. O mercado secundário também apresentou crescimento de 20% em relação ao ano anterior, movimentando R\$ 17,3 bilhões, também em função do aumento do estoque disponível para negociação, de R\$ 26,3 bilhões para R\$ 37,8 bilhões.



TABELA 3

Volume dos Principais Valores Mobiliários Aprovados pela CVM					
Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
2000	1.410,17	8.748,00	7.590,70	171,67	0,00
2001	1.353,30	15.162,14	5.266,24	222,80	0,00
2002	1.050,40	14.635,60	3.875,92	142,18	200,00
2003	230,00	5.282,40	2.127,83	287,60	1.540,00
2004	4.469,90	9.614,45	2.241,25	403,08	5.134,65
2005	4.364,53	41.538,85	2.631,55	2.102,32	8.579,13
2006	14.223,02	69.464,08	5.278,50	1.071,44	12.777,40
2007	33.135,84	46.533,79	9.725,50	868,29	9.961,55
2008*	12.265,56	33.073,25	9.965,00	422,69	4.967,35

\*Até junho. Em R\$ milhões **Fonte:** CVM.

Entretanto, as consequências para o Brasil da crise argentina – com o fim de 11 anos de paridade cambial - e do ataque terrorista nos EUA em 2001, aliadas a pressões internas sobre o câmbio e a inflação, levaram a Autoridade Monetária a promover sucessivos aumentos na Taxa Selic, que chegou a 19% a.a. Além disso, a desvalorização do real frente ao dólar e a retração dos mercados internacionais oneraram as captações no exterior, obrigando as empresas brasileiras a buscar internamente alternativas de *funding*, e limitaram a estratégia de investimentos dos agentes, o que se agravou com a crise energética.

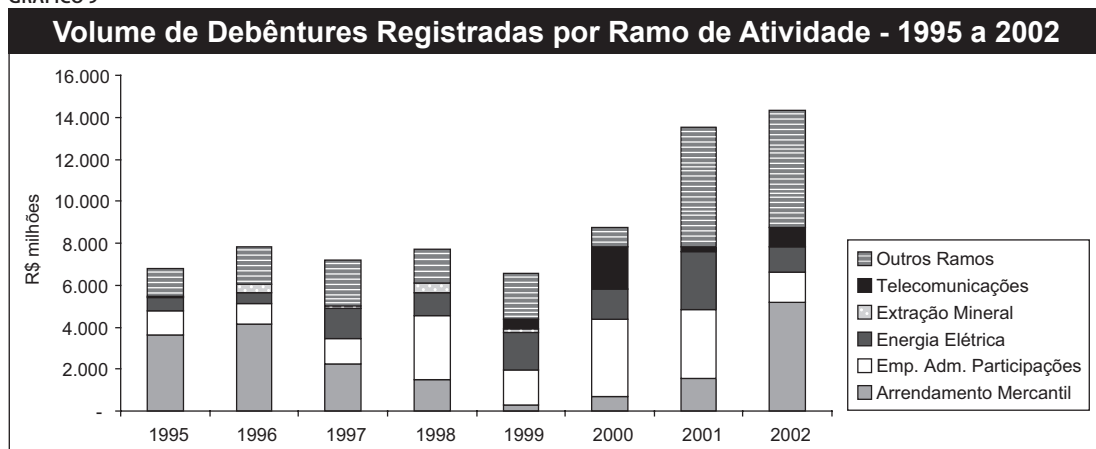
Em 2002, as incertezas do período pré-eleitoral afetaram negativamente as expectativas, que se deterioraram rapidamente, com elevação do risco-país e a redução dos investimentos externos diretos e em portfólio. Apesar da pressão inflacionária observada no início do ano, foram realizadas reduções da taxa básica, e a taxa em vigor de julho até outubro foi de 18%, quando então foi elevada para 21%. Entretanto, todos os índices de preços acusaram aumento significativo em relação a 2001 e, pelo segundo ano consecutivo, o Banco Central não conseguiu cumprir a meta de inflação, principalmente em função do comportamento da alta do dólar, e seu repasse para os preços administrados.

Entretanto, o mercado de debêntures em 2002 cresceu a despeito do ambiente macroeconômico incerto, e também para suprir o corte de linhas de financiamento no exterior. Foram captados R\$ 14,6 bilhões em debêntures, com 32% das captações destinadas ao reforço do capital de giro, 17% para alongamento do perfil da dívida, 12% para investimentos e 5,9%



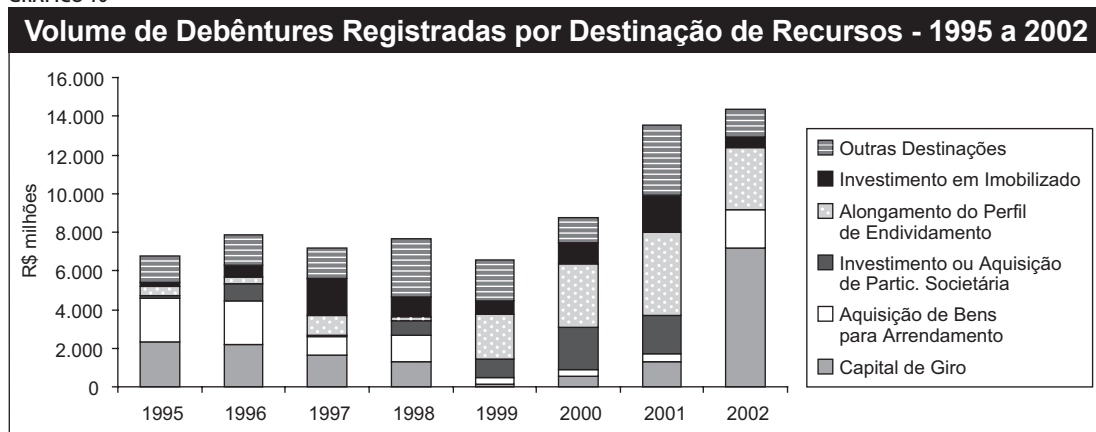
para redução de passivos. Entre os setores tomadores de recursos, houve concentração na captação por empresas de *leasing* (36%), seguidas pelos setores de siderurgia (14%), participação e administração (13%), e serviços de prospecção e refino de petróleo e eletricidade - ambos com 10% de participação no volume total.

GRÁFICO 9



Fonte: Cetip.

GRÁFICO 10



Fonte: Cetip.

Outro destaque foi a finalização da reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, que adotou medidas para o gerenciamento de riscos associados à compensação e à liquidação de operações financeiras, transferindo ao próprio mercado riscos que até então permaneciam a cargo do Banco Central. A redução dos *lags* de liquidação nos mercados – inclusive no de títulos privados, como no de debêntures - representou significativo avanço para os mercados financeiro e de capital domésticos.



O ano de 2002 também foi marcado pela mudança nas regras de contabilização dos ativos nos fundos de investimento – as chamadas regras de marcação a mercado. Em fevereiro, o Banco Central divulgou, pela Circular nº 3.086, a exigência de que os fundos de investimento avaliassem suas carteiras a preço de mercado a partir de setembro, mas o prazo foi antecipado para maio de 2002, pela Instrução CVM nº 365. Na época, mais de 50% das carteiras dos FIF era composta por LFT, títulos pós-fixados que vinham sofrendo uma depreciação nos preços em função do aumento de sua oferta pelo Tesouro, conjugada a *swaps* cambiais, associado a uma crescente percepção de risco deste ativo. A marcação a mercado desses papéis provocou uma altíssima volatilidade e perdas no valor das cotas dos fundos, gerando um movimento expressivo de saques, o que fez com que o patrimônio líquido dos fundos de investimento caísse de R\$ 466 bilhões em dezembro de 2001 para R\$ 369 bilhões em dezembro de 2002.

Isso, por sua vez, causou grande impacto também no mercado secundário de debêntures, já que o número elevado de saques dos fundos de investimento exigia a liquidação e venda dos diferentes ativos integrantes de suas carteiras. O volume de negócios secundários com debêntures em 2002 foi 23% superior ao observado em 2001. Dos R\$ 21,4 bilhões negociados, houve grande concentração de negócios nos meses de agosto e dezembro, de R\$ 5,2 bilhões e R\$ 2,6 bilhões, respectivamente, em função da maior movimentação nas carteiras dos fundos.

O agravamento das turbulências no mercado financeiro, com a deterioração das expectativas de curto prazo e as incertezas quanto à política econômica que seria adotada pelo governo eleito de Luiz Inácio Lula da Silva, fez com que, ao final de 2002, a meta para a Taxa Selic estivesse em 25% a.a.

### **2003/ 2008 – Consolidação das Expectativas**

Em 2003, apesar das incertezas quanto a possíveis mudanças na política econômica, o governo manteve o comprometimento com o processo de estabilidade de preços e com uma política monetária conservadora, e já nos dois primeiros meses do ano provocou a elevação da meta para a Taxa Selic em mais 1,5 ponto percentual. A recuperação da confiabilidade na



política econômica e do cenário internacional possibilitou a flexibilização da política monetária a partir no segundo semestre de 2003, com a redução dos juros básicos em 10 pontos percentuais, chegando a 16,5% a.a. no final do ano. Entretanto, a redução dos juros, associada à relativa estabilidade dos índices de inflação e da taxa de câmbio, não foi suficiente para permitir a expansão da atividade econômica. Seguiram-se também a estagnação e a queda dos volumes de emissões dos ativos tradicionais do mercado de capitais, como ações, debêntures e notas promissórias, refletindo o aumento da preferência por captações no exterior, em função da reabertura do mercado de crédito internacional às empresas brasileiras, com melhores taxas de juros e prazos, condicionadas pelo elevado grau de liquidez.

No mercado de debêntures, foram registrados na CVM apenas R\$ 5,2 bilhões, e as emissões primárias no mercado de ações tiveram seu menor valor desde a criação do Plano Real – apenas R\$ 230 milhões em novas captações. O mercado secundário de debêntures, entretanto, registrou um novo aumento do volume negociado: de R\$ 23,8 bilhões, com crescimento de 11% em relação ao ano anterior.

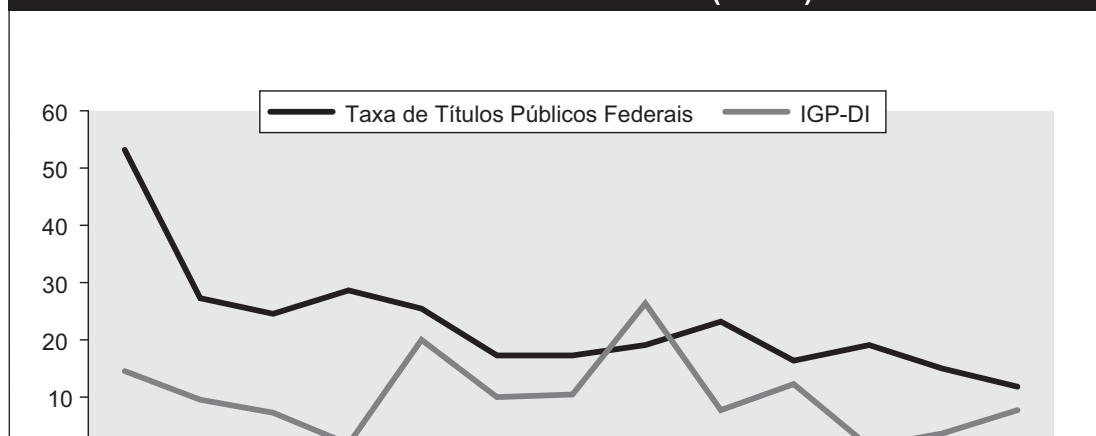
O grande destaque do ano de 2003 para o mercado de valores mobiliários se deu no âmbito regulatório. Foi divulgada pela CVM a Instrução nº 400, que reformulou as regras para a distribuição primária e secundária de valores mobiliários, com a regulamentação de alguns procedimentos já adotados pelo mercado e a criação de outros novos, como os registros de prateleira; a possibilidade de distribuição parcial da emissão; o lote suplementar; a dispensa de registro em casos específicos; e, principalmente, a adoção do padrão internacional de elaboração de prospectos e de divulgação de informações. Além disso, foram criados normativos para incentivar as negociações com valores mobiliários no mercado secundário, como o que ampliou a atuação dos formadores de mercado, com o objetivo de garantir a manutenção permanente de ofertas de compra e venda de ativos. Foram também editados, pela CVM, normativos específicos para o desenvolvimento do mercado de outros valores mobiliários, como o de FIDC – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários e FIP – Fundos de Investimentos em Participações.

Em 2004, na área macroeconômica, houve uma combinação favorável de resultados fiscais e das contas externas. A melhora do perfil da dívida mobiliária federal, a redu-



ção do risco Brasil e a inflação sob controle possibilitaram a retomada do crescimento da atividade econômica e o aumento das taxas de investimento, apesar da postura conservadora do governo, que provocou a elevação da meta para a taxa básica de juros no segundo semestre do ano. O mercado de capitais acompanhou o cenário positivo, com crescimento expressivo do número de emissões, tanto de instrumentos de renda fixa como de ações, estas últimas com 15 ofertas públicas – desde 1998 o mercado de ofertas públicas primárias de ações apresentava quedas sucessivas. No ano, o total de ofertas primárias registradas na CVM alcançou R\$ 18 bilhões, e as secundárias, R\$ 5 bilhões, e foram retomados os números de registros de abertura de capital concedidos às companhias. Além disso, houve intensa utilização dos registros de prateleira, o recurso do Programa de Distribuição: em 2004, foram arquivados na CVM oito programas, com a intenção de captação de R\$ 10,65 bilhões. Da mesma forma, foram também muito utilizados os mecanismos de *green shoe* e lote suplementar, funcionalidades permitidas pela Instrução CVM nº 400, as quais estimularam o acesso das empresas ao mercado de capitais, possibilitando-lhes adaptar o montante total das emissões à demanda existente, bem como aproveitar as janelas de oportunidade, de forma a beneficiar-se eventualmente de melhores condições de juros e risco.

GRÁFICO 11

**Taxa de Títulos Públicos Federais x IGP-DI (% a.a.) - 1995 a 2007**

Fontes: Banco Central e Fundação Getúlio Vargas.

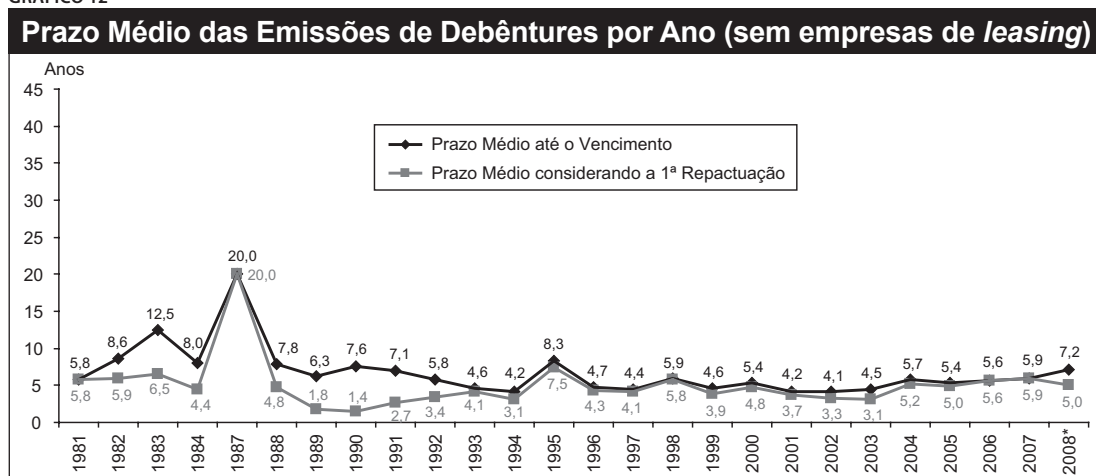
O volume de emissões de debêntures em 2004 foi de R\$ 9,6 bilhões, com crescimento de 82% em relação ao ano anterior; e houve aumento do prazo médio das emissões para cinco





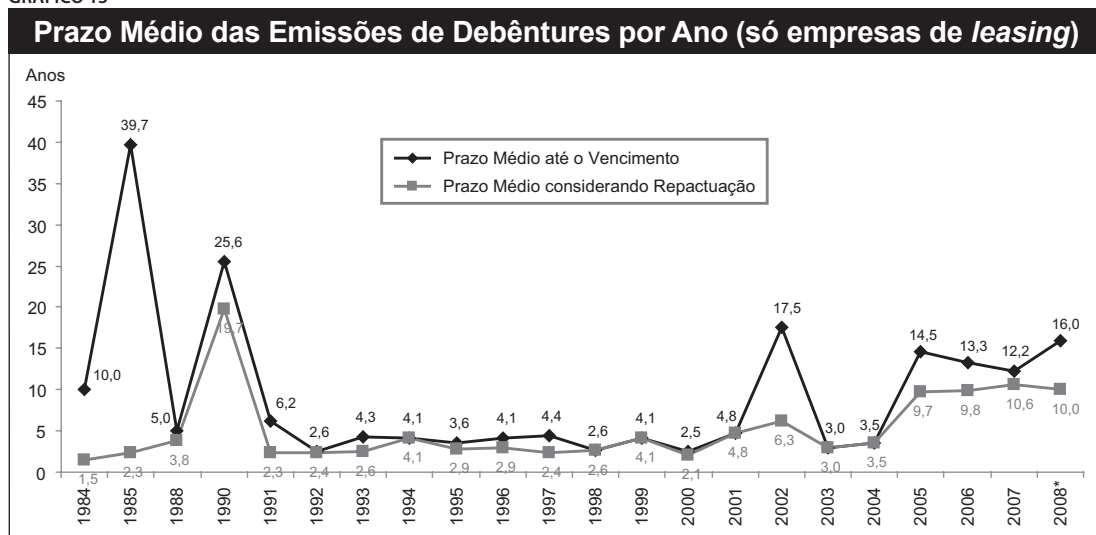
anos e oito meses, considerando os vencimentos finais. Mereceu destaque no mesmo ano a exclusão, em algumas emissões, da cláusula de resgate antecipado, que garante esta prerrogativa ao emissor. Tal alteração de característica foi considerada um avanço no mercado por muitos participantes, por julgarem essa cláusula um obstáculo à precificação justa dos ativos. Data também de 2004 o início do projeto de precificação de debêntures pela ANDIMA, que começou com a divulgação de preços diários para 38 debêntures e com a participação de 21 instituições formadoras de preços.

GRÁFICO 12



\* Até junho. Fonte: Cetip.

GRÁFICO 13



\* Até junho. Fonte: Cetip.



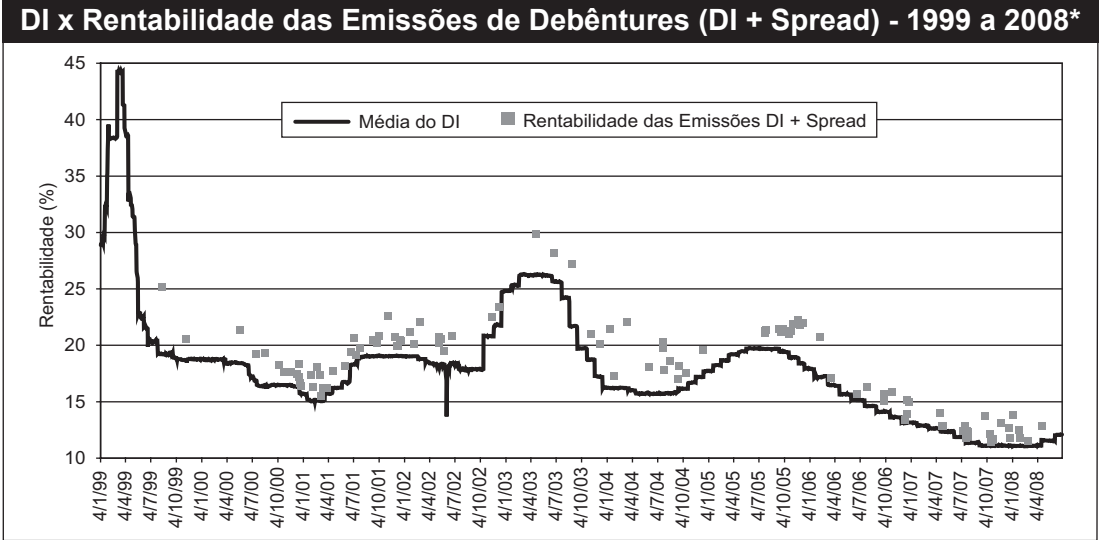
Do volume de debêntures emitido em 2004, a maioria (71%) esteve atrelada à Taxa DI – em 2003, foram 86% –, e a participação das debêntures indexadas ao IGP-M cresceu de forma relevante – de 10% em 2003 para 24% em 2004. As melhores condições macroeconômicas contribuíram para a redução das remunerações médias dos ativos emitidos no período, o que fez com que mais de 80% das emissões de debêntures do período fossem destinados à rolagem e troca de dívidas e redução do passivo das empresas.

TABELA 4

Percentual de Participação por Indexador dos Ativos Emitidos									
Ano de Emissão	Índice de Preços %	Taxa Anbid	BTN	TR	TJLP	TBF	Dólar Comercial	Taxa DI	Sem Correção
2002	25,22	-	-	-	-	-	-	74,62	0,16
2003	12,60	-	-	-	1,46	-	-	85,84	0,10
2004	25,10	-	-	-	-	-	3,93	70,21	0,76
2005	2,83	-	-	-	0,12	-	4,60	92,45	-
2006	1,91	-	-	-	-	-	2,72	95,37	-
2007	5,37	-	-	-	-	-	0,11	93,37	1,15
2008	0,30	-	-	-	-	-	0,22	99,48	-

Fonte: Cetip.

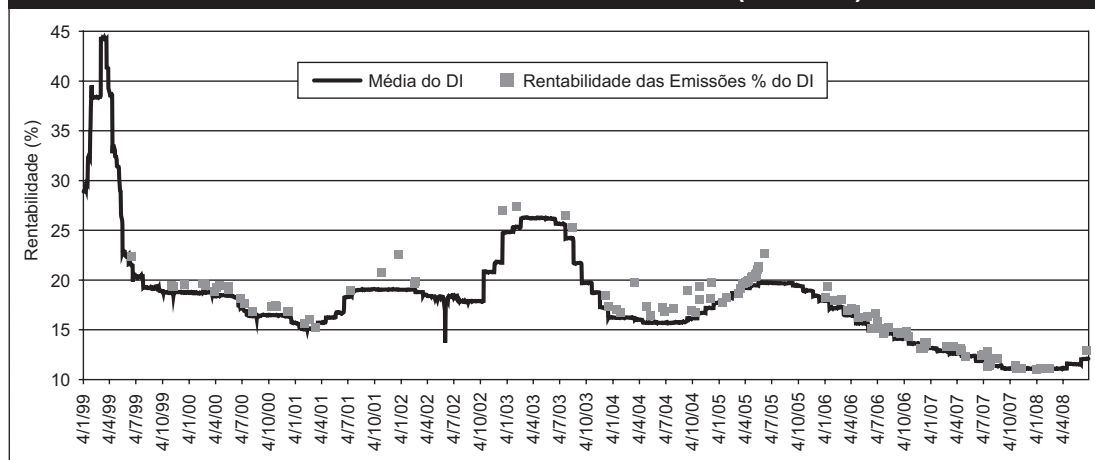
GRÁFICO 14



\* Até junho. Fonte: Cetip.



GRÁFICO 15

**DI x Rentabilidade das Emissões de Debêntures (% do DI) - 1999 a 2008\***

\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

Entretanto, apesar do aumento do número de emissões no mercado primário, as negociações no mercado secundário de debêntures apresentaram uma queda expressiva de 40% em 2004 comparadas ao ano anterior, totalizando R\$ 14 bilhões. A retração justificou-se tanto pela opção dos participantes por manter as debêntures em carteira quanto pela redução do volume médio das emissões, e a conseqüente menor pulverização dos ativos – fatores limitantes do mercado secundário.

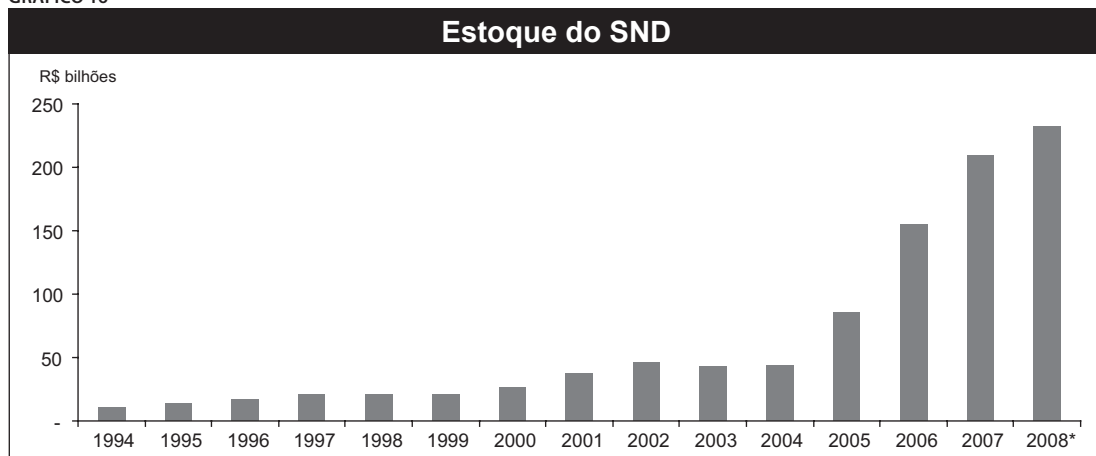
O aumento do preço do petróleo no mercado internacional, as sucessivas elevações das taxas de juros norte-americanas e as incertezas resultantes da crise política fizeram com que a equipe econômica mantivesse uma postura conservadora ao longo de 2005. A atividade econômica só não foi mais prejudicada devido ao comportamento favorável da conjuntura internacional, que apresentou elevada liquidez no mercado de crédito para os países emergentes, o que possibilitou ao Brasil a obtenção de superávits nas contas externas e avanços significativos na gestão da dívida externa, com redução do risco-país para 305 pontos no final do ano.

Contudo, apesar do elevado nível das taxas de juros e do ainda baixo crescimento da economia, o mercado de valores mobiliários apresentou comportamento favorável no ano: os registros de ofertas primárias e secundárias na CVM alcançaram R\$ 70,8 bilhões, um aumento de 142% em relação ao volume registrado em 2004. Do volume total, 58,7% correspondeu a emissões de debêntures – um novo recorde histórico desde a implantação do Plano Real, de R\$ 41,5 bilhões, e



de magnitude bastante superior aos registrados anteriormente – o que levou a um significativo aumento do estoque no SND, que alcançou a marca de R\$ 84,9 bilhões –, 90% superior ao de 2004.

GRÁFICO 16



\* Até junho. **Fonte:** SND.

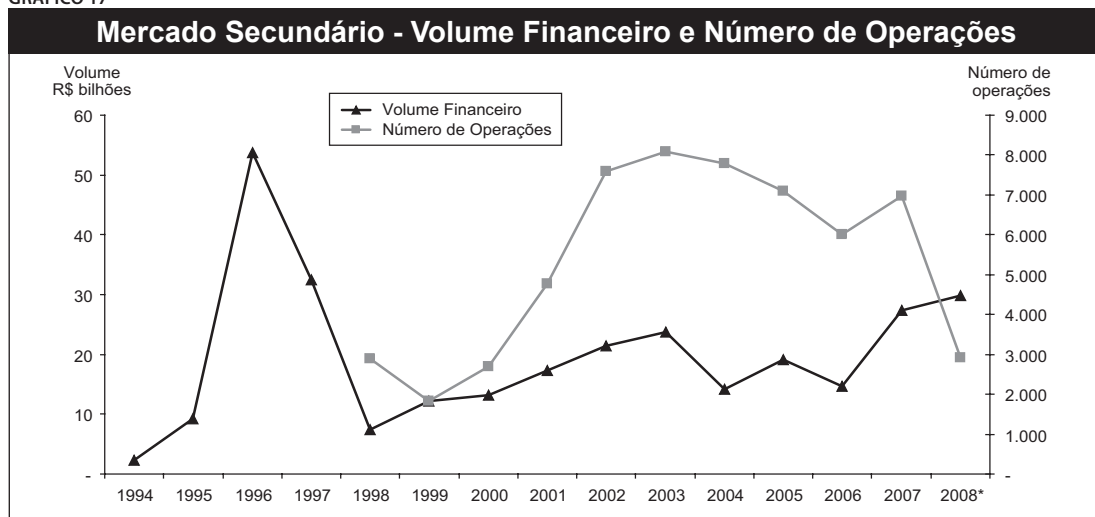
Das debêntures registradas no ano, mais de 70% foram emitidas por companhias de arrendamento mercantil, atreladas à Taxa DI. Sendo assim, no ano, 92% das emissões foram indexadas à Taxa DI, 5% indexadas ao dólar e apenas 3% indexadas a índices de preços. Quanto à destinação de recursos, a maioria das captações com debêntures – 74% - foi destinada para capital de giro, 18% para o alongamento do perfil de endividamento e apenas 1,2% para investimentos. Além disso, muitas das captações no mercado interno deveram-se à antecipação na rolagem e renegociação de dívidas que venceriam em 2006, em função das expectativas com o ano eleitoral e com o objetivo de obter taxas mais reduzidas e alongamento dos prazos.

As negociações com debêntures no mercado secundário apresentaram uma leve recuperação em 2005, alcançando R\$ 19 bilhões, em comparação aos R\$ 14 bilhões movimentados em 2004 – mas número ainda muito baixo, próprio de um mercado bastante ilíquido, principalmente levando-se em conta a expansão do estoque de debêntures em mercado no ano. A constatação da falta de liquidez como sério entrave ao desenvolvimento do mercado de dívida corporativa no Brasil levou a ANDIMA a desenvolver em 2005, em conjunto com outras entidades representativas do mercado financeiro, um grupo de trabalho para identificar iniciativas de fomento à negociação secundária deste ativo, entre elas a criação da debênture simplificada - ativo que prevê um esforço de pulverização em sua escritura de emissão. Ain-



da que livres das exigências regulatórias que acabaram por inviabilizar as debêntures padronizadas, instituídas pela Instrução CVM nº 404, de 13/2/2004, as debêntures simplificadas não foram amplamente utilizadas; contudo, muitas emissões a partir de então passaram a adotar as recomendações de padronização de cálculo contidas em seu modelo.

GRÁFICO 17



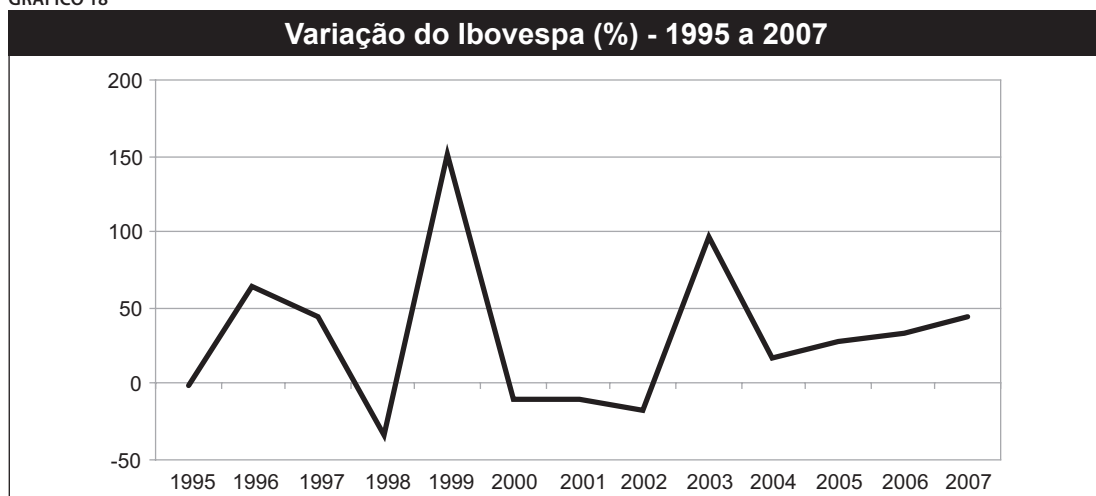
\* Até junho. Fonte: Cetip.

Em 2006, a inflação ficou abaixo da meta, o saldo comercial bateu novo recorde e houve expansão da massa salarial. Houve significativa redução dos juros básicos, com queda de 4,75 pontos percentuais ao longo do ano – chegando a 13,25% em dezembro. Embora a taxa de crescimento da economia tenha ficado aquém das projeções, houve significativa expansão do crédito, e ao final de 2006 o risco-país era de 192 pontos.

A despeito do risco de instabilidade política, típico de anos eleitorais, 2006 registrou o montante de R\$ 125 bilhões em ofertas primárias e secundárias de valores mobiliários, 75% superior aos números de 2005, como reflexo das melhoras observadas no ambiente macroeconômico. O mercado acionário apresentou intenso crescimento, com R\$ 27 bilhões em ofertas primárias e secundárias, e contabilizou a entrada de 15 novas empresas por meio de *IPO - Initial Public Offering*, motivadas pela variação de 33% do IBovespa no ano. As debêntures seguiram o bom desempenho dos anos anteriores e representaram 56% das emissões registradas na CVM em 2006, com a captação de R\$ 71 bilhões. Esse resultado fez com que o estoque do SND apresentasse crescimento de 83% no ano, atingindo a marca de R\$ 155 bilhões.



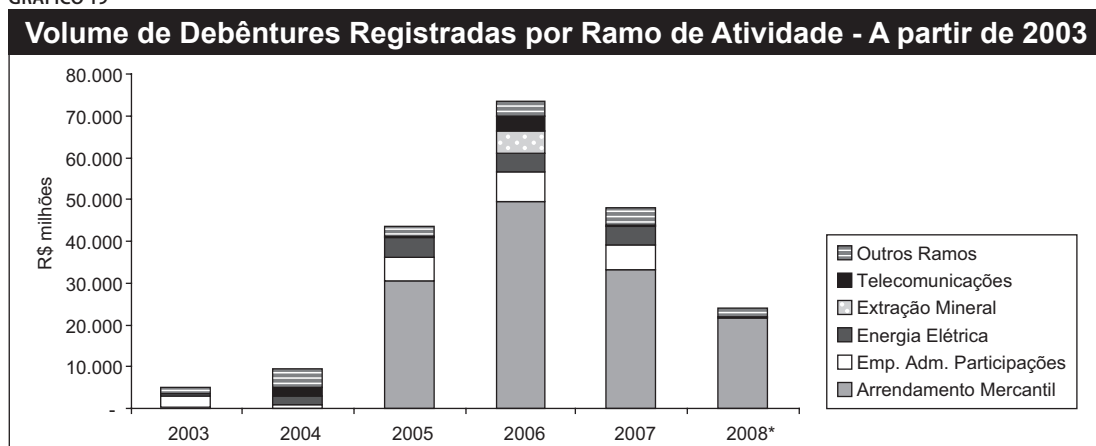
GRÁFICO 18



Fonte: Bovespa.

Seguindo a tendência do ano anterior, a maior parte dos registros de debêntures foi de empresas de *leasing*, o que fez com que 95% dos ativos registrados no SND fossem indexados à Taxa DI, ante a apenas 3% e 2% atrelados ao dólar e a índices de preços, respectivamente. Ainda assim, foram relevantes as captações realizadas por outros ramos de atividade - energia elétrica, mineração, telecomunicações, bebidas e transportes -, com a participação de 34 diferentes empresas e volume de R\$ 22,6 bilhões.

GRÁFICO 19



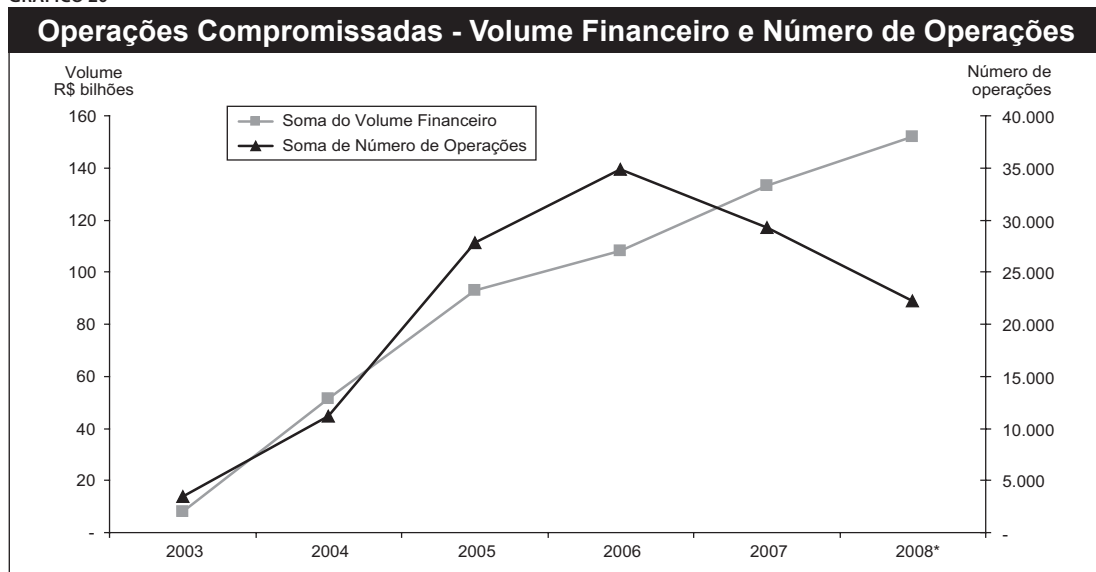
\* Até junho. Fonte: Cetip.

Embora as negociações definitivas com debêntures no mercado secundário no SND tenham registrado queda de 25% em relação a 2005, as operações compromissadas re-



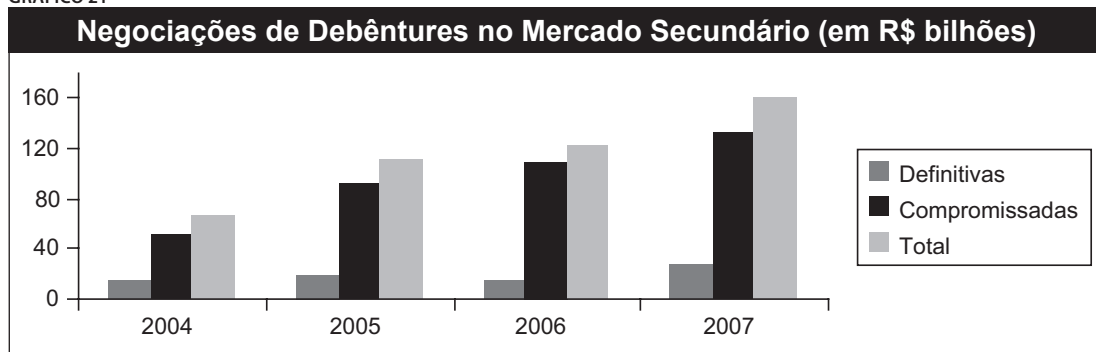
gistraram aumento significativo (16% no ano) – principalmente influenciadas pelas negociações com ativos das empresas de *leasing* –, o que fez com que, no total, as negociações no SND registrassem crescimento de 9,4% em 2006, com volume financeiro de R\$ 122,7 bilhões.

GRÁFICO 20



\* Até junho. Fonte: Cetip.

GRÁFICO 21



Fonte: Cetip.

Um dos grandes destaques do mercado de debêntures em 2006 ficou por conta do lançamento das debêntures da BNDESPar – até o momento, a mais bem-sucedida tentativa de distribuição de debêntures aos investidores de varejo. Na emissão,



foi adotada boa parte das recomendações das debêntures simplificadas, como a figura do formador de mercado e a definição de um lote para pulverização no varejo. Outro destaque foi a publicação da Instrução CVM nº 429, que trata do registro automático de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Especificamente em relação às debêntures, a Instrução prevê o registro automático para debêntures simples, sem cláusula de permuta, que façam parte de Programa de Distribuição previamente arquivado na CVM, e ofertas públicas de debêntures simples que estejam fora do âmbito de Programa, desde que adquiridas por não mais do que 20 investidores e que não haja entre os subscritores nenhuma entidade de investimento coletivo – fundo de investimento ou entidade fechada de previdência complementar. O principal benefício da instrução foi permitir a significativa redução do prazo de análise das ofertas, já que, atendidos os pré-requisitos estabelecidos, o registro é dado apenas cinco dias após o protocolo do pedido na CVM, com a publicação do anúncio de início de distribuição e divulgação do prospecto definitivo. Nos casos de registro automático, porém, as negociações dos valores mobiliários no mercado secundário ficam limitadas: os títulos somente poderão ser negociados antes de completados 18 meses de sua distribuição, se a negociação ocorrer entre seus titulares ou se forem integralmente alienados a um único investidor que preencha o requisito de não ser entidade de investimento coletivo.

Outra novidade foi a edição, pela CVM, em novembro da Instrução nº 441 sobre o empréstimo de valores mobiliários, visando a adaptar suas normas à Resolução nº 3.278 do CMN, editada em abril de 2005, que previa que os empréstimos passassem a abranger valores mobiliários de renda fixa custodiados nas entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia, também com o objetivo de aumentar a liquidez do mercado secundário de valores mobiliários de renda fixa.

Em 2007, a crise das *subprimes* no mercado norte-americano levou à interrupção no processo de queda dos juros básicos domésticos e levantou novas questões sobre a vulnerabilidade das economias emergentes à crise nos EUA. Embora a redução dos juros observada no primeiro semestre do ano tenha levado a uma melhora nas condições de financiamento e ao crescimento da atividade econômica no país, a partir de julho o agravamento da crise norte-americana provocou um novo cenário de aversão ao risco por parte dos investidores e uma elevação das expectativas inflacionária, tanto em função da alta

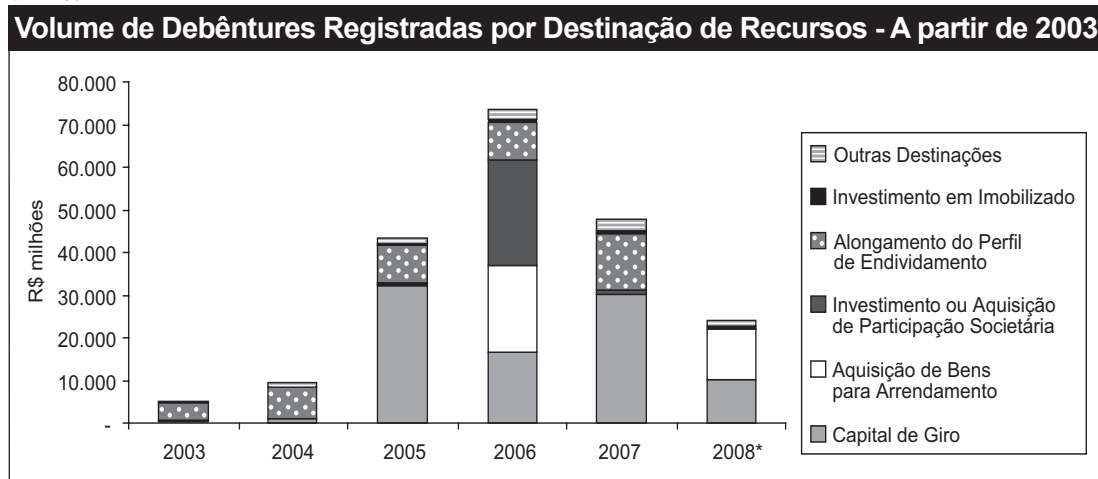




dos preços do petróleo e das *commodities* no mercado internacional como dos preços dos alimentos no mercado doméstico.

A despeito desse movimento, o mercado de valores mobiliários atingiu em 2007 a marca de R\$ 174 bilhões em emissões primárias e secundárias registradas na CVM. Foram captados R\$ 47 bilhões com debêntures para distribuição primária – número inferior ao observado em 2006, de R\$ 69 bilhões –, mas ainda com a manutenção do perfil dos anos anteriores, com elevada participação das empresas de *leasing* (70%) e destinação dos recursos para capital de giro (64%) e alongamento do perfil de endividamento (23%). Mas o maior destaque do ano foram as captações com ações, que alcançaram R\$ 33 bilhões em distribuições primárias – o maior volume observado desde o lançamento do Plano Real – e R\$ 34 bilhões em ofertas secundárias, que refletiram o forte movimento de valorização da Bolsa de Valores no ano, de 43,6%, e no acumulado dos últimos cinco anos, 287%, com grande participação dos investidores estrangeiros.

GRÁFICO 22



\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

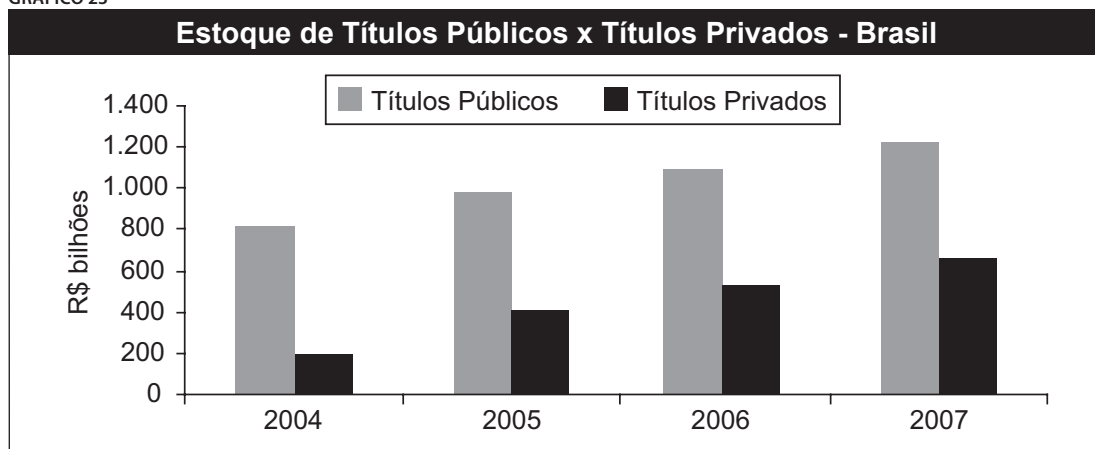
Ao final de 2007, o estoque registrado no SND alcançou R\$ 209 bilhões. E as negociações no mercado secundário alcançaram R\$ 27,4 bilhões no ano, com variação de 85% em relação ao ano anterior. Os negócios estiveram concentrados principalmente nas debêntures remuneradas por percentual do DI (59%) e pelas indexadas ao DI, conjugado com cupom prefixado (34%).



No primeiro semestre de 2008, as ofertas de valores mobiliários registradas na CVM já se aproximam de R\$ 90 bilhões, com R\$ 35 bilhões em ofertas primárias de debêntures – embora tenham sido observados no mercado alguns cancelamentos ou interrupções nas distribuições de algumas emissões, principalmente de empresas de *leasing*, em resposta à Circular do Banco Central nº 3.375 de 31 de janeiro, que estabeleceu alíquotas crescentes de depósitos compulsórios para as operações com as tesourarias dos bancos; e também em função da piora do cenário no mercado de capitais, com a elevação das taxas básicas de juros e a conseqüente elevação dos custos de captação para as empresas. Entretanto, o volume de emissões em análise e os programas de distribuição registrados na CVM indicam que não há um processo de interrupção das captações, mas sim uma espera por oportunidades para os lançamentos capazes de se adequar às necessidades e às condições de financiamento das companhias.

Ao longo desses últimos 20 anos de atuação da ANDIMA no mercado de debêntures, observou-se um nítido avanço nos fundamentos macroeconômicos, com o controle do processo inflacionário, a flexibilização da política monetária e o crescimento da atividade econômica, o que tem criado um ambiente propício ao aumento das captações privadas no mercado doméstico, tanto em renda fixa como variável. Contudo, no Brasil, o volume de captações privadas ainda é reduzido em comparação com o volume de emissões de títulos públicos; e, embora a diferença tenha diminuído ao longo dos últimos anos, ainda se encontra distante de alcançar o parâmetro observado em economias desenvolvidas, em especial a norte-americana, na qual é maior a participação dos títulos privados.

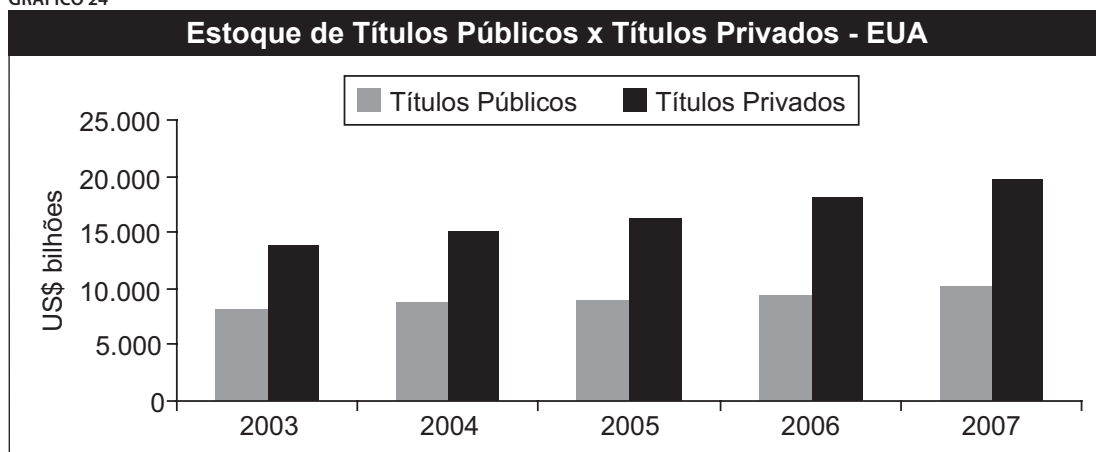
GRÁFICO 23



Fontes: Tesouro Nacional e Cetip.



GRÁFICO 24



Fonte: The Bond Market Association.

É inquestionável que o novo cenário econômico brasileiro garanta às emissões de debêntures o papel de boa alternativa de financiamento para as empresas. Pelo lado dos investidores, sejam eles de grande porte ou de varejo, uma potencial redução das taxas básicas de juros e a conseqüente queda da rentabilidade dos títulos públicos abrem espaço para a busca por ativos privados, assim como contribui para refazer a relação risco-retorno dos ativos no mercado brasileiro, por tanto tempo distorcida. Adicionado a isso, há um ambiente de maior responsabilidade por parte das empresas, com o avanço na adoção de práticas de governança corporativa e crescente respeito aos investidores e acionistas, fundamentais ao pleno desenvolvimento do mercado de capitais.

No mercado de debêntures, foram conquistas importantes a crescente padronização das fórmulas de cálculo e preços dos ativos e o aumento da participação dos investidores de varejo. Mas para os próximos anos, os desafios são conhecidos: o aumento da diversificação dos setores que realizam captações com o ativo; a evolução na adoção de outros indexadores para as emissões – já que, assim como observado nos títulos públicos, os sucessivos choques de juros observados na economia brasileira incentivaram a cultura do investidor em manter ativos pós-fixados, atrelados a taxas de curto prazo –; e, principalmente, o aumento das negociações no mercado secundário, capazes de garantir liquidez ao mercado de debêntures.



# 2

---

## DEBÊNTURES: PRINCIPAIS CONCEITOS

---

### 2.1 Definição

De acordo com os dispositivos legais, a debênture é um valor mobiliário emitido pelas sociedades anônimas, representativo de uma fração de um empréstimo (Lei nº 6.385/76, art. 2º, I) com origem em um contrato de mútuo pactuado entre a companhia emissora e os compradores (debenturistas representados pelo agente fiduciário), e que confere a estes o direito de crédito contra a primeira, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado (Lei nº 6.404/76, art. 52). A companhia emissora pode efetuar mais de uma emissão – cada uma delas pode ser dividida em séries, sendo as da mesma série de igual valor nominal e conferindo a seus titulares os mesmos direitos (Lei nº 6.404/76, art. 53).

As debêntures representam um mecanismo eficiente de captação de recursos, oferecendo a seus usuários várias possibilidades de engenharia financeira. Tais características têm garantido a estes títulos, geralmente com perfil de longo prazo, a condição de valor mobiliário mais utilizado no âmbito do mercado financeiro.

Antes de apresentar as definições normalmente empregadas para o título debênture, é necessário compreender a origem de sua atual utilização no mercado financeiro. No exercí-



cio de suas atividades, freqüentemente as empresas demandam recursos adicionais, seja para a realização de novos projetos, pagamento de dívidas ou aumento de capital de giro. Com este objetivo, podem se valer de recursos próprios, via geração interna de fluxos de caixa positivos ou retenção de lucros. Caso optem por capital de terceiros, têm à disposição mecanismos como assunção de dívidas (debêntures, notas promissórias, *export notes*, fundos de investimentos, recebíveis imobiliários, empréstimos bancários e financiamentos) e/ou emissão de ações. Dependendo de sua natureza, as dívidas podem ser assumidas mediante ou não da intermediação bancária e com ou sem a emissão de títulos.

No caso da emissão de debêntures, o investidor empresta à companhia emissora a quantia correspondente ao valor dos títulos que está adquirindo, com a promessa de receber, no prazo contratado, o principal investido, acrescido de remuneração e na forma definida pela escritura de emissão. A escritura de emissão é um instrumento que especifica as condições sob as quais a debênture será emitida, os direitos dos debenturistas e os deveres da companhia emissora. Por ser um empréstimo, a debênture assegura aos seus titulares direito de crédito contra a companhia emissora.

## 2.2 O processo de emissão

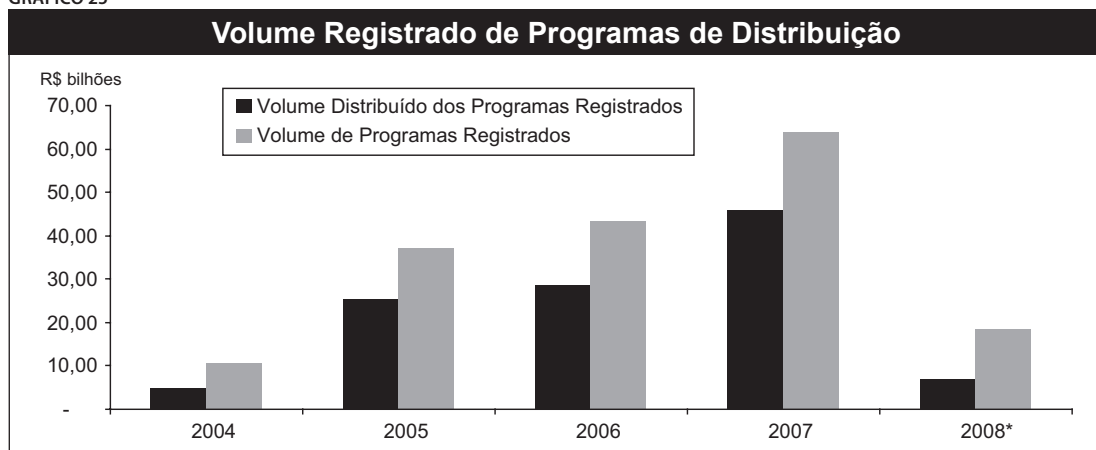
A distribuição de debêntures pode ser pública ou privada, podendo ainda estar ou não vinculada a um Programa de Distribuição de Valores Mobiliários – instituído pela Instrução CVM nº 400, de 29/12/2003, em seus artigos nºs 11 a 13 –, que vem a ser um planejamento prévio da emissão de valores mobiliários pelo prazo máximo de dois anos contados do arquivamento do referido Programa na CVM - Comissão de Valores Mobiliários, devendo o prospecto e as demais informações relacionadas ao Programa serem atualizados no prazo máximo de um ano ou por ocasião da apresentação das demonstrações financeiras anuais à CVM, o que ocorrer primeiro.

O Programa deverá ser apresentado à CVM pela companhia emissora, assessorada por uma ou mais instituições intermediárias, as quais serão responsáveis pelas informações e verificações, sendo permitido que novas instituições intermediárias que não tenham participado da elaboração dos documentos apresentados quando do arquivamento do Programa de



Distribuição liderem ofertas amparadas por este Programa, ficando responsáveis pela elaboração do suplemento e da atualização das informações anteriormente prestadas, verificando sua consistência e suficiência.

GRÁFICO 25



\* Até junho. **Fonte:** CVM.

### 2.2.1 Emissão pública

De acordo com o estipulado no artigo 3º da Instrução CVM n 400, de 29/12/03, são atos de emissão pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, mediante: a) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público, por qualquer meio ou forma; b) a procura de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; c) negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, destinada no todo ou em parte a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou d) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos, entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral, a fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da companhia emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.



A distribuição pública de valores mobiliários só poderá ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (instituições intermediárias). Além disso, é necessária a figura do agente fiduciário, que deve representar os interesses dos debenturistas junto à companhia emissora.

### *Requisitos necessários às emissões públicas*

#### *a) Registro na CVM*

O registro de emissão fornece informações básicas sobre os valores mobiliários a serem oferecidos - características, volume, preço, forma, instituições coordenadoras e comissões de intermediação -, de forma que, Somado aos dados da companhia emissora (registro de companhia), permita aos investidores tomar adequadamente suas decisões de investimento. Serve, também, como proteção para os investidores, ao permitir a verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários que lhes deram origem, embora não configure atestado de qualidade do empreendimento.

Se a companhia emissora não possuir registro na CVM, deve encaminhar pedido de registro de companhia aberta e de emissão de debêntures. É também necessário que o Estatuto Social ou Conselho de Administração atribua função de relações com investidores a um dos diretores da empresa.

Para proteger o investidor e para que o mercado atinja certo grau de eficiência, as confirmações de ordens de compra somente poderão ser feitas após a aprovação do registro. Durante o período de espera, serão válidas as solicitações de reserva de títulos para compra. Embora a responsabilidade primária sobre as informações prestadas seja da companhia, cabe a instituição intermediária que lidera a colocação verificar se são fidedignas e suficientes para a tomada de decisão pelos investidores.

De acordo com as características da distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor, examinar situações de dispensa de registro ou de alguns dos requisitos para colocações públicas, conforme estipulados nos artigos 4º e 5º da Instrução CVM nº 400, de 29/12/03.



Cabe salientar as novidades introduzidas pela Instrução CVM nº 429, de 22/3/06, que instituiu o registro automático de oferta pública de debêntures, entre outros valores mobiliários, com efeito a partir do quinto dia útil após (i) o protocolo de pedido de registro na CVM, (ii) a publicação do Anúncio de Início de Distribuição, e (iii) a disponibilidade de prospecto definitivo para os investidores. Destaca-se que nas emissões de debêntures registradas automaticamente não é permitida a utilização de material publicitário.

Outra modalidade de registro, semelhante ao de emissão, é o de distribuições secundárias, destinada a distribuições de valores mobiliários já emitidos e que não se encontram em circulação no mercado, tais como revenda de títulos detidos por acionista controlador ou grande acionista, grande bloco de títulos ou operações que caracterizem esforço de vendas. De modo geral, a sistemática de disseminação das informações prestadas por ocasião do registro de distribuição secundária é simples, consistindo de um edital publicado em jornal de grande circulação.

Por fim, cabe destacar a edição da Instrução CVM nº 471, de 8/8/08, que dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. A norma regulamenta os convênios a serem celebrados entre a CVM e as entidades auto-reguladoras, para permitir que conduzam as análises prévias relativas ao procedimento simplificado e à emissão de um relatório recomendando ou não o registro.

#### *b) Agente fiduciário*

Criada pela Lei nº 6.404/76 (artigos 66 a 70), a figura do agente fiduciário tem como principais deveres para com os debenturistas (Instrução CVM nº 28/83) proteger seus direitos e interesses perante a companhia emissora; elaborar relatório anual e colocá-lo à sua disposição, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício; e notificá-los de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura de emissão.

Na escritura de emissão pública de debêntures constarão, obrigatoriamente, a nomeação de agente fiduciário, para representar a comunhão dos debenturistas e sua concordância com o exercício das funções - que também poderá incluir, se estipulado na escritura de emissão, administração do fundo de amortização.





A função de agente fiduciário caberá a pessoas naturais que satisfaçam às exigências para o exercício de cargo em órgão de administração de companhia e instituições financeiras que, tendo por objeto social a gestão ou custódia de bens de terceiros, tenham sido previamente autorizadas pelo Banco Central para esta atividade. Sempre que for garantida por caução ou ultrapasse o capital social - desde que não se trate de debênture subordinada -, a emissão destinada à negociação no mercado de valores mobiliários exigirá que o agente fiduciário seja, obrigatoriamente, instituição financeira.

### **2.2.2 Emissão privada**

É aquela não submetida à aprovação prévia da CVM - embora seja necessária a prestação de informações ao órgão, de acordo com a Deliberação CVM nº 234, de 30/12/97, caso a empresa emissora seja companhia aberta -, podendo ser efetuada também por companhias fechadas.

Em geral, é utilizada quando a colocação ocorre entre os próprios acionistas ou grupo de pessoas previamente contactadas e que tenham vínculos com a companhia emissora. A emissão, venda e administração dos eventos financeiros ficam a cargo da própria companhia emissora. Neste caso, a figura do agente fiduciário somente será requerida quando da constituição, em contrato, de um fundo de amortização, cujo gerenciamento caberá ao emissor.

## **2.3 Características das debêntures**

### **2.3.1 Quanto à garantia/espécie**

De acordo com o estabelecido no artigo 58 da Lei nº 6.404, de 15/12/76, 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).

- Debêntures com Garantia Real: garantidas por bens (móveis e imóveis) dados em hipoteca, alienação e cessão fiduciária, penhor ou anticrese pela companhia emissora, por seu conglomerado, ou mesmo por terceiros;



• Debêntures com Garantia Flutuante: têm assegurado o privilégio geral sobre o ativo da companhia emissora, não impedindo a negociação dos bens que compõem este ativo, sendo preferidas no caso de liquidação da emissora:

- a) pelas debêntures de emissão ou emissões anteriores, estabelecendo-se a prioridade pela data de inscrição da escritura de emissão, concorrendo as séries em igualdade de condições;
- b) pelos créditos com direitos reais de garantia, constituídos antes da emissão e regularmente inscritos nos registros competentes;
- c) pelos créditos especiais, desde que anteriores à emissão e regularmente inscritos nos registros competentes.

Cabe mencionar que, de acordo com o estipulado no artigo 73 da Lei nº 6.404 de 15/12/76, as companhias brasileiras só podem emitir debêntures no exterior com garantia real ou flutuante de bens situados no país com prévia aprovação do Banco Central.

• Debêntures Quirografárias (sem preferência): não oferecem aos títulos nenhuma garantia real do ativo da companhia emissora ou de terceiros, bem como nenhum privilégio geral sobre o ativo da companhia emissora ou da empresa a que pertence, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores quirografários da emissora.

• Debêntures Subordinadas: em caso de liquidação da companhia emissora, preferem apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver.

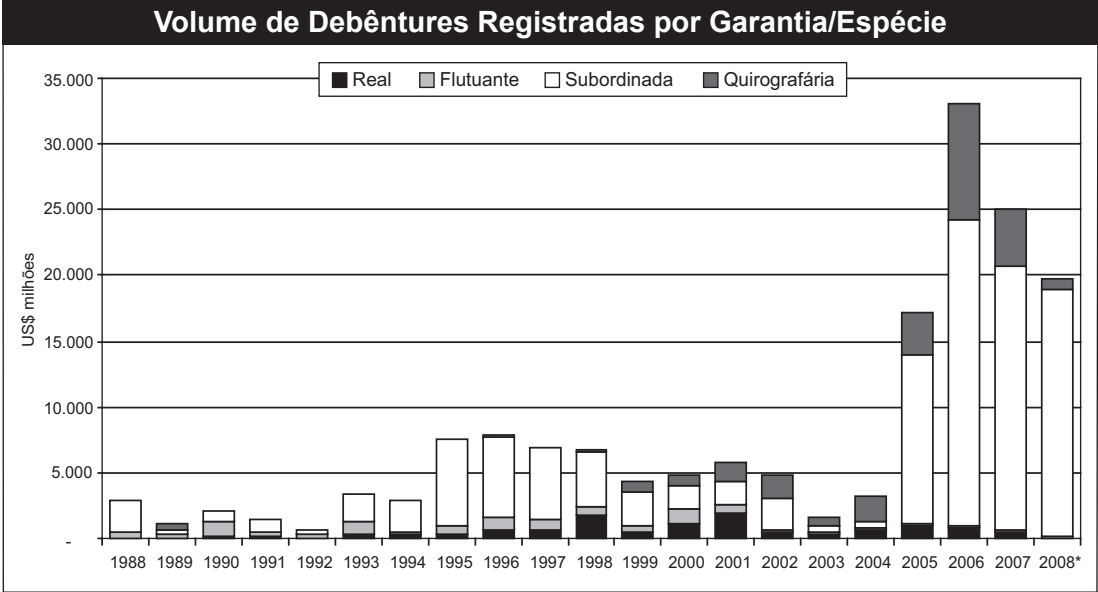
De acordo com o estabelecido no artigo 60 da Lei nº 6.404/76, de 15/12/76, o valor das emissões obedece a limites, de acordo com a classificação a que pertencem às debêntures, conforme quadro abaixo:

Quadro 1

Limites por Tipo de Garantia/Espécie	
Tipo	Limites
Real	Até 80% do valor dos bens gravados da emissora ou de terceiros, quando o valor de emissão ultrapassar o do capital social.
Flutuante	Até 70 % do valor contábil do ativo da emissora, líquido de suas dívidas garantidas por direitos reais sobre bens de sua propriedade.
Quirografária	Não pode ultrapassar o valor do capital social da emissora.



GRÁFICO 26



\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

O limite legal estabelecido para a emissão de debêntures com garantia real poderá ser aumentado, desde que esses recursos fiquem sob o controle do agente fiduciário, para serem entregues à companhia emissora à medida que for sendo aumentado o valor das garantias.

As debêntures negociadas em Bolsas de Valores ou nos mercados de balcão organizado, ou a serem distribuídas no mercado, poderão ter outros limites fixados pela CVM.

Além das garantias citadas, são freqüentemente utilizadas garantias acessórias, classificadas conforme quadro:

Quadro 2

Tipo de Garantias Acessórias	
Tipo	Características
Fidejussória	Fiança ou aval prestados, geralmente, por acionistas controladores da companhia emissora ou uma das empresas integrantes do seu grupo
Privilégios e Preferências	Decorrem da posição creditícia que a debênture subordina-se, relativamente ao ativo da emissora.
Covenants	Conjunto de obrigações que a companhia emissora assume com o objetivo de assegurar, direta ou indiretamente, o cumprimento da obrigação principal, ou seja, o pagamento da dívida perante ao debenturista.

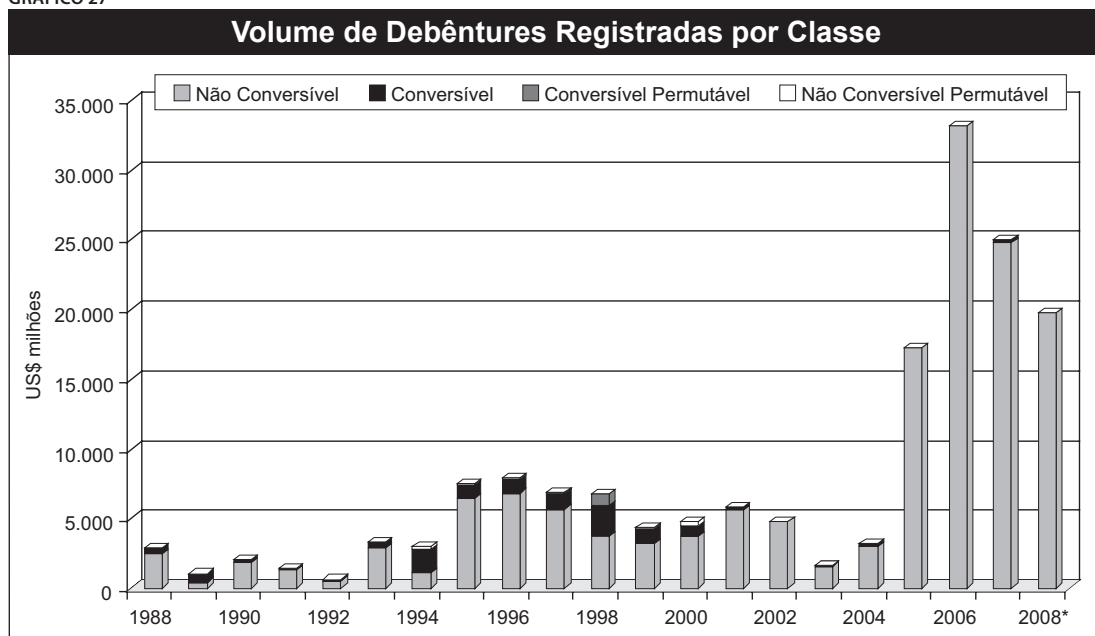


### 2.3.2 Quanto à classe

As debêntures podem ser de dois tipos: simples (ou não-conversíveis em ações) e conversíveis em ações.

- **Simples ou Não-Convertíveis em Ações:** são aquelas que não dão direito à conversão em ações da companhia emissora;
- **Convertíveis em Ações:** são aquelas que permitem a possibilidade de conversão em ações de emissão da companhia emissora, nas condições estabelecidas pela escritura de emissão. Na conversão das debêntures deve ser observada a proporção do capital social da companhia emissora, dado o limite legal conforme disposto no artigo 15, parágrafo 2º, da Lei nº 6.404/76, alterado pela Lei nº 10.303/01, e o fixado no estatuto social. O parâmetro de conversão deve ter em vista a cotação das ações no mercado, o valor patrimonial ou perspectivas de rentabilidade da emissora.

GRÁFICO 27



\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

De acordo com o disposto nos artigos 171 e 172 da Lei nº 6.404/76, os acionistas terão preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações, exceto se o estatuto da companhia emissora permitir a exclusão deste direito. Enquanto puder ser exercido o direito de conversão, a alteração do estatuto para mudar o objeto



social da companhia emissora, criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo daquelas que resultam de conversão, dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembléia especial, ou do agente fiduciário.

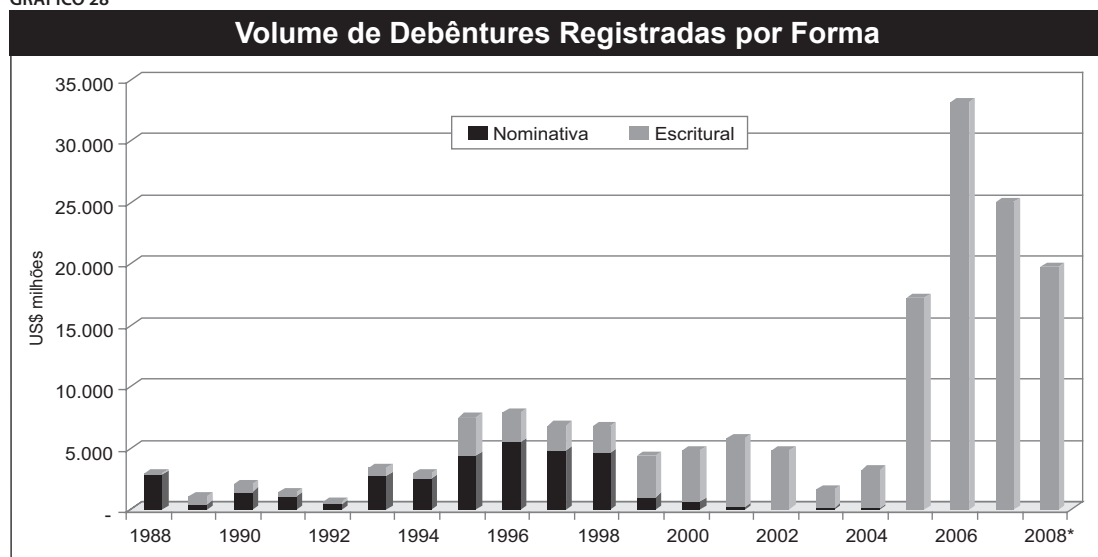
Pode-se considerar ainda, para efeito de classe, outro tipo de debênture, cuja escritura de emissão prevê a possibilidade de permuta por bens de qualquer natureza (ações, títulos de crédito, fração ideal de imóvel etc.), em condições preestabelecidas. As modalidades mais comuns de permuta são as por ações de outra companhia ou fração ideal de imóveis (permutáveis).

### 2.3.3 Quanto à forma

As debêntures podem ser nominativas ou escriturais:

- Debêntures Nominativas: são aquelas em cujos certificados constam expressamente o nome do titular. A transferência é feita mediante o registro em livro próprio mantido pela companhia emissora e a substituição do certificado por outro em nome do novo titular.
- Debêntures Escriturais: também são nominativas, embora não exista a emissão do certificado. São mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, em instituição financeira depositária designada pela companhia emissora.

GRÁFICO 28



\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

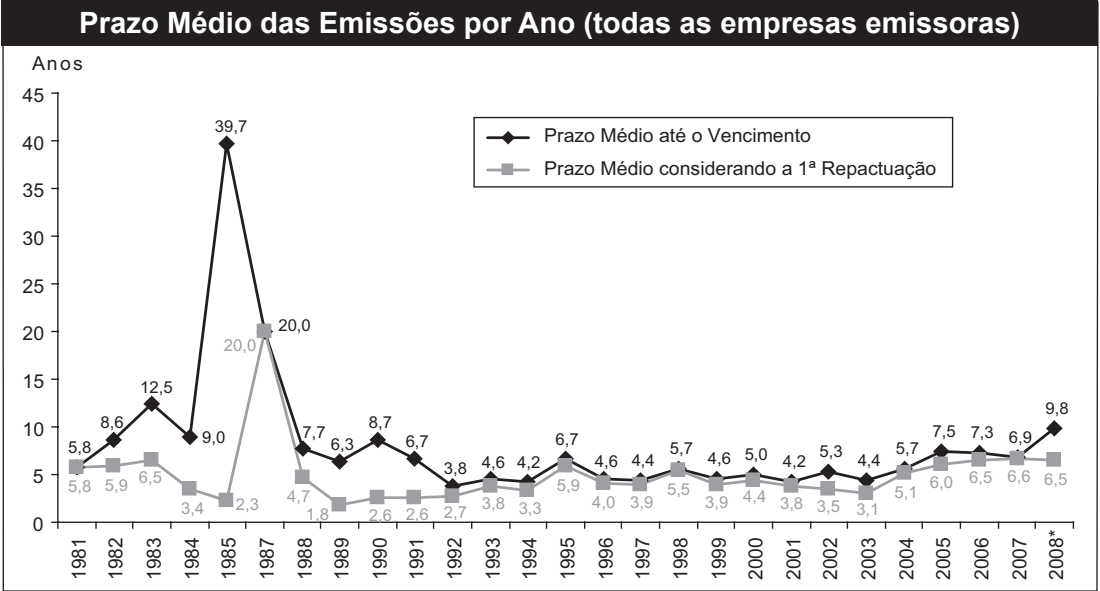
As formas ao portador ou endossáveis foram extintas pela Lei nº 9.457/97, embora, na prática, já tivessem sido vedadas pela Lei nº 8.021/90.



2.3.4 Emissão e prazo de 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); neste último caso, o vencimento fica condicionado às situações de inadimplemento do pagamento de suas obrigações pecuniárias e dissolução da companhia emissora, ou de outras condições previstas na escritura de emissão. A debênture com prazo determinado poderá ter vencimento antecipado, no caso do inadimplemento da companhia emissora de uma das obrigações assumidas na escritura de emissão, ou no caso de eventos que afetem a companhia emissora, desde que previstos na escritura de emissão.

GRÁFICO 29



\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

2.3.5 Valor nominal

A debênture terá valor nominal expresso em moeda nacional, na data de emissão, fixado a critério da companhia emissora, já que inexistem limites máximos ou mínimos.

As debêntures da mesma série devem ter, necessariamente, o mesmo valor nominal. As debêntures de séries diferentes da mesma emissão podem ter valores nominais diferentes.



2.3.6 Formas de remuneração e amortização

2.3.6.1 Formas de remuneração

Atuam no sentido de proporcionar retorno ao investimento e de reduzir o risco de perda do poder aquisitivo do credor, assegurando-lhe retornos reais, através de parâmetros estabelecidos em contrato. São as seguintes as formas de remuneração:

- Juros Remuneratórios: podem ser fixos, flutuantes ou uma combinação de ambos, isto é, juros flutuantes adicionados a uma parcela de juros fixos (*spread*). Se utilizados juntamente com cláusulas de atualização monetária, conferem rendimento real ao título em relação ao indexador tomado como referência. Vale ressaltar que as exigências referentes a prazos mínimos para vencimento ou repactuação variam conforme o índice de remuneração utilizado (veja quadro abaixo).

QUADRO 3

Remuneração das Debêntures	
Remuneração	Prazo Mínimo para Vencimento ou Repactuação
Prefixada	30 dias
TR - Taxa Referencial ou TBF - Taxa Básica Financeira	4 meses
Taxa Flutuante	120 dias (admite-se reajuste da taxa em intervalos de, no mínimo, 30 dias)
Índices de Preços + Taxa de Juros Fixa	1 ano

**Obs.:** Devem ser observados períodos mínimos de 30 dias para o pagamento de rendimentos. **Fonte:** Banco Central.

- Prêmio: visa a fornecer remuneração adicional àquela proporcionada pela correção monetária e/ou pelos juros remuneratórios, com vistas a adequar a rentabilidade das debêntures às condições de mercado;
- Prêmio de Continuidade ou Permanência: remuneração adicional, paga ao debenturista, caso permaneça com o título na data da repactuação;
- Prêmio de Resgate: remuneração adicional, paga ao debenturista, no caso de resgate antecipado;
- Participação nos Lucros: remuneração variável, proporcional aos lucros que a companhia emissora venha a auferir. Distingue-se das demais por conferir às debêntures características de renda variável, em contraste com o perfil de renda fixa geralmente associado ao papel;



- **Repactuação:** revisão periódica dos parâmetros remuneratórios contratados, com o objetivo de adequar a remuneração efetiva da debênture às condições de mercado. A data da primeira repactuação deverá ser prevista na escritura de emissão, sendo estipulada pelos acionistas em Assembléia Geral Extraordinária, ou pelo Conselho de Administração devidamente autorizado, que decidirá sobre as condições de remuneração no período de vigência da remuneração subsequente. Também oferece aos investidores a opção de recompra dos títulos pelo emissor, que pode ser exercida se os termos repactuados não forem aceitos, isto é, se o debenturista não concordar com as condições da repactuação;
- **Deságio:** na prática, é uma forma de remuneração, já que, no ato da subscrição, pode ser oferecido pela companhia emissora ao subscritor, sobre o valor nominal do título, aumentando o ganho do debenturista. Esta forma de remuneração não está prevista em lei;
- **Atualização do Valor Nominal:** o valor nominal das debêntures poderá ser atualizado monetariamente com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública federal, na variação da taxa cambial ou em índice de preços, hipóteses em que a debênture será remunerada por taxa fixa. Nos termos da Decisão-Conjunta nº 13, do Banco Central e da CVM, de 14/3/03, a cláusula de atualização com base em índice de preços deverá atender ao prazo mínimo de um ano para vencimento ou período de repactuação, observado que: (a) o índice de preços deve ter série regularmente calculada e ser de conhecimento público (p. ex.: IGP-M, IGP-DI, INPC, IPCA); (b) a periodicidade de aplicação da cláusula de atualização não pode ser inferior a um ano; (c) o pagamento do valor correspondente à atualização somente pode ocorrer por ocasião do vencimento ou da repactuação das debêntures; e (d) o pagamento de juros e a amortização realizados em períodos inferiores a um ano devem ter como base de cálculo o valor nominal das debêntures, sem considerar a atualização monetária de período inferior a um ano.

### **2.3.6.2 Formas de amortização**

A companhia emissora reserva-se o direito de efetuar antecipadamente resgate parcial ou total dos títulos de uma mesma série em circulação. Por serem as debêntures um instrumento financeiro de longo prazo, estas cláusulas adquirem grande importância nas escrituras de emissão, particularmente nos momentos de instabilidade econômica, proporcionando





grande flexibilidade para as companhias emissoras nos contratos para renegociação. Seja por força legal ou de forma voluntária, a companhia emissora utiliza tais dispositivos para garantir a boa aceitação do papel pelo mercado. Como responsável pela determinação do programa de amortização de uma emissão de debêntures de prazo determinado, a companhia emissora pode adotar os seguintes mecanismos:

- **Resgate Facultativo:** a companhia emissora não determina na escritura de emissão as épocas e quantidades de debêntures a serem resgatadas. Pode, a qualquer tempo, promover, antecipadamente, o resgate total ou parcial (mediante sorteio) das debêntures em circulação, desde que por valor igual ao valor nominal atualizado, acrescido da remuneração se houver, fixando critérios de resgate.
- **Resgate Programado:** a companhia emissora fixa, na escritura de emissão, as épocas e quantidades máximas de debêntures permitidas em circulação, determinando os mecanismos pelos quais será processado o resgate. Pode ser total ou parcial, neste caso mediante sorteio. As condições devem igualmente constar da escritura de emissão, em especial quanto ao preço de resgate;
- **Amortização Programada:** consiste no pagamento de parcela do valor nominal das debêntures, a ser definida na escritura de emissão. No caso de debêntures atualizadas por índices de preços, o pagamento de amortização realizado em período inferior a um ano deve ter como base de cálculo o valor nominal das debêntures, sem considerar a atualização monetária, conforme disposto na Decisão-Conjunta nº 13, do Banco Central e da CVM, de 14/3/03;
- **Amortização Extraordinária:** consiste na possibilidade de a companhia emissora determinar outras amortizações parciais que não as programadas na escritura de emissão;
- **Fundo de Amortização:** é constituído com os lucros apurados pela companhia emissora com a função de criar disponibilidade vinculada ao pagamento das amortizações, de forma a minimizar o impacto que referidos pagamentos possam ter no caixa da companhia. De acordo com o estipulado no artigo 194 da Lei nº 6.404, de 15/12/76, o fundo de amortização deverá estar previsto no estatuto da companhia emissora, indicando a sua finalidade, fixando os critérios para determinação da parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição e estabelecendo o seu limite máximo. Pode ser administrado pelo agente fiduciário;



- **Fundo de Reserva:** é formado com recursos do caixa da companhia emissora com a função de criar disponibilidade vinculada ao pagamento de suas obrigações, de forma a minimizar o impacto que referidos pagamentos possam ter no caixa da emissora. Normalmente, a constituição do Fundo de Reserva está associada ao penhor de recebíveis ou à vinculação de receitas da companhia emissora a uma conta de cobrança cujos recursos são destinados a garantir o pagamento das debêntures.

Apesar de não constituir um tipo de amortização, a emissão em séries pode ser considerada uma forma indireta de resgate programado, na medida em que a companhia emissora divide uma determinada emissão em várias séries, cada qual com um prazo definido de vencimento.

## **2.4 Cédulas de debêntures**

São instrumentos de captação que permitem a seu emitente obter recursos, tendo como garantia o penhor de debêntures emitidas por outras companhias, mas sem que sua rentabilidade e seu prazo estejam atrelados aos papéis que lhes deram origem. Assim, uma instituição financeira pode subscrever debêntures de algumas companhias e, em seguida, emitir Cédulas para obter recursos. Dessa forma, configura-se uma transferência de risco de emissão da companhia emissora para a instituição financeira, que, embora possua o penhor da debênture como garantia, não vincula seu emitente ao da Cédula. O tomador final do título, portanto, beneficia-se de dupla proteção, pois, além da garantia das debêntures penhoradas, pode contar com a credibilidade da instituição financeira emitente.

Estão autorizados a emitir Cédulas os bancos comerciais, de investimento ou desenvolvimento e múltiplos. Seu registro, se escritural, deve ser feito no SNA - Módulo Nacional de Ativos da Cetip, e os títulos podem ser objeto de operações compromissadas.

## **2.5 Outros aspectos relacionados**

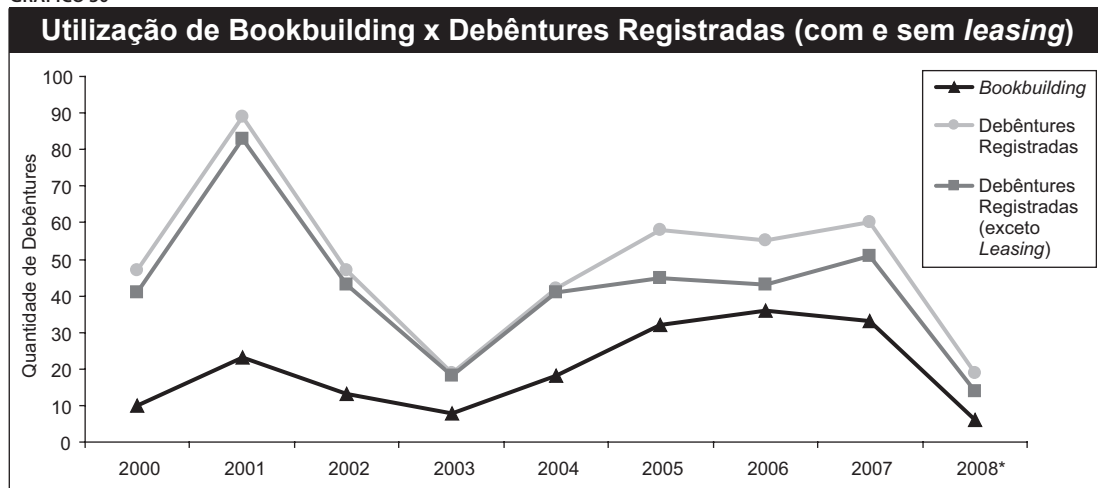
### **2.5.1 Bookbuilding**

É um mecanismo de consulta prévia ao mercado para definição da remuneração das debêntures ou do ágio/deságio no preço de subscrição, tendo em vista a quantidade de de-



bêntures, para diferentes níveis de taxa, que cada investidor tem disposição de adquirir. O procedimento de *bookbuilding* é organizado pelo coordenador líder, por meio da coleta de intenções de investimento, nos termos do artigo 23, parágrafos 1º e 2º, e do artigo 44, ambos da Instrução CVM nº 400, de 29/12/03, sem recebimento de reservas antecipadas, nem lotes mínimos ou máximos.

GRÁFICO 30



\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

### 2.5.2 Classificação de risco

A debênture apresenta graus de risco bastante diferenciados - característica, como já mencionado, decorrente da própria diversidade de classes do título -, que devem ser dimensionados caso a caso, e jamais relegados a segundo plano pelo investidor.

Cabe aos agentes intermediários orientar seus clientes de forma objetiva, ou seja, alertando para os riscos, mas informando que a ocorrência de casos isolados de inadimplência das obrigações assumidas pela companhia emissora não implica uma contaminação do mercado como um todo.

Com o incremento das operações de títulos de dívidas (debêntures e notas promissórias) das empresas e o crescimento das aquisições por parte dos fundos de pensão brasileiros para seus portfólios de renda fixa, o *rating* passou a fazer parte, definitivamente, nos processos de ofertas públicas de debêntures no mercado de capitais doméstico.



### 2.5.3 Due diligence

Constitui-se na análise e avaliação detalhadas de informações e documentos pertinentes a uma determinada sociedade e/ou seu ativo, podendo assumir enfoque contábil ou jurídico. No âmbito jurídico, a *due diligence* objetiva (i) apontar os principais pontos críticos e relevantes existentes na estrutura jurídica da sociedade; (ii) identificar riscos e passivos legais, oriundos dos processos judiciais e administrativos em que esta figura como parte, e, quando possível, quantificar o valor de tais responsabilidades; (iii) identificar providências para a eliminação ou minimização dos riscos identificados; e (iv) determinar a melhor forma e estratégia de estruturação da transação. Já no âmbito contábil, o esforço de avaliação deve ter por objetivo checar a solidez financeira da empresa, além de validar as informações disponibilizadas no processo de *due diligence*.

Busca-se, assim, obter uma “radiografia” da sociedade de forma a prepará-la para operações de fusão ou aquisição, transferência de ativos, reestruturação societária para sucessão familiar, elaboração de prospecto para oferta pública de ações (IPO); adoção de práticas de governança corporativa; Project Finance, entre outras operações empresariais.

Os trabalhos de *due diligence* são desenvolvidos com base nos documentos disponibilizados pela sociedade, informações verbais e escritas prestadas por funcionários desta, e, ainda, em dados obtidos perante órgãos públicos municipais, estaduais e federais.

Apresentadas as conclusões para o cliente, a assessoria jurídica será direcionada para a negociação e elaboração das minutas dos contratos definitivos (compra e venda de ações e/ou ativos), atos societários (transferência de ações, fusões e aquisições), prospectos de oferta pública de ações e demais documentos necessários para fechamento da operação pretendida.

É neste ponto que fica nítida a importância da realização da *due diligence*, pois os documentos para fechamento da operação serão diretamente afetados pelos seus resultados e conclusões. O relatório de *due diligence* serve, assim, para pautar a elaboração dos instrumentos definitivos para concretização da operação e fixação do preço.

Portanto, a *due diligence* é fator determinante para a negociação dos pontos controversos e, conseqüentemente, para o sucesso da operação.



# 3

---

## PARTICIPANTES DO MERCADO

---

### 3.1 Emissor

Empresas não-financeiras que obtiveram, junto à CVM, registro de companhia aberta para a emissão pública de debêntures. As sociedades de arrendamento mercantil (*leasing*) também podem emitir, desde que obtenham aprovação do Banco Central. Empresas não-financeiras de capital fechado também podem emitir o ativo em condições especiais.

### 3.2 Underwriter

A empresa interessada em emitir debêntures é obrigada a contratar uma instituição financeira que faça parte do sistema de distribuição, que será responsável pela verificação da conformidade e elaboração de uma série de informações sobre a emissão perante o mercado. Consideram-se *underwriters*, os bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira de investimento e corretoras e distribuidoras de valores, devidamente autorizados pela CVM para esta finalidade.

O *underwriter* assessora a companhia emissora na colocação de seus títulos, podendo, inclusive, orientá-la, conforme o caso, na alocação dos recursos captados. Também é responsável por definir, com a companhia emissora, a forma de colocação, e está apto



a auxiliá-la no envio da documentação necessária para registro na CVM e nos sistemas eletrônicos de custódia.

*Underwriter* e companhia emissora acertam a garantia de colocação a ser oferecida, a partir da qual são definidos os custos, considerando-se as comissões de coordenação e colocação. Basicamente, existem dois tipos de garantia: Firme (*standby*); Regime de Melhores Esforços (*best efforts*).

- Garantia Firme - a companhia emissora recebe os recursos oriundos da emissão, independentemente da aceitação ou não dos títulos pelo mercado. Neste caso, o intermediário financeiro subscreve o total dos títulos não colocados no prazo contratual e é remunerado com comissões de coordenação, garantia e colocação;
- Regime de Melhores Esforços - não há nenhum compromisso do intermediário financeiro com a colocação da totalidade dos títulos. Sua remuneração corresponde somente às comissões de coordenação e colocação, já que o esforço de venda será apenas no sentido de colocar no mercado a maior quantidade possível dos títulos previstos em contrato.

Existe também a possibilidade da Garantia Mista, que consiste na combinação entre a Garantia Firme e o Regime de Melhores Esforços, em que normalmente são estabelecidos percentuais para cada uma das alternativas anteriormente apresentadas, sobre o montante da operação.

### 3.3 Agente fiduciário

Representa a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora, e os critérios para sua nomeação, substituição, descrição das funções e prerrogativas encontram-se previstos na Lei nº 6.404, de 15/12/76, e na Instrução CVM nº 28, de 23/11/83, alterada pela Instrução CVM nº 123, de 12/6/90. Uma vez definidas suas funções, cabe ao agente fiduciário acompanhar e cumprir as obrigações constantes da escritura de emissão, observando os seguintes procedimentos:

- administração e verificação periódica da integridade das garantias, através das certidões fornecidas pelos registros de imóveis, no caso delas serem constituídas por bens imóveis;



- análise econômico-financeira da companhia emissora, visando à preservação de garantias reais ou flutuantes, bem como à solvência e condições de liquidez para o pagamento dos eventos financeiros nos prazos determinados;
- solicitação de explicações e detalhes à companhia emissora sobre as demonstrações financeiras por ela publicadas;
- prestação de informações periódicas aos debenturistas, quanto aos rendimentos dos títulos;
- acompanhamento do cumprimento de eventuais regras jurídicas de conduta (*covenants* estabelecidos na escritura de emissão).

Todas essas atividades deverão ser identificadas e informadas aos debenturistas, através do Relatório Anual aos Debenturistas, conforme estabelecido na legislação ou em periodicidade inferior àquela permitida, de acordo com o definido na escritura de emissão. Deve-se destacar que o agente fiduciário não exerce a função de avalista da emissão, e que sua remuneração será definida por acordo com a companhia emissora, dependendo, basicamente, das características da operação (volume, prazo, garantias e risco do emissor). Ele também poderá contribuir no processo de qualificação (*rating*) dos títulos e auxiliar os intermediários financeiros no fornecimento de informações sobre as companhias que emitiram debêntures.

### 3.4 Membros de mercado

Denominam-se Membros de Mercado, para fins do SND - Sistema Nacional de Debêntures, as sociedades corretoras e distribuidoras e bancos comerciais, de investimento e múltiplos devidamente autorizados pela CVM e Banco Central a atuar no mercado de valores mobiliários.

### 3.5 Clientes especiais

Para fins dos sistemas da Cetip, são as instituições financeiras não enquadradas como participantes no SDT - Sistema de Distribuição de Títulos ou membro de mercado no SND, pessoas jurídicas não-financeiras, fundos mútuos de investimento e investidores institucionais habilitados no SND. Trata-se, na realidade, dos principais investidores em debêntures.



O SND registra, de forma sintética, sem identificação de titular, operações de clientes vinculados a membros de mercado, aos quais cabe manter os registros analíticos. A seguir, são apresentadas as definições de Clientes 1 e 2:

- Cliente 1: pessoas físicas ou jurídicas que operem somente por intermédio do próprio membro do mercado;
- Cliente 2: pessoas físicas ou jurídicas, excetuando-se as instituições financeiras, que operem por intermédio de um membro de mercado, com a interveniência de um banco liquidante.

### **3.6 Bancos liquidantes**

Instituições financeiras que tenham conta de reserva bancária, em espécie, no Banco Central. São indicadas pelos participantes para prestar serviços de liquidação financeira das operações cursadas nos ambientes de registro, custódia e liquidação de debêntures (Cetip e CBLC).

### **3.7 Bancos mandatários**

Para fins do SND, somente bancos comerciais ou múltiplos com carteira comercial. Responsáveis pela confirmação financeira de todos os pagamentos, movimentações efetuadas pelo emissor e lançamentos, tais como pedidos de depósito e retirada no mercado secundário, conversões, permutas e/ou desistências fora do prazo predeterminado pelo emissor, além de não repactuação e/ou opção de venda. Também é sua função transferir fiduciariamente para o nome da Cetip as debêntures a serem depositadas pelos participantes.

### **3.8 Agências classificadoras de risco**

São empresas especializadas independentes que classificam as companhias emissoras e/ou emissões com relação à possibilidade de a companhia emissora não honrar os compromissos financeiros assumidos na escritura de emissão.





### **3.9 Entidades auto-reguladoras**

São instituições ou associações privadas, cujas atividades visam à normatização e fiscalização dos próprios membros do mercado com vistas à manutenção de elevados padrões éticos, consensualmente aceitos pelos participantes. No mercado de capitais doméstico, destacam-se como entidades auto-reguladoras a a ANDIMA, BM&F Bovespa e a Anbid.

### **3.10 Escritórios de advocacia**

São contratados pelo *underwriter* e/ou pela companhia emissora para a elaboração de toda a documentação necessária ao processo de registro da emissão e para a realização de trabalhos de verificação da situação legal da companhia emissora.

### **3.11 Formador de mercado**

Atividade regida pelas normas constantes na Instrução CVM nº 384 de 17/3/03, sendo exercida por pessoas jurídicas, devidamente cadastradas junto às Bolsas de Valores e às entidades de mercado de balcão organizado, interessadas na realização de operações destinadas a fomentar a liquidez de valores mobiliários com registro para negociação, através do oferecimento diário de preços de compra e venda.

### **3.12 Investidores**

Indivíduos ou instituições que aplicam recursos nos diferentes mercados em que atuam.

#### **3.12.1 Investidor institucional**

Instituição que dispõe de vultosos recursos mantidos em certa estabilidade e destinados à reserva de risco ou à renda patrimonial e que investe parte deles no mercado de capitais.

Os principais investidores institucionais são:

- a) fundos de pensão e entidades de previdência privada;
- b) fundações de seguridade social;



- c) fundos de investimentos;
- d) companhias de seguros e capitalização.

### **3.12.2 Pessoa natural ou física**

A transparência propiciada pela legislação e pelas normas da CVM, a ampla divulgação de dados sobre as companhias emissoras e os lançamentos que são tornados públicos e acessíveis aos investidores interessados, aliados à vontade das companhias emissoras em destinar uma parte do volume captado ao varejo, têm contribuído para o aumento na participação de investidores pessoas físicas nas emissões de debêntures. Como são investimentos pouco apropriados para não iniciados, os investidores qualificados são os mais prováveis destinatários de tais investimentos, cuja caracterização está prevista na Instrução CVM nº 409, de 18/8/04.

Cabe ressaltar que a partir de abril de 2007, a Cetip tornou obrigatória a identificação dos detentores de debêntures nas contas de clientes 1 e 2, através do SIC – Identificação de Comitentes. Para obter mais detalhes, consulte o subitem “6.1.2 O SND”.

Para a CBLC, é obrigatória, para fins de liquidação, a especificação do comitente final nas operações com clientes. Na falta desta, a entidade atribuirá a operação para a conta-erro do participante da negociação responsável pela operação.

### **3.13 Agente de compensação**

Instituição responsável, como contraparte perante seus clientes e a CBLC, pela liquidação e pela prestação de garantias referentes às operações próprias e/ou de seus clientes.

### **3.14 Agente de custódia**

Instituição (corretoras de valores, distribuidoras de valores, bancos comerciais, múltiplos ou de investimento) responsável, perante seus clientes e a CBLC, pela administração de contas de custódia própria e de seus clientes.



# 4

---

## TRIBUTAÇÃO

---

As debêntures são valores mobiliários que oferecem aos seus titulares remuneração sob a forma de juros fixos ou flutuantes - que podem ser pagos periodicamente ou ao final da vida útil do papel -, além de outras formas remuneração periódica ou eventual. Assim, para efeito da tributação pelo Imposto de Renda, a debênture é considerada uma aplicação de renda fixa. O Imposto de Renda incide sobre qualquer tipo de rendimento pago ao debenturista, seja ele decorrente 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.

### **Regime de Tributação**

A tributação dos rendimentos produzidos pela debênture, no entanto, irá depender da natureza jurídica do seu detentor. No caso da pessoa física ou pessoa jurídica optante pelo “Simples Nacional” ou isenta, aplica-se o regime de fonte, ou seja, a tributação pelo IR incide no momento em que os rendimentos são percebidos pelo debenturista (fato gerador), não podendo ser compensados (IR exclusivo de fonte). Também se aplica o regime de fonte às pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real que, no entanto, podem compensar o imposto retido com o devido na declaração no encerramento do período, observado que o rendimento produzido



pela debênture deve integrar o lucro real. As pessoas jurídicas tributadas pelo lucro presumido ou arbitrado igualmente se sujeitam ao regime de fonte e terão seus rendimentos adicionados à base de cálculo do lucro presumido ou arbitrado. Para essas empresas, desde 1º/1/97, o IR de Fonte é considerado como antecipação do IR devido trimestralmente, podendo, portanto, ser compensável. Já as instituições financeiras, entidades de previdência complementar, seguradoras e o Fapi - Fundo de Aposentadoria Programada Individual, não estão sujeitos ao regime de fonte. Os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelas carteiras dos Fundos de Investimento (exclusive os Fundos de Investimento Imobiliário) são isentos do Imposto de Renda.

### Alíquotas

A partir de 1º/1/05, os rendimentos produzidos pelas debêntures, que eram tributados desde 1998 à alíquota de 20%, passaram a estar sujeitos à incidência do Imposto de Renda na fonte com alíquotas decrescentes em função do prazo da aplicação: 22,5%, até 180 dias; 20%, de 181 até 360 dias; 17,5%, de 361 até 720 dias; e 15%, acima de 720 dias. Assim, como as debêntures são, em geral, títulos emitidos com prazos mais longos e que podem prever rendimentos periódicos e/ou pagamento de juros, o cálculo do valor do imposto requer a observação da alíquota vigente na data do crédito ou pagamento. Desta forma, muitas vezes, ao longo da vida útil do papel, seus rendimentos ficam sujeitos a diferentes regras de tributação, que devem ser consideradas no momento do resgate, no caso de ganhos ou rendimentos ainda não tributados.

QUADRO 4

Alíquotas
<p>Rendimentos produzidos a partir de 1º/1/05:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 22,5% sobre os rendimentos de aplicações com prazo de até 180 dias;</li> <li>• 20% sobre os rendimentos de aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;</li> <li>• 17,5% sobre os rendimentos de aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;</li> <li>• 15% sobre os rendimentos de aplicações com prazo acima de 720 dias.</li> </ul> <p>Prazos contados a partir:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- de 1º/7/04, para aplicações efetuadas até 22/12/04 (inclusive);</li> <li>- da data de aplicação, para aquelas efetuadas após 22/12/04.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 20%, para juros ou rendimentos referentes a períodos a partir de 1998 até 31/12/04 e para ganhos auferidos no período.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 15%, para juros ou rendimentos referentes a 1996 e 97, e para ganhos auferidos no período.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 10%, para juros ou rendimentos referentes a 1995, e para ganhos auferidos no período.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 30% sobre ganhos ou rendimentos reais, que superarem a variação da Ufir no período, auferidos até 31/12/94, e sobre o valor dos juros decorridos até 31/12/94.</li> </ul>



Fato Gerador e Base de Cálculo

Por se tratar de um título que, em geral, prevê um fluxo de pagamentos ao longo de sua vida útil, a incidência do Imposto de Renda sobre os rendimentos pode ocorrer em diversos momentos ao longo do prazo de emissão da debênture. No entanto, ela sempre terá como base de cálculo o rendimento percebido e, como fato gerador, o seu pagamento. Assim, no caso de venda, a base de cálculo é constituída pela diferença positiva entre o valor da alienação, líquido do IOF, quando houver, e o valor da aplicação financeira. Já os juros ou demais rendimentos periódicos, assim como qualquer remuneração adicional aos rendimentos prefixados, serão submetidos à incidência do Imposto de Renda na fonte por ocasião de seu pagamento ou crédito, aplicando-se a alíquota conforme a data de aquisição do título. No caso de amortização, a base de cálculo será a diferença entre o valor amortizado, tomando por base o principal original, e o valor efetivamente pago pela aquisição do título. Na conversão em ações, os rendimentos produzidos até a data da operação deverão ser tributados por ocasião da conversão como renda fixa. O preço efetivamente pago pela debênture poderá ser computado como custo das ações adquiridas por meio desta operação.

QUADRO 5

Fato Gerador e Base de Cálculo
Pagamento de juros/rendimentos periódicos Valor dos juros/rendimentos pagos: <ul style="list-style-type: none"><li>• Deve-se aplicar a alíquota prevista na Lei nº 11.033 (22,5%, 20%, 17,5% ou 15%) conforme a data de aquisição da debênture;</li><li>• No caso de aplicação efetuada até 22/12/04, os prazos serão contados a partir de 1º/7/04;</li><li>• até 1994: o valor dos juros, transformado em Ufir, era adicionado ao preço de venda, para fins de tributação, sendo dispensada a retenção de fonte no momento de sua percepção.</li></ul>
Alienação do papel: ganho auferido na alienação, ou seja: <ul style="list-style-type: none"><li>• a partir de 1995, diferença entre o valor de alienação, líquido do IOF, e o valor de aquisição do papel;</li><li>• até 1994, parcela do ganho superior à variação da Ufir.</li></ul>
Pagamento de amortização: <ul style="list-style-type: none"><li>• Diferença entre o valor amortizado tomando por base o principal original e o valor efetivamente pago (até 1994, somente a diferença superior à variação da Ufir).</li></ul>
Conversão em ações: <ul style="list-style-type: none"><li>• Os rendimentos produzidos até a data da conversão serão tributados como renda fixa nessa data. O preço efetivamente pago pela debênture poderá ser computado como custo das ações adquiridas por conversão.</li></ul>



**Responsabilidade pela Retenção do Imposto**

De acordo com o artigo 65, § 8º, da Lei nº 8.981/95, o responsável pela retenção do IR é a pessoa jurídica que efetua o pagamento dos rendimentos. Desta forma, normalmente, o responsável pela retenção é a instituição financeira que paga os rendimentos ao detentor final do papel, excluindo de tal responsabilidade o respectivo emissor. Nos casos em que não há intermediação de instituição financeira ou em que o evento está sendo pago diretamente a participante que tem conta individualizada no sistema de registro e liquidação financeira das debêntures, o emissor deve checar a necessidade de efetuar o recolhimento. Nesses casos, a cada pagamento, o emissor deve solicitar à entidade responsável pelo registro das debêntures listagem que discrimine quais os custodiantes (instituições financeiras) e/ou clientes com conta individualizada que detêm os papéis perante o sistema. Tal informação vai orientar em que casos a empresa emissora deve reter o imposto, permitindo que ela esteja apta a informar ao Sistema, inclusive o valor que deve ser retido a título de imposto. A regra vale tanto para os casos de alienação como para o pagamento de juros ou rendimentos periódicos.

**IOF**

Além da incidência do Imposto de Renda, os rendimentos produzidos pelas debêntures também estão sujeitos ao IOF - Impostos sobre Operações Financeiras - Operações Relativas a Títulos ou Valores Mobiliários. Neste caso, os rendimentos produzidos do 1º até o 30º dia, contados da aquisição da debênture, estarão sujeitos à alíquota de 1% ao dia, limitado ao rendimento da operação, podendo variar de 96% a 0% (veja Tabela 5). O imposto será calculado com base no valor de resgate, cessão ou repactuação das operações com debêntures.

TABELA 5

Fato Gerador e Base de Cálculo	
Nº de Dias	% Limite do Rendimento
1	96
2	93
3	90
4	86
5	83
6	80
7	76
8	73
9	70
10	66
11	63
12	60
13	56
14	53
15	50
16	46
17	43
18	40
19	36
20	33
21	30
22	26
23	23
24	20
25	16
26	13
27	10
28	6
29	3
30	0



Investidor Estrangeiro

Os rendimentos produzidos pelas debêntures adquiridas por investidor estrangeiro em mercado de balcão ou em Bolsa, cujos recursos são ingressados no país de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, serão tributados pelo Imposto de Renda à alíquota de 15%. A base de cálculo seguirá as mesmas regras aplicáveis aos rendimentos de mesma natureza auferidos por residentes ou domiciliados no país, e o responsável pela retenção e recolhimento do IR na fonte também será a pessoa jurídica que efetuar o pagamento dos referidos rendimentos. Observe-se, no entanto, que a alíquota de 15% não se aplica a investimento oriundo de país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota inferior a 20%, o qual sujeitar-se-á às mesmas regras estabelecidas para os residentes ou domiciliados no Brasil.

TABELA 6

Tributação do Investidor Não-Residente - Títulos Privados										
Tributação				Aplicação de R\$ 100 mil em debêntures, com rentabilidade de R\$ 10 mil e resgate em prazo superior a 30 dias						
Período	IR	CPMF <sup>1</sup>	IOF <sup>2</sup>	IR	CPMF <sup>1</sup>	IOF <sup>2</sup>	Total	Alíquota efetiva <sup>3</sup>	Resultado líquido da operação	
									Valor	%
De 1º/1/06 até 31/12/07	15%	0,38%	zero	1.500,00	792,30	0	2.292,30	2,08%	7.707,70	7,71%
A partir de 1º/1/08	15%	-	zero	1.500,00	0	0	1.500,00	1,36%	8.500,00	8,50%
A partir de 17/3/08	15%	-	1,50%	1.500,00	0	1.500,00	3.000,00	2,73%	7.000,00	7,00%
A partir de 23/10/08	15%	-	zero	1.500,00	0	0	1.500,00	1,36%	8.500,00	8,50%

**Notas:** 1. Incide sobre os valores em reais das transferências referentes ao ingresso e retorno dos recursos. 2. Incide somente no ingresso de recursos no país. Há ainda incidência do IOF sobre resgates, cessões ou repactuações ocorridas em prazo inferior a 30 dias, incidindo alíquota de 1,5%, limitado, em função do prazo, ao rendimento das operações - de 96% a 0%. 3. Corresponde ao valor dos impostos incidentes sobre R\$ 110 mil (principal acrescido dos rendimentos). Base Legal IR: Aplicações financeiras de renda fixa, realizadas no mercado de balcão ou em Bolsa: 15%: IN nº 25 e IN nº 208; CPMF: a Lei nº 9.311/96 instituiu a Contribuição e a EC nº 42/03 prorrogou a sua vigência até dez/07; IOF: Decreto nº 4.494/02, revogado pelo Decreto nº 6.306/07, posteriormente alterado pelo Decreto nº 6.391/08 e nº 6.613/08.

Da mesma forma que os residentes, as aplicações dos investidores estrangeiros em renda fixa também estarão sujeitas ao IOF- Operações Relativas a Títulos ou Valores Mobiliários. No entanto, com o objetivo de reduzir a demanda de investidores estrangeiros por títulos públicos no país e, portanto, sua parcela na apreciação cambial, o governo editou em março de 2008 o Decreto nº 6.391, aumentando de zero para 1,5%, a partir de 17/3/08, a alíquota do IOF - Câmbio incidente sobre as liquidações de operações de câmbio para ingresso de recursos no país, realizadas por investidor estrangeiro, para aplicação no mercado financeiro e de capitais. Com isso, a cunha fiscal incidente sobre essas aplicações ficou ainda maior do



que aquela observada na vigência da cobrança da CPMF, encerrada em dezembro de 2007, conforme pode ser observado na Tabela 6. No entanto, com o agravamento da crise financeira internacional, o governo, a partir de 23/10/08, reduziu para zero a alíquota incidente nessas operações.

### **Propostas de Aperfeiçoamento na Legislação Tributária**

Sempre pautando sua atuação para o fortalecimento do mercado financeiro, com ênfase na renda fixa, a ANDIMA constantemente acompanha os assuntos que envolvem a tributação desses ativos, buscando remover eventuais entraves ao seu crescimento e à ampliação da liquidez. No caso das operações de renda fixa, inclusive debêntures, a Associação tem debatido duas questões nos últimos anos que produzem distorções nas operações realizadas com esses títulos: a tributação incidente sobre os rendimentos periódicos e o IOF de 30 dias.

### **Rendimentos Periódicos**

No que se refere aos rendimentos periódicos, embora a Lei nº 11.033/04 estabeleça que os rendimentos produzidos por título ou aplicação, bem como qualquer remuneração adicional aos rendimentos prefixados, serão submetidos à incidência do Imposto de Renda na fonte por ocasião de sua percepção, nem aquela nem outra lei (Lei nº 8.981/95) explicitam qual é a base de cálculo a ser considerada. Assim, sem uma clara definição da base de cálculo, os rendimentos periódicos são tributados no momento de sua percepção pelo seu valor total, gerando dupla tributação na eventualidade de haver negociação entre os eventos. Isto porque, quando a negociação do título ocorre antes do pagamento de um cupom, o investidor paga relativamente mais caro por esse papel, na medida em que é incorporado ao seu custo de aquisição a parcela do cupom até então decorrida. Note-se que este valor incorporará a base de cálculo do ganho do vendedor, e, já nesta ocasião, será tributado, assim como na percepção dos juros pelo adquirente do título. Tal fato vem criando uma desvantagem relativa para a negociação dos papéis que pagam cupom de juros *vis-à-vis* os demais títulos de renda fixa, principalmente no período próximo ao evento de pagamento.





Cabe observar que o fortalecimento de instrumentos de captação de recursos de emissores privados, como as debêntures, vem contribuindo para um aumento da participação de títulos que prevêem o pagamento de juros periódicos no universo de ativos de renda fixa. Há alguns anos, tais emissões eram mais raras e os ativos com esse perfil, por sua complexidade e sofisticação, eram majoritariamente negociados por instituições financeiras, investidores institucionais ou faziam parte do portfólio de grandes empresas. Diante disto, e como as instituições integrantes do SFN não estão sujeitas ao regime de fonte, e as pessoas jurídicas estão aptas a compensar tal distorção na declaração de ajuste, não havia uma nítida percepção dos problemas relacionados à respectiva tributação, que se explicita no momento em que se busca uma maior capilaridade dos mercados, com a atração de detentores finais com perfil de demanda diversificado, entre os quais os investidores pessoas físicas. Para estes, em especial, o imposto é exclusivo de fonte, o que impede qualquer correção posterior na declaração de ajuste desse contribuinte.

Para corrigir esta distorção, a ANDIMA encaminhou sugestão à Receita Federal do Brasil prevendo que, havendo negociação do título entre eventos, a base de cálculo para a incidência do Imposto de Renda sobre o primeiro cupom recebido seja apurada com base na apropriação dos juros da data da aplicação ou aquisição do título até o pagamento do rendimento periódico, de acordo com a remuneração original do papel (curva do cupom).

Assim, considerando-se que o preço de aquisição de um título com cupom incorpora um valor adicional correspondente aos juros que o vendedor faria jus no momento da venda, sugere-se que o comprador, ao receber o rendimento periódico, deduza desse valor, para fins da incidência do imposto, o adicional pago na aquisição do título. Esse procedimento permitiria equiparar a regra utilizada no caso desses rendimentos periódicos à dos demais rendimentos auferidos no mercado de renda fixa.

A proposta apresentada tem sido considerada factível pelas instituições financeiras, na posição de potenciais responsáveis pelo recolhimento do Imposto de Renda, ainda que requeira adequação dos respectivos sistemas internos, para o que se estima prazo de, pelo menos, seis meses. Além disso, assegura a fiscalização por parte da Receita Federal do



Brasil, uma vez que está condicionada à existência de comprovante da aquisição de título, evidenciando a separação do principal e dos juros.

A expectativa é de que a correção das distorções tributárias, ao equalizar as condições de negociação dos títulos de renda fixa, com e sem cupom, deverá contribuir para a liquidez do mercado secundário desses papéis e fortalecer o mercado de títulos como um todo.

Vale lembrar, ainda, que a própria incidência de alíquotas decrescentes de IR, conforme o prazo, sobre os rendimentos periódicos também é potencialmente inibidora da demanda para este tipo de ativo, na medida em que os primeiros rendimentos percebidos serão sempre penalizados ante os demais, a despeito do prazo do título ou do período em que o investidor mantiver o ativo em carteira.

### **IOF de 30 dias**

Diante dessa realidade, a cunha fiscal do IOF de curto prazo sobre o giro, em aplicações efetuadas em até 30 dias, também tem se mostrado significativa, ainda que o fim da vigência da cobrança da CPMF, em dezembro de 2007, tenha desonerado a aplicação dos recursos que não estavam vinculados à Conta Investimento. Dessa forma, a ANDIMA também encaminhou pleito no sentido da extinção do IOF de curto prazo.

Desde junho de 1999 está prevista a incidência do IOF sobre os resgates, alienações ou repactuações de aplicações financeiras de renda fixa com prazo inferior a 30 dias. O objetivo do imposto, ao que tudo indica, não é arrecadatório, mas de política monetária, com vista a inibir a realização de aplicações de curtíssimo prazo por pessoas físicas e jurídicas não-financeiras.

Com o objetivo de estimular o investimento e a poupança de longo prazo, o governo alterou as regras do Imposto de Renda incidente sobre aplicações financeiras de renda fixa, estabelecendo alíquotas decrescentes em função do prazo em que as aplicações financeiras são realizadas. Ainda que de caráter mais estrutural, a instituição do Imposto de Renda decrescente sobre as aplicações de renda fixa tornou a incidência do IOF nas operações de cur-



to prazo um obstáculo ainda mais forte à liquidez dos títulos. As aplicações de curto prazo ficaram duplamente penalizadas pela legislação tributária, resultando numa carga tributária excessiva e desnecessária para o cumprimento de seu objetivo original.

Note-se que, ao adquirir títulos com vencimentos mais longos, os investidores e gestores de carteira tendem a levar em conta, além da tributação, as suas condições de liquidez, ou seja, a possibilidade de desfazer ou trocar de posição conforme suas necessidades ou condições de mercado. Assim, diante de restrições tributárias à livre negociação de títulos e valores mobiliários, os investidores tendem a descontar do preço desses ativos a ausência de liquidez, exigindo prêmios (taxas de juros) mais elevados de seus emissores.

O acompanhamento das características do mercado de renda fixa indica que um mercado secundário líquido contribui para ampliar a oferta a melhores preços nas colocações primárias. Ocorre, porém, que movimentos de reavaliação de preços são mais rápidos e menos traumáticos quando se permite maior liberdade de escolha aos investidores. Não é por acaso que, nesses momentos, em mercados isentos do IOF verifica-se um grande aumento do volume de negócios nos mercados secundários, evidenciando os benefícios para a estabilidade econômica.

Assim, a manutenção do IOF de curto prazo, tendo em vista a adoção das regras do Imposto de Renda, implica carga tributária excessiva, que interfere na dinâmica da gestão de carteiras, cujo *modus operandi* deve incluir a flexibilidade necessária ao atendimento, pelo investidor, dos princípios básicos de diversificação e da liquidez dos ativos.

Desta forma, a sugestão encaminhada pela ANDIMA à Receita Federal é de que seja reduzida a zero a alíquota do IOF incidente nas operações com títulos e valores mobiliários realizadas com prazo de até 30 dias. A expectativa é de que a retirada deste entrave às negociações de curto prazo, além de não implicar significativa perda de receitas para o governo, visto que sua incidência praticamente inviabiliza a ocorrência de resgates com prazo inferior a 30 dias, poderia ter, inclusive, um efeito positivo sobre a arrecadação de Imposto de Renda na fonte, uma vez que removeria evidentes efeitos negativos produzidos pela incidência do IOF sobre aquele tributo, tais como a redução da base de cálculo e a inibição do giro de carteiras.



Dados divulgados pela Receita Federal do Brasil indicam que este tributo representa cerca de 0,03% do total das receitas de tributos federais, o que corresponde a apenas 1,54% da arrecadação total do IOF. Cabe notar que os percentuais citados incluem o montante de arrecadação do IOF incidente sobre o resgate de fundos dentro do prazo de carência, de forma que devem ser entendidos como referenciais máximos.

Por fim, cabe registrar que essas questões têm sido objeto de discussão pelo Grupo de Estudo do Secundário, estruturado pela ANDIMA, em conjunto com a Abrapp, e composto por representantes do mercado e de entidades do governo, entre as quais o Tesouro Nacional, o Banco Central, a CVM e a SPC, com o objetivo de discutir e propor soluções para os entraves à liquidez do mercado secundário de títulos de renda fixa.

As informações contidas neste capítulo, bem como a respectiva base legal encontram-se disponíveis no Guia de Debêntures, no *site* [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br).



# 5

---

## LEGISLAÇÃO

---

O marco regulatório das debêntures é estabelecido pela Lei nº 6.385, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, e pela Lei nº 6.404, que regulamenta as Sociedades por Ações, ambas de 1976. Embora tenha permanecido relativamente estável, sofreu algumas modificações desde a publicação pela ANDIMA do **Estudo Especial SND - 10 Anos**. Após alguns anos de tramitação no Congresso Nacional, a Lei nº 10.303 foi promulgada em 2001, alterando e acrescentando alguns dispositivos em ambas as leis. No que se refere à Lei nº 6.385, as modificações foram concentradas na ampliação do escopo de atuação da CVM no mercado de capitais e, especificamente no que toca às debêntures, na inclusão das Cédulas de Debêntures no rol dos valores mobiliários definidos pelo art. 2º do referido diploma legal.

Já entre as alterações promovidas pela Lei nº 10.303 no Capítulo da Lei das S.A. destinado às debêntures, merecem destaque:

- a possibilidade desse valor mobiliário assumir apenas a forma escritural, sem emissão da cártula, sendo mantida, porém, a possibilidade de ser objeto de depósito com emissão de certificado;
- a permissão para que o seu valor seja corrigido, além dos parâmetros anteriormente estabelecidos, também por outros referenciais não expressamente vedados em lei;



(**Obs.:** O Banco Central, através de correspondência enviada à ANDIMA (Denor-2002/00325 de 25/3/02), manifestou entendimento de que a nova redação dada ao art. 54 da Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 10.303/01 passou a admitir a emissão de debêntures em reais, com correção pela variação da taxa cambial. Ainda de acordo com o documento, a emissão de debêntures em moeda estrangeira somente poderá ser efetuada se disserem respeito a operações pagáveis em moeda estrangeira, nos termos do Decreto-Lei nº 857, de 11/9/69. Posteriormente, tal entendimento foi ratificado pelo art. 2º da Decisão-Conjunta BC/CVM nº 13, de 14/3/03.)

- o estabelecimento da opção do debenturista de receber o pagamento do principal e acessórios em moeda ou em bens;
- a faculdade concedida ao conselho de administração para deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, e para a assembléia geral delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições e a oportunidade da emissão;
- a alteração do registro competente para a inscrição da escritura de emissão, que passou a ser o registro do comércio e não mais o registro de imóveis.
- a redução, de 90 para 60 dias, do prazo máximo para notificação dos debenturistas pelo agente fiduciário no caso de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.

## Remuneração

Outro conjunto de modificações importantes ocorridas nesse período diz respeito à remuneração das debêntures. Nos últimos dez anos foram editadas duas normas sobre a matéria. A primeira foi Decisão-Conjunta BC/CVM nº 7, de 23/9/99, que revogou a Decisão-Conjunta BC/CVM nº 3/96 e trouxe as seguintes alterações:

- redução do prazo mínimo para vencimento ou período de repactuação para debêntures remuneradas pela TR - Taxa Referencial, de quatro meses para um mês, e pela TBF - Taxa Básica Financeira, de quatro para dois meses;



- no caso das debêntures remuneradas por taxa de juros flutuante, eliminação do prazo mínimo de 120 dias para vencimento ou período de repactuação e do prazo mínimo de 30 dias para o intervalo de reajuste da referida taxa;
- eliminação do prazo mínimo de 30 dias para pagamento dos rendimentos das debêntures. (**Obs.:** Cabe lembrar que a partir de junho de 1999, portanto três meses antes da edição da Decisão-Conjunta BC/CVM nº 7, foi estabelecida pela Portaria nº 264/99, do Ministério da Fazenda, a incidência do IOF sobre os resgates, alienações ou repactuações de aplicações financeiras de renda fixa com prazo inferior a 30 dias.);
- extinção da vedação à emissão de debêntures por sociedades de arrendamento mercantil e por companhias hipotecárias com base em taxa flutuante;
- extinção da vedação à emissão de debêntures pelas demais sociedades com base na TR - Taxa Referencial;
- eliminação do prazo mínimo de quatro meses, contados da data da emissão da debênture, para pagamento de prêmio;
- inclusão de previsão de que o prêmio das debêntures tenha como base a variação da receita ou do lucro da companhia emissora;
- inclusão de previsão de que as condições previstas naquela norma não se aplicam às debêntures que assegurem como remuneração, exclusivamente, participação no lucro da companhia emissora.

Posteriormente, em 14/3/03, foi publicada a Decisão-Conjunta BC/CVM nº 13, que revogou a Decisão-Conjunta BC/CVM nº 7, trazendo, além de aperfeiçoamentos no texto anterior, dispositivo admitindo a emissão de debêntures com cláusula de variação cambial. Cabe notar, porém, que tal previsão já estava presente no parágrafo único do art. 54 da Lei nº 6.404/76, mesmo antes de sua reforma pela Lei nº 10.303, em 2001.

## Oferta Pública

No que se refere à regulamentação da CVM, merece destaque a edição da Instrução CVM nº 400, de 29/12/03, que reuniu em uma mesma norma as regras sobre o procedimento



de registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, revogando as Instruções nº 13/80 e nº 88/88. O normativo, cuja finalidade é a de proteger os interesses do público investidor através do tratamento equitativo aos ofertados e da ampla divulgação de informações, também aperfeiçoa os mecanismos para a captação de recursos. A seguir, os principais destaques dessa Instrução:

- *Prazos de Análise*: Altera, de 30 dias consecutivos para 20 dias úteis contados do protocolo, o prazo para a CVM analisar e se manifestar sobre o pedido de registro, que será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM. O prazo poderá ser interrompido uma única vez, para o cumprimento de exigências (neste caso, o prazo será de até 40 dias úteis e prorrogado uma única vez por até 20 dias úteis). A CVM terá dez dias úteis para se manifestar sobre a verificação do cumprimento das exigências (arts. 8º e 9º).
- *Programas de Distribuição*: Cria o Programa de Distribuição, que poderá ser arquivado na CVM pelas companhias abertas que já tenham distribuído valores mobiliários, com o objetivo de, no futuro, efetuar ofertas públicas de distribuição dos valores mobiliários nele mencionados. O Programa de Distribuição terá prazo máximo de dois anos, contado do seu arquivamento na CVM (para o qual se aplicam os mesmos prazos dos arts. 8º e 9º), sendo que o Prospecto e as demais informações a ele relacionadas deverão ser atualizados no prazo máximo de um ano. Após o arquivamento do Programa de Distribuição, o ofertante e a instituição líder poderão requerer o registro de distribuição de valores mobiliários mediante a apresentação de um Suplemento ao Prospecto, ao qual se aplicam os seguintes prazos: Análise: dez dias úteis; Cumprimento de Exigências: dez dias úteis; Verificação do Cumprimento de Exigências: cinco dias úteis (arts. 11 a 13).
- *Deferimento do Registro*: Estabelece, entre as condições para o deferimento do registro, a possibilidade de ser aumentada em até 20%, a critério do ofertante e sem a necessidade de novo pedido, a quantidade de valores mobiliários a serem distribuídos (procedimento também conhecido como *green shoe*) (art. 14).
- *Conteúdo da Oferta*: Determina que as ofertas públicas deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas. No caso das debêntures, o ofertante poderá estabelecer que o preço e a taxa de juros sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, através do processo de *bookbuilding* (arts. 21 a 23).





- *Suspensão ou Cancelamento da Oferta*: Estabelece o direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados a todos os investidores que tenham aceitado a oferta, em caso de cancelamento, e a todos os investidores que tenham revogado sua aceitação, em caso de suspensão (art. 20).
- *Lote Suplementar*: Estabelece que, se a procura pelos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justificar, o ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, prevendo a possibilidade de ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público até um montante predeterminado, que deverá constar, obrigatoriamente, do Prospecto e não poderá ultrapassar 15% da quantidade inicialmente ofertada (art. 24).
- *Modificação ou Revogação da Oferta*: Dispõe que, havendo alteração substancial posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, a CVM poderá acolher pleito de modificação ou revogação da oferta (art. 25). A revogação torna ineficazes a oferta e os atos de aceitação anteriores ou posteriores, devendo ser restituídos integralmente aos aceitantes os valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados (art. 26).
- *Resultado da Oferta*: Estabelece que, caso a totalidade dos valores mobiliários ofertados seja, até a data de publicação do Anúncio de Início de Distribuição, colocada junto aos investidores através de coleta de intenções de investimento, será admitida a substituição deste anúncio pela publicação apenas de Anúncio de Distribuição e Encerramento (art. 29).
- *Distribuição Parcial*: Define que o ato societário que deliberar sobre a oferta pública deverá dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários previstos para a oferta pública (art. 30).
- *Estudo de Viabilidade*: Estabelece os casos em que o pedido de registro deverá ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora (art. 32).
- *Instituições Intermediárias*: Dispõe que o relacionamento entre o ofertante e as instituições intermediárias (que também poderão se organizar sob a forma de consórcio) deverá ser formalizado mediante contrato de distribuição de valores mobiliários, de acordo com as cláusulas constantes do Anexo VI da Instrução (art. 33). Cabe à instituição líder, entre suas diversas atribuições, guardar por cinco anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto (art. 37).



- *Prospecto*: Estabelece a obrigatoriedade da entrega de exemplar do Prospecto Definitivo ou Preliminar (sem revisão da CVM) ao investidor, contendo todos os dados da oferta e da companhia emissora, admitindo-se seu envio ou obtenção por meio eletrônico. O Prospecto definitivo deverá estar disponível na internet na data de início da distribuição (arts. 38 a 42).
- *Consulta sobre a Viabilidade da Oferta*: Permite a consulta para apurar o interesse de uma eventual oferta, devendo esta consulta não exceder 20 investidores (art.43). Também é permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM (art. 44).
- *Cooperação da Emissora*: Estabelece que a emissora de valores mobiliários a serem distribuídos em oferta pública secundária deverá fornecer ao ofertante as informações e os documentos necessários para a elaboração do Prospecto, devendo a emissora ser ressarcida por todos os custos que incorrer (art. 47).
- *Material Publicitário*: Dispõe que a utilização de qualquer material publicitário para a oferta dependerá de prévia aprovação da CVM (art. 50).
- *Veracidade das Informações*: Estabelece que o ofertante é responsável pela veracidade das informações prestadas por ocasião do registro (art. 56).
- *Ofertas em Diversas Jurisdições*: Dispõe que, a pedido do ofertante, a CVM poderá observar o procedimento de análise preliminar confidencial na hipótese de serem realizadas ofertas simultâneas no Brasil e no exterior que demandem a solicitação de registro de autoridade reguladora do mercado de capitais no exterior (art. 57).

### **Debêntures Padronizadas**

Logo após a edição da Instrução nº 400, ainda em fevereiro de 2004, a CVM publicou a Instrução nº 404, regulamentando a emissão de debêntures com procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições a serem adotadas nas escrituras de emissão de debêntures destinadas à negociação em segmento especial de Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado. No entanto, devido ao elevado grau das exigências



previstas na norma e sem a devida contrapartida de redução de custos, entre outras razões, nenhuma emissão da chamada debênture padronizada foi registrada desde a edição da norma. Assim, apesar da intenção da Autarquia de estimular o mercado ao criar um papel cujas características fossem amplamente conhecidas, o que facilitaria sua aceitação e negociação, mesmo passados quatro anos da edição da norma - período em que houve um aumento significativo do volume emitido -, não foi registrada emissão nessa modalidade.

A própria concorrência criada pela Instrução CVM nº 400, editada meses antes, contribuiu neste sentido. Ao instituir a figura até então inexistente do Programa de Distribuição, que funciona como uma espécie de “emissão de prateleira” em que o emissor pode pré-aprovar junto à CVM um volume elevado e distribuí-lo em um prazo de até dois anos, acabou por conferir, ainda que parcialmente, a agilidade pretendida com a regulamentação da debênture padronizada.

Assim, após intensos debates entre participantes do mercado e representantes da CVM em torno de possíveis alterações da Instrução CVM nº 404 com o objetivo de eliminar algumas exigências, o Grupo de Trabalho de Mercado Secundário, formado no âmbito do Plano Diretor de Mercado de Capitais, optou pelo caminho da auto-regulação, criando a figura da “debênture simplificada”, que teria seu prospecto certificado pela Anbid e sua escritura certificada pela ANDIMA. Com base nessas certificações, seria então solicitado à CVM um *fast track* para a concessão do registro.

A proposta tinha dois objetivos essenciais: ampliar a liquidez do mercado secundário de debêntures e atrair para o segmento um universo de empresas que, por diferentes razões, não utilizam este ativo para a captação de recursos. Nesse sentido, as debêntures simplificadas seriam emitidas segundo três parâmetros de remuneração: prefixadas, sem restrição de prazo de pagamento; indexadas a índices de preços, IGP-M e IPCA, com periodicidade de pagamento anual; e pós-fixadas, com remuneração expressa em percentual da Taxa DI ou Selic ou por estas taxas adicionadas a um *spread*, com pagamento semestral. Os critérios de cálculo seriam os sugeridos pelo trabalho de padronização elaborado pela ANDIMA, que vem sendo adotado pela grande maioria das empresas emissoras. Esses papéis teriam valor nominal de R\$ 1.000,00, de forma a atrair, eventualmente, também investidores pessoas físicas.



As debêntures simplificadas poderão ter, desde que uniformes, amortizações lineares, com ou sem carência, sendo que a periodicidade de pagamento deverá ser igual à da remuneração escolhida, deverão ser de espécie quirografárias, ter *rating* atualizado anualmente e seu processo de colocação prever a realização de *bookbuilding* eletrônico.

Outros dois aspectos envolvendo a colocação desse ativo foram considerados importantes como indutores da liquidez, embora não sejam de adoção compulsória: a realização de um esforço de pulverização de pelo menos 20% da emissão e a utilização da prerrogativa do *green shoe* para a constituição de fundo de liquidez, ou para ser utilizado pelo formador de mercado do papel. Além disso, considerando que essas emissões seriam previamente avaliadas por entidades auto-reguladoras do mercado, algumas despesas poderiam ser eventualmente reduzidas, tais como a taxa de fiscalização da CVM, os custos dos pareceres dos escritórios de advocacia etc.

Em 22/3/06, a CVM publicou então a Instrução nº 429, dispondo sobre procedimento de registro automático para as ofertas públicas de debêntures. O referido registro se aplica somente às debêntures simples, com ou sem garantia, e sem cláusula de permuta por ações ou outros valores mobiliários, cujo pedido de registro seja apresentado com base em Programa de Distribuição de valores mobiliários previamente arquivado na CVM, desde que a oferta seja realizada em conformidade com as disposições do Código de Auto-Regulação da Anbid - Associação Nacional dos Bancos de Investimento para Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários.

O registro automático também se aplica às debêntures simples, mesmo que emitidas fora de Programa de Distribuição de valores mobiliários, desde que destinadas à aquisição ou subscrição por não mais do que 20 investidores (não inclui veículos ou entidades de investimento coletivo), não afastando, porém, a necessidade de prévio registro de companhia aberta. Neste caso, as debêntures adquiridas só poderão ser negociadas pelo titular antes de completados 18 meses do encerramento da distribuição, caso a negociação se dê entre os titulares desses valores mobiliários ou caso o titular aliene todas suas debêntures para um único investidor institucional.

Com relação ao prazo, o registro de oferta pública produzirá efeitos depois de decorridos cinco dias úteis após o protocolo do pedido na CVM, a publicação do Anúncio de Início de



Distribuição e a disponibilidade do Prospecto Definitivo para os investidores. É vedada a realização de qualquer esforço de venda ou a aquisição ou subscrição de valores mobiliários antes de decorrido esse prazo. Cabe observar, ainda, que, quando o ofertante estiver em atraso com a obrigação de prestar informações eventuais ou periódicas à CVM, o registro não produzirá efeitos, e será cancelado caso tais informações estejam em desacordo com as informações constantes do prospecto. No caso das ofertas públicas com base na Instrução CVM nº 429, não será permitida a utilização de material publicitário.

As informações contidas neste capítulo, bem como a respectiva base legal, encontram-se disponíveis no Guia de Debêntures, no *site* [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br).



# 6

---

## DISTRIBUIÇÃO, CUSTÓDIA E NEGOCIAÇÃO ELETRÔNICA NO MERCADO DE DEBÊNTURES

---

Exercendo um papel operacional na cadeia de atividades deste mercado, a Cetip S.A. e a BM&F Bovespa S.A. são as duas entidades no Brasil que administram sistemas de negociação eletrônica, registro de operações de balcão, custódia e liquidação envolvendo as emissões e operações com debêntures.

Os modelos operacionais utilizados pela Cetip e pela BM&F Bovespa se diferenciam, seja pelo papel dos participantes que são autorizados a operar, seja pela forma de liquidação das operações, seja pela interface entre os diversos sistemas que essas entidades disponibilizam. O objetivo deste capítulo é descrever as principais características de cada entidade e de seus sistemas.

### 6.1 A Cetip

#### *O início*

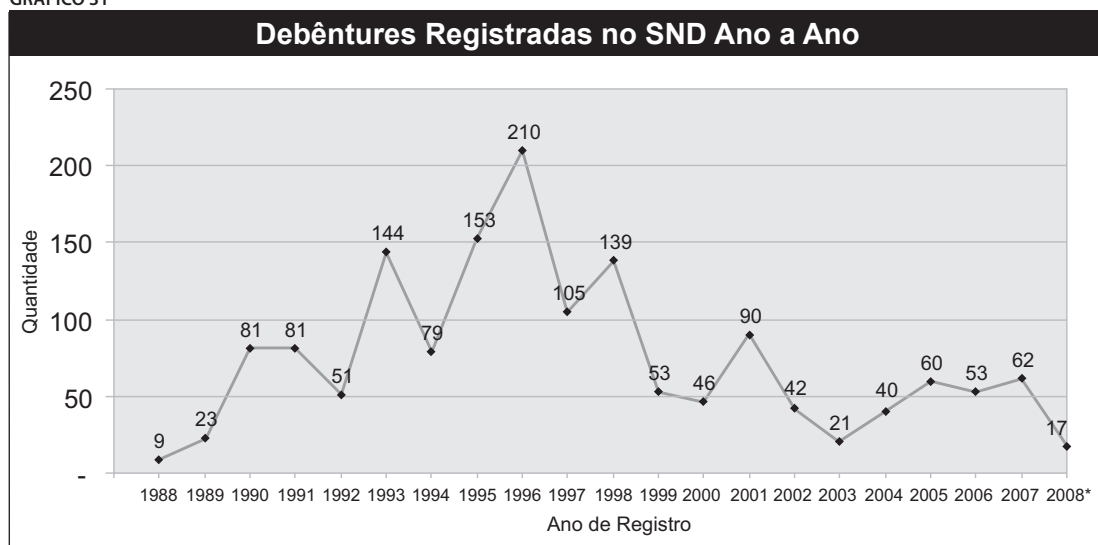
Na década de 80, um tema recorrente em todas as agendas de discussões sobre o mercado de debêntures era a necessidade do desenvolvimento de um sistema eletrônico com o



objetivo de tornar as operações ágeis, seguras e integradas. Alinhadas a esta expectativa, a ANDIMA e a Cetip firmaram parceria para o desenvolvimento do SND - Sistema Nacional de Debêntures, com a missão de criar as condições ideais para o desenvolvimento deste mercado no Brasil.

O SND foi concebido para funcionar dentro da Cetip S.A. - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos, visando a ampliar a eficiência e a segurança das operações financeiras, através do registro escritural dos negócios realizados com títulos privados. O Sistema foi estruturado nos moldes do Selic - Sistema Especial de Liquidação e Custódia, que havia sido lançado em novembro de 1979 para efetuar o controle escritural das operações realizadas com papéis públicos.

GRÁFICO 31



\* Até junho. **Fonte:** Cetip.

Lançado oficialmente no dia 23/6/88, em seminário promovido no Jockey Club Brasileiro, no Rio de Janeiro, o SND é um sistema eletrônico que acata o registro da debênture, valoriza diariamente o preço da curva dos papéis conforme padrões de cálculo, controla a custódia, permitindo a sua negociação, processando automaticamente os eventos previstos em escritura e efetuando a liquidação financeira (tanto das operações realizadas como dos eventos), utilizando-se da infra-estrutura tecnológica da Cetip.



Neste mesmo ano foi criado o SDT – Sistema de Distribuição de Títulos, com o objetivo de prover mecanismos operacionais e de suporte às distribuições públicas de valores mobiliários realizadas por companhias abertas e devidamente registradas na CVM, mediante processamento eletrônico. O Sistema, também operacionalizado pela Cetip, permite que o emissor distribua as debêntures, através de seus coordenadores, utilizando-se da emissão dos boletins de subscrição do próprio Sistema e sem nenhum custo. A liquidação financeira é feita via conta de liquidação da Cetip no STR, sem a necessidade de envio de DOC ou TED pelo subscritores. Neste processo, as debêntures subscritas são depositadas nas posições dos adquirentes e transferidas automaticamente para o SND após a sua liquidação financeira, liberando-as para o mercado secundário.

### *A Primeira Grande Reformulação*

Em 2001, a ANDIMA e a Cetip realizaram uma profunda reformulação no SND, cujo principal objetivo foi o de subsidiar o mercado de ferramentas e orientações que possibilitassem a estruturação de debêntures em um ambiente mais padronizado, porém bastante amplo.

Tomando como base o Trabalho de Orientação de Textos para Cálculos de Debêntures, disponível no *site* [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br), e a grande aceitação, por parte do mercado, das metodologias sugeridas, foram criados novos campos e rotinas que possibilitaram a realização do cálculo e divulgação diária do preço unitário da curva das debêntures, com opções de cálculos abrangendo todos os indexadores e remunerações. Além disso, foram desenvolvidas rotinas para diversos tipos de critérios de amortização.

Novas telas de consultas facilitaram o acesso às informações sobre os eventos e à curva histórica da debênture. Adicionalmente, foram incluídas informações sobre *rating*, agências classificadoras, instituições depositárias e número de negócios no mercado secundário, entre outras.

Este processo exigiu o recadastramento completo dos cerca de 400 ativos registrados no SND antes de abril de 2001.

### *O SPB*

Em 2002, a implementação do SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro, projeto coordenado pelo Banco Central, acarretou em uma importante adaptação nos procedimentos de liquidação das operações e eventos cursados no SND.





Todas as operações de mercado secundário (compra e venda final ou compromissada) passaram a ser liquidadas em D0, na modalidade LBTR – Liquidação Bruta em Tempo Real, com a adoção do modelo Entrega contra Pagamento (DVP – Delivery Versus Payment), em que a liberação das debêntures adquiridas pelo comprador ficou condicionada à transferência do respectivo montante financeiro ao vendedor.

Com relação aos eventos, para debêntures emitidas a partir de 1º/10/01, a sua liquidação financeira passou a ocorrer no próprio D0. As emitidas anteriormente a esta data permaneceram com sua liquidação em D1. Em ambos os casos, os valores passaram a compor o saldo multilateral das partes credoras e devedoras na janela multilateral da Cetip (LDL – Liquidação Diferida por valores Líquidos).

### *Estrutura Operacional*

Enquanto o SND tem como característica principal o acompanhamento de toda a vida da debênture, desde o registro até o seu vencimento, controlando os seus eventos e efetuando as movimentações comandadas pelos participantes do Sistema, o SDT atua exclusivamente e pontualmente na distribuição pública da debênture, dando suporte aos *underwriters* no registro eletrônico e liquidação dessas operações, bem como na emissão dos boletins de subscrição dos investidores. Já o sistema de *bookbuilding* apóia o processo de formação da taxa de remuneração das debêntures.

A seguir, são apresentados sucintamente as principais características operacionais desses três sistemas, suas funcionalidades, suas vantagens e interfaces com outros módulos da Cetip: Liquidação, CetipNET e Identificação de Comitente.

#### **6.1.1 O SDT**

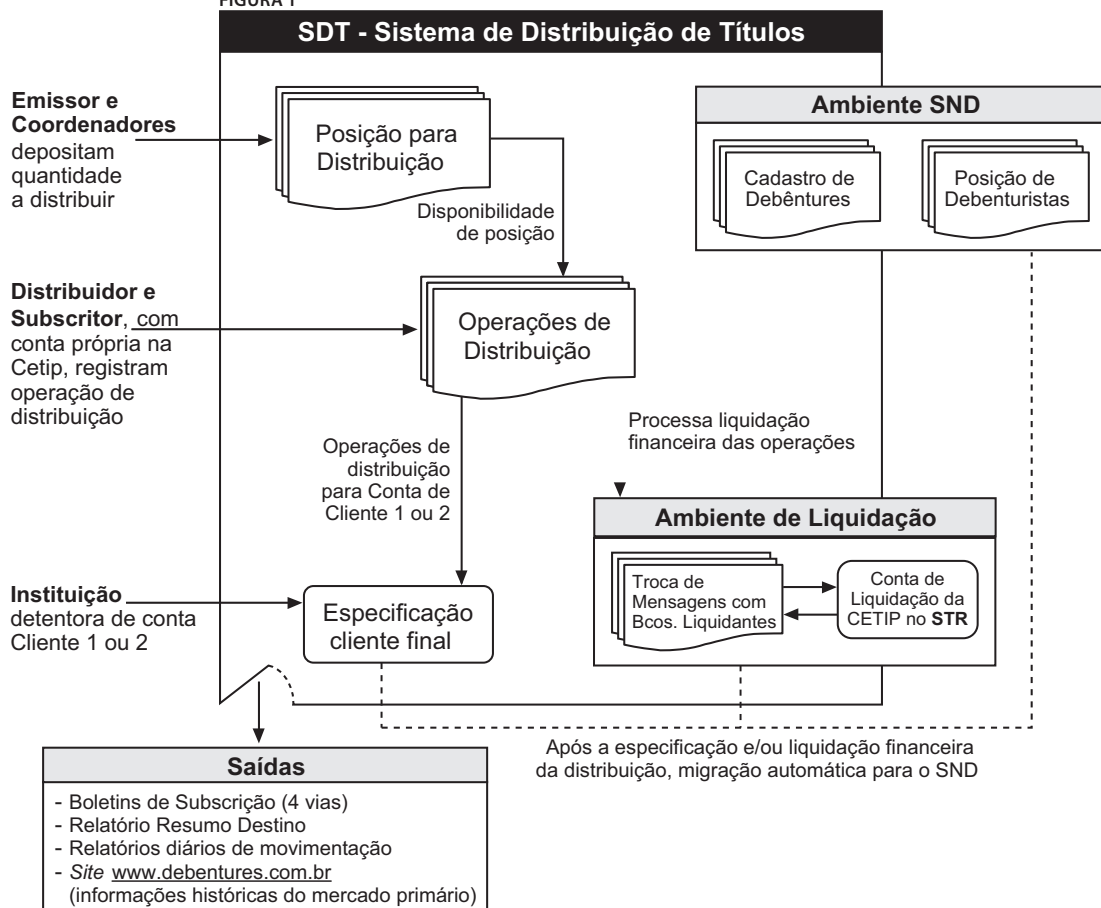
##### *Objetivo*

Prover mecanismos operacionais e de suporte ao registro e liquidação das distribuições públicas de debêntures realizadas por companhias abertas, devidamente registradas na CVM.



## Fluxo Operacional

FIGURA 1



## Vantagens

O SDT busca oferecer simplificação e agilidade na distribuição primária das debêntures, permitindo a liquidação financeira via reserva bancária, em D0, sem necessidade de emissão de cheques, DOC ou TED. Da mesma forma, através da emissão dos recibos de subscrição, automatiza e centraliza esse processo, reduzindo os procedimentos burocráticos a serem cumpridos pelos coordenadores. O Sistema trabalha com total segurança e sigilo de informações, ao dispor de diversas rotinas que tornam o acesso para registro de operações exclusivo aos participantes autorizados.



### *Participantes*

Atuam no SDT os seguintes participantes de mercado:

- a companhia emissora, autorizando o depósito das quantidades a serem distribuídas para cada coordenador;
- os coordenadores (ou *underwriters*), atuando como instituições distribuidoras da debênture;
- as instituições financeiras não coordenadoras da emissão, comprando em nome próprio ou de cliente;
- os clientes especiais – as pessoas jurídicas não-financeiras e os investidores institucionais –, detentores de conta própria na Cetip, adquirindo papéis para a posição própria; e
- as instituições financeiras detentoras de conta de cliente 1 ou 2, negociando em nome de cliente.

Para detalhes destes participantes, consulte o Capítulo 3 - Participantes do Mercado.

### *O Depósito para Distribuição*

O processo de distribuição através do SDT é autorizado quando, no SND, as características da debênture já estão devidamente cadastradas, incluindo a remuneração, se for o caso, definida em *bookbuilding*, e obrigatoriamente tendo a CVM concedido o seu registro. A partir desses fatos, a emissora está autorizada a depositar as quantidades a serem distribuídas aos respectivos coordenadores contratados. Esses depósitos ocorrem nas contas individualizadas dos coordenadores no SDT.

A partir de então, as operações de distribuição aos seus clientes devem ser registradas, sempre, através de duplo comando das partes, cabendo ao coordenador assumir o papel de vendedor e ao investidor, de comprador. Os registros são eletrônicos, através de tela específica no sistema.

### *A Distribuição*

A liquidação financeira dessas operações ocorre no próprio dia do lançamento (D0), de forma individual, sempre utilizando os bancos liquidantes das partes, através da conta de liquidação da Cetip no STR, na modalidade LBTR – Liquidação Bruta em Tempo Real.



Quando o comprador final operar através da conta de cliente 1 ou 2 de alguma instituição financeira, há a necessidade da especificação detalhada do comitente, no próprio SDT, cuja responsabilidade é da própria instituição detentora de tais contas.

#### *A Transferência para o SND*

A migração para o SND das quantidades distribuídas ocorre automaticamente após a liquidação financeira da operação, ou, nos casos de conta de cliente, quando especificadas. Este procedimento permite, de forma ágil e transparente, a possibilidade do investidor subscritor efetuar a negociação em mercado secundário no próprio dia da distribuição.

Nos casos da distribuição para as contas de cliente 1 e 2, no mesmo instante da migração para o SND também é feita a transferência das informações do cliente especificado no SDT para o Módulo de Identificação de Comitente da Cetip, utilizado pelo SND, evitando assim a necessidade de uma nova especificação.

#### *Serviços Complementares*

O SDT também disponibiliza duas importantes funcionalidades, facilitando o cumprimento de exigências legais:

- emissão e envio do Boletim de Subscrição às instituições distribuidoras, para cada operação de distribuição registrada, em quatro vias, para coleta das assinaturas dos responsáveis e encaminhamento ao investidor final; e
- geração automática e envio à CVM e ao coordenador líder do Resumo do Destino de Colocação (quantidade distribuída, número e natureza dos investidores), no encerramento de todo o processo de distribuição. Esse resumo é utilizado pelo coordenador líder e pela companhia emissora na publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição.

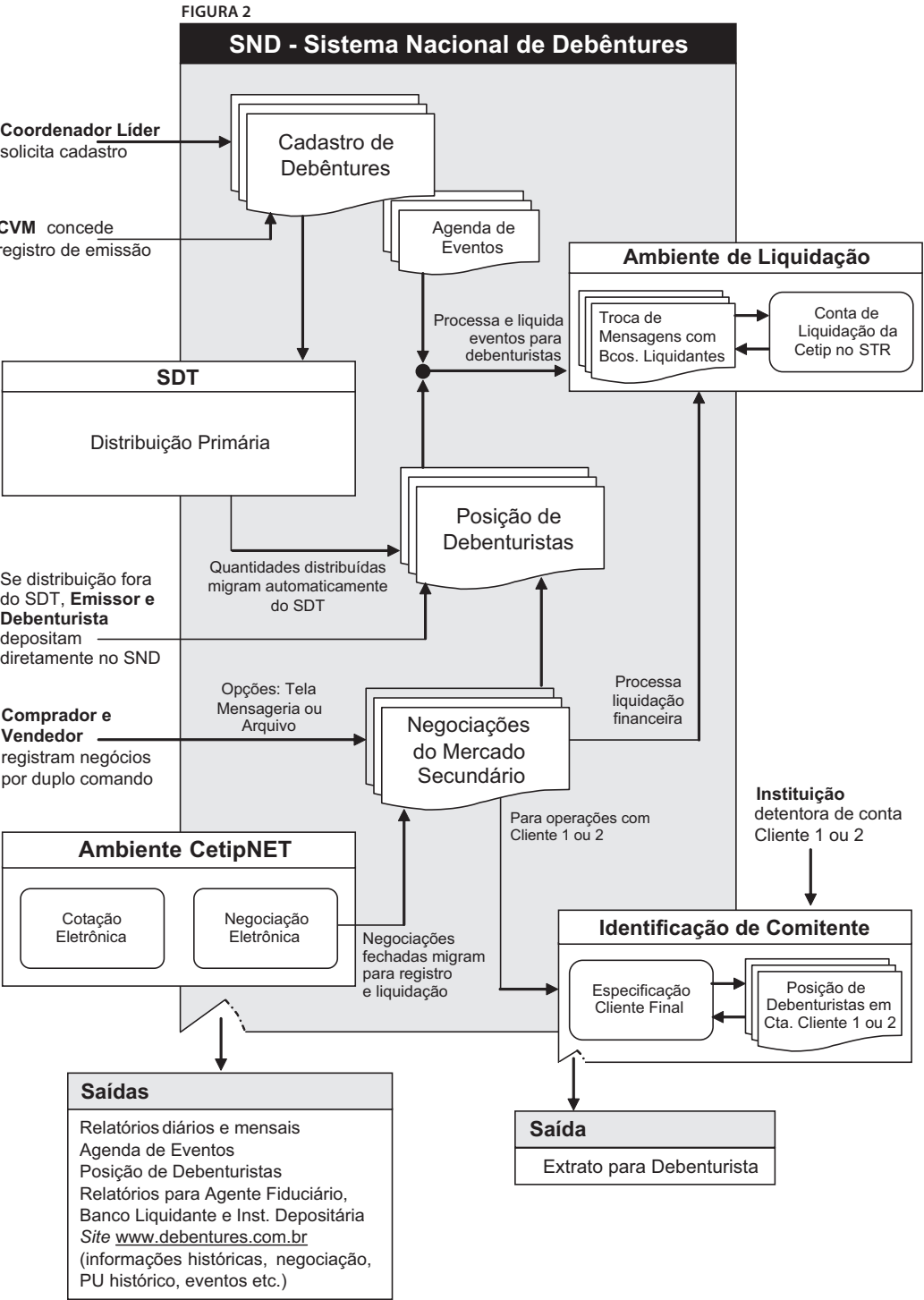
### **6.1.2 O SND**

#### *Objetivo*

Apoiar o mercado de capitais no processo de distribuição primária e negociação secundária de debêntures, através de um sistema eletrônico que provê o cadastro das características, o processamento dos eventos previstos, a administração de sua custódia, o registro e a liquidação dos negócios ocorridos em mercado de balcão ou em ambientes eletrônicos.



Fluxo Operacional



### *Vantagens do SND*

O SND oferece um ambiente seguro e ágil para a ampliação dos negócios com debêntures. Atuando em toda a cadeia funcional da debênture, o Sistema oferece transparência para a melhor tomada de decisão do investidor, à medida que disponibiliza detalhadamente as características do ativo e divulga diariamente as informações de preço da curva e negociações no mercado secundário com o título. Além disto, torna bastante ágil a atuação dos envolvidos nas liquidações financeiras dos eventos e das negociações secundárias, uma vez que são processadas via reserva bancária, em D0, sem necessidade de emissão de cheques, DOC ou TED.

Com relação às informações individuais e sigilosas, os participantes do SND recebem, diariamente, relatórios de posição e movimentação de custódia, bem como boletins de operações realizadas e pendentes no Sistema e uma agenda de eventos futuros dos títulos de sua propriedade.

### *Participantes*

Atuam no SND os seguintes participantes de mercado:

- a companhia emissora, que deve abrir uma conta em seu nome na Cetip;
- o banco mandatário ou banco liquidante da emissão, responsável pela liquidação dos eventos (a débito), quando autorizado pelo emissor;
- bancos comerciais, de investimento e múltiplos, sociedades corretoras e distribuidoras, outras instituições financeiras e os clientes especiais - pessoas jurídicas não-financeiras e investidores institucionais -, que irão atuar como parte ou contraparte nas negociações com debêntures, e que devem possuir conta individualizada na Cetip;
- as instituições financeiras detentoras de conta de cliente 1 ou 2, negociando em nome de cliente; e
- a instituição depositária, o coordenador líder e o agente fiduciário da debênture, este último se detentor de conta própria na Cetip.

### *O Cadastramento da Emissão no SND*

Uma vez estruturada a emissão pelo *underwriter* e o emissor, o SND é capaz de acatar o registro das suas características, aguardando apenas a concessão do registro por parte da



CVM para liberar a debênture para o mercado, permitindo também, desta forma, o início da distribuição primária.

Esse registro pode ocorrer antes mesmo do processo de *bookbuilding*, através do qual define-se a taxa de remuneração do papel.

Uma vez o ativo liberado para distribuição, e à medida que ele for sendo liquidado ou especificado no SDT (quando operações com cliente 1 ou 2 de instituição financeira), o SND acata automaticamente o depósito nas contas dos subscritores.

Quando a distribuição ocorrer fora do SDT, o emissor (ou a instituição autorizada por este) e o investidor final efetuam o depósito diretamente no SND, sempre através do duplo comando.

Inicia-se assim, por parte do SND, o controle de toda a cadeia de movimentação da debênture, de sua custódia e processamento dos eventos previstos em escrituras a favor dos debenturistas.

### *O Mercado Secundário*

O SND acata automaticamente transações fechadas na plataforma de negociação da Cetip – CetipNET, módulo de negociação, bem como as negociações realizadas diretamente no mercado de balcão. Para este último, os participantes (comprador e vendedor) registram a operação no SND – através de duplo comando – em tela ou transferência de arquivo diretamente no Sistema, ou envio de mensagem através da RSFN - Rede do Sistema Financeiro Nacional. Após os lançamentos de ambas as partes, o SND valida se os dados fornecidos forem compatíveis.

Uma vez confirmada a operação, tanto a originada no CetipNET como a de balcão, é bloqueada a posição de custódia do vendedor, não permitindo a este o seu uso para qualquer outra operação. O SND, então, encaminha automaticamente a transação para o Módulo de Liquidação Financeira da Cetip, que envia ao banco liquidante do comprador uma ordem de débito. Após o envio por parte deste banco, através do STR - Sistema de Transferência de Reserva, do montante requerido para a conta de liquidação da Cetip, esta transfere o valor para o banco liquidante do participante vendedor, e o SND libera concomitantemente a custódia para o participante comprador – esse procedimento é conhecido como DVP - Delivery Versus Payment, isto é, entrega contra pagamento. Essa liquidação



deve ocorrer obrigatoriamente no mesmo dia da operação, sendo cancelada ao final do dia caso não ocorra.

Para algumas operações, em que o banco liquidante da parte e da contraparte seja o mesmo, a liquidação ocorre dentro da própria instituição, no seu sistema de conta corrente. Na Cetip esta liquidação é conhecida como liquidação *book-transfer*, em que o banco liquidante recebe uma ordem de débito contra o comprador e o próprio banco deve enviar uma resposta de confirmação do pagamento, sem a necessidade de transferir o montante negociado via STR. Quando da confirmação, o SND libera a custódia para o comprador.

A liquidação financeira dessas operações é irrevogável e incondicional, não cabendo nenhum tipo de estorno.

### *Os Eventos*

O SND é responsável pela transferência automática, para cada participante, dos direitos prometidos em escritura pelo emissor: vencimento, juros, atualização monetária, prêmios, amortização ou quaisquer outros rendimentos atribuídos às debêntures.

Para debêntures emitidas a partir de 1º/10/01, a liquidação financeira passou a ocorrer no próprio dia do evento, em D0. As emitidas anteriormente a esta data permaneceram com sua liquidação em D1. Em ambos os casos, esses valores compõem o saldo multilateral das partes credoras (os debenturistas) e devedoras (as companhias emissoras) na janela multilateral da Cetip (LDL – Liquidação Diferida por valores Líquidos). Essa liquidação ocorre em um período predeterminado do dia em que a Cetip aguarda o pagamento do montante devido pelos devedores, para então efetuar a transferência dos valores a todos os credores.

O SND controla e identifica, aos debenturistas, as situações de inadimplência do emissor.

### *O Exercício de Direitos*

O SND disponibiliza funções específicas para que os debenturistas possam exercer direitos previstos em escritura:

- conversões/permutas: os participantes informam a quantidade que desejam converter/permutar, e o SND disponibiliza ao emissor (ou à instituição autorizada por este) o montante a ser convertido ou permutado;





- não-repactuações/opções de venda: o Sistema disponibiliza tela para lançamento se o debenturista quiser optar pela não-repactuação ou exercer sua opção de venda, em períodos predeterminados em escritura:

- Debêntures não repactuadas: na data de repactuação, para aqueles que não optaram por essa operação, e após a liquidação financeira da compra pelo emissor, é efetuada a transferência para a posição própria deste último. Caso não haja manifestação pelo participante, o Sistema efetua automaticamente a repactuação, mantendo a posição do debenturista; e

- Exercício da opção de venda: na data da venda ao emissor, para aqueles que exercerem o direito e após a liquidação financeira, pelo emissor, é efetuada a transferência para a posição própria deste último.

#### *A Custódia e Outras Movimentações*

O SND controla individualmente a posição de custódia de cada participante do Sistema, segregando inclusive as posições de clientes das instituições financeiras. Disponibiliza de forma *online* e, ao final do dia, através de relatórios a posição de cada debenturista, bem como toda a sua movimentação.

São disponibilizadas outras operações que impactam diretamente o controle da custódia dos debenturistas, tais como:

- Vinculação em reserva técnica para controle da Susep e ANS:

As sociedades seguradoras, de capitalização e as entidades abertas de previdência privada possuem, na Cetip, uma conta de reserva técnica para a qual elas transferem, entre outros títulos, debêntures para compor as exigências de segregação de patrimônio exigidas pela Susep – Superintendência de Seguros Privados. O mesmo vale para as empresas operadoras de planos de saúde supervisionadas pela ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar;

- Vinculação em conta margem em Bolsa e execução de margem pela Bolsa:

As Bolsas de Valores e de Mercadorias detêm uma conta margem na Cetip para a qual os participantes das Bolsas, com conta na Cetip, aportam, entre outros títulos, debêntures com o objetivo de cobrir as chamadas de margem e garantias exigidas por essas entidades em operações lá efetuadas;



- Operações de Garantia:

Os participantes detêm uma conta garantia na Cetip para a qual podem transferir, entre outros títulos, debêntures, para cumprir exigências de garantias em seus contratos bilaterais com outros participantes da Cetip;

- Operações Compromissadas:

As operações compromissadas se caracterizam pela venda não definitiva da debênture em que o vendedor se compromete com o comprador a recomprá-la, em data futura, com remuneração previamente definida; e

- Bloqueio e Desbloqueio de posição:

Função na qual a debênture bloqueada fica indisponível para qualquer tipo de movimentação pelo participante. Utilizada principalmente para atender ao cumprimento de execuções judiciais.

### *Relatórios Diários e Mensais*

O SND disponibiliza, diária e mensalmente, aos seus participantes relatórios e arquivos que permitem o acompanhamento detalhado de suas movimentações e posições de custódia. Entre outras, também são disponibilizadas as informações das operações compromissadas em aberto, prévias de eventos e as características das debêntures.

### *A Identificação de Comitente para Conta Cliente*

As operações de compra e venda entre a instituição financeira e os clientes não detentores de conta individualizada na Cetip ocorrem através da conta de cliente 1 ou 2 da própria instituição. Estas operações não têm o seu processo de liquidação controlado pela Cetip, apenas impactando a transferência de custódia para o cliente ou para a instituição, dependendo do tipo de operação.

A partir de abril de 2007, tornou-se obrigatória a identificação do detentor para operações com conta de cliente 1 e 2, de responsabilidade das instituições financeiras detentoras, sem a qual a transferência de custódia no SND não é mais efetuada e a operação é rejeitada. A Cetip, ao final de cada mês, envia um extrato de posição ao debenturista, informando a situação de seus investimentos.



### *Interface com o CetipNET*

A Plataforma de Negociação Eletrônica da Cetip permite diversas operações *online*, como a negociação no mercado secundário de títulos de renda fixa públicos e privados e valores mobiliários, cotações eletrônicas e leilões de distribuição primária.

A negociação de debêntures nesta plataforma é realizada através do módulo de negociação, que permite o encontro das ofertas de compra e venda postadas pelos seus participantes. Uma vez realizado o negócio neste ambiente e quando do seu envio ao SND, este processa automaticamente tal registro, checando a existência de custódia do vendedor e encaminhando a operação para o módulo de liquidação financeira, tal e qual uma operação realizada no mercado de balcão.

### **6.1.3 Bookbuilding eletrônico**

#### *Objetivo*

Prover agilidade e transparência na formação das taxas de remuneração das debêntures.

Fluxo Operacional (veja na página ao lado)

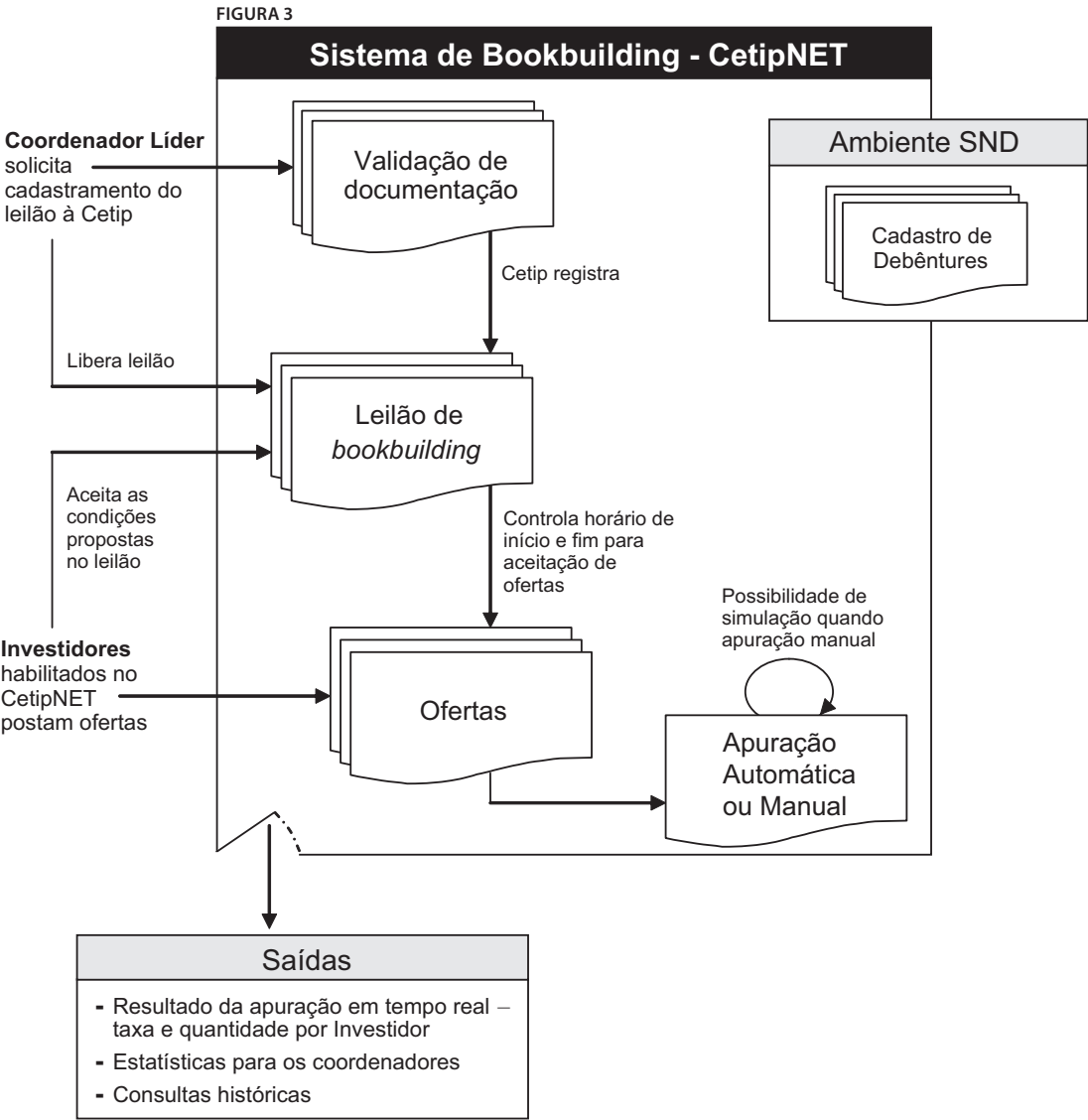
#### *Vantagens*

O sistema de *bookbuilding* oferece um ambiente seguro e ágil para os emissores, coordenadores e investidores realizarem os leilões de formação de taxa de remuneração das debêntures.

Aos coordenadores, o sistema disponibiliza uma ampla gama de funcionalidades que flexibilizam as condições dos leilões, tais como: hora de início e término de aceitação de ofertas; taxa máxima de remuneração a ser aceita; lista de coordenadores que participarão do leilão; forma de apuração (automática ou manual); possibilidade de informar a quantidade garantida pelos coordenadores, entre outras. No processo de apuração, quando manual, o sistema disponibiliza ao coordenador líder a possibilidade de simulação de resultado conforme a taxa de corte ou a quantidade a ser distribuída.



O resultado é imediatamente divulgado a todos os participantes do leilão, quando do encerramento do processo de apuração, explicitando, entre outras informações, a quantidade aceita e a taxa de remuneração definida, dando assim total transparência ao processo.



### *Participantes*

Atuam no sistema de *bookbuilding* os seguintes participantes de mercado:

- as instituições financeiras coordenadoras participantes do *pool* de distribuição da debênture; e
- os investidores, pessoas jurídicas financeiras ou não-financeiras, participantes da Cetip e previamente habilitados a operar no CetipNET – Plataforma de Negociação da Cetip.

### *Cadastramento do Leilão*

O coordenador líder deverá solicitar o cadastramento do leilão à Cetip, que fará a validação das informações e o seu registro no sistema. Dentre as principais informações a serem fornecidas, destacam-se: a data do leilão; o horário de início e de término; a taxa máxima de remuneração a ser aceita nas ofertas, se existe garantia firme, por parte dos coordenadores; se as ofertas devem ser múltiplas de um determinado lote; a lista de coordenadores que participarão do leilão; a instituição apuradora do resultado; e a forma de apuração (automática pelo sistema ou manual pelo apurador).

### *Liberação do Leilão ao Mercado*

Para que o *bookbuilding* seja liberado para o mercado, é obrigatório o envio, por parte do coordenador líder, à Cetip de documentos com termos de responsabilidade.

A tela de consulta do leilão pode ser acessada por qualquer participante com acesso ao sistema. São consideradas informações públicas, as características da debênture a ser leiloadada, bem como os dados referentes à realização do leilão.

### *Ofertas*

O investidor interessado em participar do leilão deverá estar previamente habilitado no CetipNET e, também, aceitar as condições propostas. O aceite é feito através da própria tela do sistema, dispensando qualquer envio de carta à Cetip ou ao coordenador.

Desde que o leilão esteja autorizado a lançamentos, o investidor poderá, de forma eletrônica e através do seu próprio computador, incluir, excluir ou alterar uma oferta. Não são visualizadas as ofertas dos demais participantes, visto que a característica deste leilão não é competitiva e sim de definição de taxa de remuneração e quantidade desejada.



### *Apuração*

Todo leilão de *bookbuilding*, cujo objetivo principal é encontrar a taxa de remuneração da debênture e a quantidade a ser distribuída, tem por definição que a sua apuração é do tipo holandês, ou seja, a taxa aceita pelo emissor/coordenador líder será a mesma para todos os participantes vencedores do leilão.

O sistema disponibiliza duas formas de apuração:

- a automática, em que não há interferência do apurador e as regras são as já predefinidas no sistema (taxa de corte de acordo com a quantidade limite a ser distribuída);
- a manual, em que o apurador poderá verificar o melhor ponto de corte, conforme a informação de diferentes taxas limites de apuração *vis-à-vis* a quantidade a ser distribuída. Neste critério, é possível efetuar diversas simulações até a definição do melhor resultado.

### *Relatórios*

Uma vez apurado o leilão, o sistema se encarrega de gerar automaticamente a todos os participantes (coordenadores e investidores) relatórios com o resultado final das ofertas aceitas, da taxa de remuneração definida e da quantidade destinada a cada investidor. Esses relatórios são disponibilizados individualmente, respeitando o sigilo de cada participante.

O sistema também mantém um histórico dos leilões efetuados, possibilitando consulta das ofertas postadas e dos resultados alcançados.

## **6.2 A BM&F Bovespa**

A BM&F Bovespa também atua no mercado de renda fixa disponibilizando três ambientes integrados para negociação, custódia e liquidação de operações envolvendo debêntures, entre outros ativos:

- Bovespa Fix: ambiente de negociação eletrônica, dirigido por ordens;
- Soma Fix: ambiente para registro eletrônico dos negócios realizados em mercado de balcão organizado de renda fixa;



- CBLIC: ambiente de custódia e de liquidação nas colocações primárias e no mercado secundário de títulos de renda fixa.

### 6.2.1 O Bovespa Fix

O Bovespa Fix é um ambiente de negociação de títulos de renda fixa, onde as operações são fechadas no sistema eletrônico pelo melhor preço, obedecendo a ordem cronológica de entrada de ofertas (*order driven*). Neste ambiente, as operações estão sujeitas a regras de negociação, com aplicação de procedimentos especiais a negócios cujas características estejam em desacordo com parâmetros previamente estabelecidos para cada ativo – intervalo de variação (túnel) a partir do preço de referência.

No Bovespa Fix, as operações são realizadas em “rodas de negociação” de acordo com as modalidades de liquidação e características dos ativos. Além disso, conta com a presença de formadores de mercado para fomentar a liquidez dos títulos.

Os formadores de mercado, ou *market makers*, são intermediários que têm por função manter ofertas firmes de compra e venda com a finalidade de promover a negociação dos títulos para os quais estejam designados. É possível que o próprio intermediário que coordenou a distribuição inicial dos títulos assuma essa função. Para isso, é necessário estabelecer um contrato específico que defina as atribuições do formador de mercado, bem como sua remuneração e os limites de sua atuação.

Além da disseminação de ofertas para todos os participantes do sistema de negociação, as ofertas e negócios são divulgados pelos *vendors* (agências de notícias), em tempo real, e no *website* do Bovespa Fix ([www.bovespafix.com.br](http://www.bovespafix.com.br)), com atraso de 15 minutos, permitindo que o público investidor possa acompanhar a evolução do mercado.

No *website* do Bovespa Fix são disponibilizadas as informações sobre os ativos negociados, tais como: características, documentos (escrituras, prospectos, termos de securitização, regulamentos, etc.), preços unitários e de referência, histórico dos negócios, notícias e fatos relevantes dos emissores etc.

Os negócios realizados no Bovespa Fix são levados à liquidação na CBLIC.



### 6.2.2 O Soma Fix

O Soma Fix, por sua vez, é o mercado de balcão organizado de renda fixa da BMF Bovespa, que admite o registro das operações realizadas por telefone, na mesma plataforma de negociação do Bovespa Fix, por meio de inserção dos dados do negócio por um dos participantes de negociação e posterior confirmação pela respectiva contraparte (duplo comando).

Além do registro de operações, o Soma Fix disponibiliza uma roda de negociação em que podem ser efetuados negócios de acordo com as regras de um sistema *order driven*.

Os registros dos negócios e as ofertas colocadas na roda de negociação são disseminados para o mercado em tempo real, e os negócios realizados no Soma Fix são levados à liquidação pela CBLC.

### 6.2.3 A CBLC

A CBLC foi criada em 1997, a partir de uma cisão da então Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo, com o objetivo de segregar as atividades de custódia, compensação, liquidação e gerenciamento de risco para o mercado de ações e o mercado de títulos de renda fixa privados.

#### *Registro de Operações*

A CBLC acata as operações realizadas nos sistemas de negociação Bovespa Fix e Soma Fix e o registro das operações ocorre em tempo real, no momento em que a CBLC recebe dos sistemas de negociação as informações relativas às operações realizadas.

São passíveis de aceitação pela CBLC, para fins de liquidação, as operações de compra e venda final e as operações compromissadas (compra com compromisso de revenda e venda com compromisso de recompra).

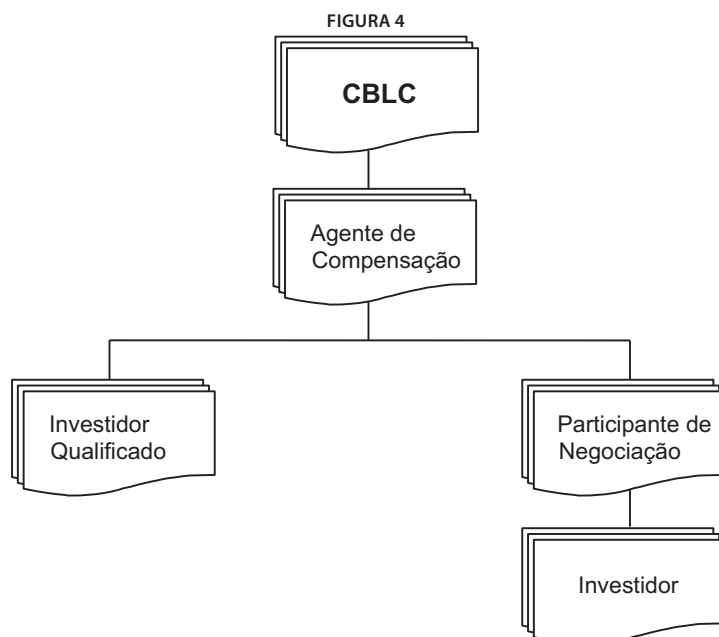
#### *Participantes Principais*

- Agente de Compensação – instituição responsável, como contraparte, perante seus clientes e a CBLC pela liquidação e pela prestação de garantias referentes às operações próprias e/ou de seus clientes;





- **Agente de Custódia** – instituição (corretoras de valores, distribuidoras de valores, bancos comerciais, múltiplos ou de investimento) responsável, perante seus clientes e a CBLC, pela administração de contas de custódia própria e de seus clientes;
- **Agente de Liquidação Bruta** – instituição responsável, perante a CBLC e seus clientes, pela liquidação bruta das operações próprias e de seus clientes;
- **Banco Liquidante** – instituição detentora de Conta Reservas Bancárias no Banco Central, responsável pela transferência de recursos financeiros em nome e por conta do agente de compensação, agente de custódia ou do agente de liquidação bruta;
- **Participante de Negociação** – instituição autorizada a realizar operações para carteira própria ou por conta e ordem de seus clientes nos ambientes de negociação;
- **Investidor** – pessoa física ou jurídica, ou entidade de investimento coletivo, que utiliza os serviços de um participante de negociação para realizar suas operações nos ambientes de negociação ou de um agente de custódia para a custódia de seus ativos;
- **Investidor Qualificado** – Investidor autorizado a liquidar suas operações diretamente através de um ou mais agentes de compensação, independentemente dos participantes de negociação pelos quais tenha operado.



### *Aceitação de Operações*

A CBLC aceita para liquidação somente as operações registradas que atendam aos critérios relativos a:

- a) Ativo;
- b) Preço;
- c) Quantidade;
- d) Limites operacionais dos participantes;
- e) Prazos e horários; e
- f) Outros, a critério da CBLC, devido à necessidade de adequação às condições de mercado.

O processo de aceitação compreende três etapas, que ocorrem de forma seqüencial:

Na primeira etapa, ocorre a verificação dos parâmetros de aceitação nos sistemas de negociação;

Na segunda, a CBLC recebe, em tempo real, dos sistemas de negociação as informações sobre todas as operações registradas; e

Na terceira, com base nas informações recebidas dos sistemas de negociação, a CBLC disponibiliza aos agentes de compensação a relação das operações aceitas uma a uma sem que haja enfileiramento de mensagens.

O momento da aceitação das operações pela CBLC corresponde à terceira e última etapa do processo de aceitação, na qual a CBLC disponibiliza aos agentes de compensação as operações aceitas.

A CBLC pode atuar ou não como contraparte central das operações, dependendo da modalidade de liquidação comandada pelas partes, detalhada no processo de liquidação das operações descritas à frente.

As operações aceitas, e somente quando direcionadas para a Modalidade de Liquidação pelo Líquido, afetam os limites operacionais do participante de negociação e do agente de compensação no momento da aceitação. O agente de compensação poderá consultar as operações aceitas por meio de telas e arquivos específicos discriminados nos manuais de sistemas correspondentes.

De forma similar, as informações sobre as operações aceitas serão enviadas, através do sistema de mensageria, aos participantes de negociação que as intermediaram, ou poderão, ainda, ser consultadas por meio de telas e arquivos.



A CBLC disponibiliza aos agentes de compensação e aos participantes de negociação as operações aceitas, imediatamente, após o registro dos negócios na CBLC.

As operações não aceitas pela CBLC para liquidação serão informadas aos correspondentes participantes de negociação e aos ambientes de negociação.

As operações rejeitadas são disponibilizadas aos participantes de negociação da mesma forma que as operações aceitas, e a CBLC informará diretamente aos ambientes de negociação.

### *Alocação de Operações*

O participante de negociação que registrar operações deve alocar os negócios indicando a conta de custódia que será utilizada para fins de liquidação das operações, de acordo com os prazos, formas e procedimentos determinados pela CBLC.

Na falta, insuficiência ou incorreção de dados na alocação, a CBLC atribui a operação para a conta erro do participante de negociação responsável pela alocação.

### *Processo de Liquidação das Operações*

As liquidações das operações realizadas no Bovespa Fix e no Soma Fix são processadas pela CBLC com duas modalidades distintas de liquidação, cabendo aos participantes decidirem em qual modalidade realizarão seus negócios.

Atualmente, as diferentes modalidades de liquidação estão separadas por mercados e rodas de negociação, conforme descrição abaixo:

- Mercado por Ofertas (Rodas de Negociação)
  - Bovespa Fix – Liquidação Bruta em D0
  - Bovespa Fix – Liquidação pelo Líquido em D0
  - Bovespa Fix – Liquidação pelo Líquido em D1
  - Soma Fix – Liquidação Bruta em D0
- Mercado de Registro de Negócios
  - Registro de Negócios no Soma Fix - Liquidação Bruta em D0

As características das modalidades de liquidação são:

- Modalidade de Liquidação pelo Líquido



- Na modalidade de Liquidação pelo Líquido, disponível para os participantes do Bovespa Fix, a CBLC atua como contraparte central garantidora da liquidação das operações realizadas, proporcionando segurança e eficiência ao sistema. A liquidação é processada pelo saldo líquido multilateral de títulos e recursos, otimizando a utilização de reserva bancária com a conseqüente redução do custo de oportunidade. As operações podem ser liquidadas em D0 ou D1, conforme opção do participante.

- Modalidade de Liquidação pelo Bruto

- Na modalidade de Liquidação Bruta, disponível para os participantes do Bovespa Fix e Soma Fix, a CBLC não atua como contraparte central garantidora da liquidação das operações. Neste caso, a CBLC coordena o mecanismo de entrega contra pagamento. A liquidação em reservas é processada operação a operação em D0.

Nos dois casos, a liquidação dos negócios ocorre com a transferência dos títulos na Central Depositária da CBLC e a movimentação da reserva no Banco Central, utilizando-se da conta de liquidação daquela câmara. Em nenhum dos casos os participantes correm risco de principal.

### *Serviço da Central Depositária*

Os títulos são mantidos em contas de custódia individualizadas por investidor, as quais são abertas e mantidas por agentes de custódia, de forma que pessoas físicas, companhias seguradoras, fundos de pensão e outros investidores possam manter os títulos em seus nomes.

Essa estrutura de contas de custódia permite à CBLC fornecer extratos ao investidor final, constando as movimentações efetuadas em sua conta, além de tornar disponíveis consultas pela internet.

Por meio de terminais, arquivos eletrônicos ou listagens, a CBLC fornece à emissora de debêntures o total dos títulos subscritos e a relação dos debenturistas. Todos os títulos depositados no serviço da Central Depositária da CBLC deverão estar registrados no livro de escrituração do emissor em nome da CBLC, enquanto proprietária fiduciária.



### *Os Eventos*

A CBLC também provê os serviços relativos aos eventos dos títulos, como, por exemplo, pagamento de juros, resgate, amortização e conversão/permuta das debêntures em ações, quando for o caso. Para a prestação desses serviços, o emissor deve repassar à CBLC, por intermédio do banco do emissor, os recursos/ativos referentes aos eventos que serão repassados aos investidores por meio de seus agentes de custódia.

#### **6.2.4 Outros serviços**

##### *Distribuição Primária*

No mercado primário, a CBLC atua na liquidação, coordenando, após o registro do negócio no Bovespa Fix, a entrega e o pagamento das debêntures.

##### *eBookbuilding*

Além de realizar operações no mercado secundário, a BMF Bovespa oferece aos emissores e participantes uma série de facilidades para realizar colocações primárias. Isso pode se dar por meio de leilão ou pelo eBookbuilding, sistema de apuração de intenções de compra de ativos, via internet, que propicia agilidade e segurança aos emissores, investidores e *underwriters*.

##### *Banco de Títulos BTC*

O Banco de Títulos CBLC - BTC é um serviço por meio do qual investidores disponibilizam títulos para empréstimos e os interessados os tomam mediante aporte de garantias. A CBLC atua como contraparte no processo e garante as operações.

O acesso ao serviço se dá por meio de um sistema eletrônico, e o tomador paga uma taxa ao doador, acrescida do emolumento da CBLC. A taxa é livremente pactuada entre as partes e todos os proventos declarados pelo emissor do título pertencem ao proprietário original.



# 7

---

## ATUAÇÃO DA ANDIMA NO MERCADO DE DEBÊNTURES

---

Sob os efeitos da globalização financeira e em linha com o que vem ocorrendo nos mercados internacionais desenvolvidos, a ANDIMA tem participado, no contexto do mercado doméstico e especialmente focada no segmento de renda fixa, de projetos e proposições para o aprimoramento dos ambientes de negócios para emissores e investidores.

A participação da Associação tem se dado tanto através da formação de grupos de trabalho em parcerias com outras instituições representantes do mercado financeiro como através da participação em fóruns e representações em organismos internacionais, a exemplo da recente afiliação da ANDIMA ao grupo de instituições auto-reguladoras da Iosco (International Organization of Securities Commissions).

Paralelamente à atuação das entidades do setor privado, tem-se observado que o desenvolvimento do mercado de capitais está também associado a um movimento contínuo de evolução do aparato regulatório. Neste aspecto, a ANDIMA também tem feito contribuições por intermédio da participação de seus associados nos debates e sugestões aos editais de audiências públicas de normativos dos órgãos reguladores do mercado, em especial à Comissão de Valores Mobiliários.

O avanço da regulação tem ocorrido tanto no sentido de ampliar as oportunidades de negócios para as empresas que desejam se financiar ou aumentar sua capacidade de investimento,



por intermédio dos recursos captados diretamente no mercado de capitais, como no aumento da segurança e proteção dada aos investidores, especialmente aos de varejo.

Particularmente no que se refere ao mercado de títulos de dívida, os esforços no âmbito da regulação e da auto-regulação têm sido focados no aumento da transparência e da liquidez dos negócios.

### **Transparência no Ambiente de Negócios**

A transparência no mercado de debêntures pode ser caracterizada como a consolidação e tempestividade na divulgação de informações sobre preços, pré e pós-negócios, além do *disclosure* sobre os riscos de caráter contratual e regulatório aos quais esses papéis estão expostos.

Com relação aos preços e taxas, a importância da divulgação dessas informações, por uma fonte segura e neutra, levou a ANDIMA a difundir os preços de negócios, indicativos e ofertados de debêntures, e a criar padrões operacionais entre seus associados.

Os preços dos negócios de debêntures no mercado secundário são amplamente divulgados, com defasagem de um dia, nos *sites* [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br) e [www.andima.com.br](http://www.andima.com.br) mantidos pela Associação, e permitem o conhecimento dos preços mínimos, médios e máximos, do número de negócios e quantidades envolvidas.

Já a Cetip e a Bovespa divulgam em seus endereços eletrônicos ([www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br) e [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)) os negócios realizados nos seus sistemas em D0, onde também podem ser acompanhadas as ofertas de compra e venda nos seus sistemas de negociação eletrônica (CetipNET e BovespaFix).

Entretanto, o mercado doméstico apresenta carência de negócios efetivos, e ainda estes podem não refletir preços justos, devido à falta de liquidez e complexidade de apreçamento desses papéis. Em razão disto, a ANDIMA estendeu o trabalho de precificação, já realizado para títulos públicos, às debêntures, que consiste em divulgar taxas e preços sintéticos, dando



referência para negociações no mercado secundário e parâmetros de marcação a mercado de carteiras com esses ativos. Os formadores de preços participantes da amostra de precificação enviam as taxas de compra, venda e indicativa à Associação, que as compila, através de filtros estatísticos para eliminar *outliers*, e publica na internet, com acesso irrestrito ao público.

Com o avanço e amadurecimento do projeto, são incorporados novos contribuidores de informações, bem como há o aumento da amostra de debêntures precificadas e melhoria na qualidade das taxas capturadas.

### A Base de Investidores

O mercado de debênture tem como característica a participação majoritária de investidores institucionais. Isso se explica em parte pela ainda reduzida liquidez do ativo, como pela complexidade de seus cálculos, o que dificulta e desincentiva a participação de investidores de varejo menos qualificados.

TABELA 7

<b>Distribuição dos Ativos por Número de Subscritores no Mercado Primário</b>									
<b>Subscritores</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008*</b>
1 a 10	18	56	25	7	13	20	13	25	10
11 a 50	19	18	10	6	14	25	18	23	2
51 a 100	6	4	5	3	6	11	12	9	2
Mais que 100	0	2	1	1	3	2	10	2	--
<b>Total</b>	<b>43</b>	<b>80</b>	<b>41</b>	<b>17</b>	<b>36</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>14</b>

\* Até junho/2008. **Fonte:** Cetip.

Além do aumento da transparência nos ambientes de negócios e da divulgação de preços, a ANDIMA também tem se esforçado em remover outros entraves importantes ao crescimento do mercado de debêntures, associados particularmente ao tratamento tributário dado ao ativo. Nesse ponto, há pelo menos três iniciativas que vêm sendo defendidas pela Associação: (i) discussão sobre as regras de incidência do imposto sobre os pagamentos periódicos dos ativos; (ii) a ampliação do benefício de isenção do Imposto de Renda para investidores estrangeiros também para títulos privados; e (iii) remoção do IOF de curto prazo (veja mais detalhes no Capítulo 4).





## Comitê de Valores Mobiliários

Entre os Comitês da ANDIMA, há o Comitê de Valores Mobiliários, principal fórum de discussão em prol do desenvolvimento do mercado de debêntures. Dele participam estruturadores, investidores e agentes fiduciários. É através desse fórum que a ANDIMA interage com o mercado, empresas emissoras e entidades reguladoras para melhor direcionar suas iniciativas nesse segmento.

### O *site* [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)

Primeiro *site* específico sobre um valor mobiliário, foi criado em 1998, pela ANDIMA, com o objetivo de fornecer acesso público às informações sobre as emissões de debêntures. Está em constante atualização e consolida informações relevantes aos diferentes públicos.

- O “Espaço do Investidor” destina-se à educação do investidor de varejo e dos iniciantes no mercado de debêntures, onde é possível encontrar de forma didática as informações mais importantes sobre este mercado: características, como investir, passo a passo detalhado de como valorizar uma debênture, e aspectos tributários, com exemplos numéricos e normas legais. Neste espaço também disponibilizamos as cartilhas O que são Debêntures? e Abertura de Capital;
- Em “Processo de Emissão”, área voltada ao emissor, disponibiliza-se o procedimento para a estruturação de uma debênture, desde a contratação de um coordenador até o cadastro nos ambientes eletrônicos. Também é possível encontrar os trabalhos de Orientação de Textos para Escrituras e para Cálculos de Debêntures e o Guia de Consulta Rápida à Legislação;
- Em “Informações ao Mercado”, são disponibilizados resumidamente dados originados pela CVM, tais como os registros na autarquia e um banco de dados das “exigências” pelas quais passaram as emissões, antes do seu efetivo registro.
- Na área “Banco de Dados”, são disponibilizados as informações das debêntures registradas no SND (ativas ou excluídas), tais como: características; PU histórico; agenda de



eventos; PU de eventos; e informações de *bookbuilding*, além dos preços de negociação e indicativos do mercado secundário. Nesta seção também são disponibilizados os prospectos, as escrituras de emissão e os anúncios de distribuição.

Além dessas informações, ainda encontram-se disponíveis no *site* o Clipping de Debêntures, com a íntegra das notícias diárias sobre este mercado, e o Boletim Técnico de Debêntures, publicação bimestral que disponibiliza entrevistas de especialistas e análises do segmento.

### **A Auto-Regulação**

O projeto de auto-regulação desenvolvido pela ANDIMA consolida-se, a partir de 1991, com a elaboração de seu CE - Código de Ética, que disciplina a conduta dos profissionais do setor financeiro. Em 1999, esse documento foi reformulado, dando origem ao COM - Código Operacional do Mercado, que estabelece práticas e procedimentos a serem observados na realização de operações de renda fixa pelas instituições associadas e por aqueles que manifestarem sua adesão a ambos os documentos.

Assim como o CE - Código de Ética, o COM - Código Operacional do Mercado contém regras e recomendações destinadas a aperfeiçoar os padrões de conduta e negociação vigentes no mercado de renda fixa. Aborda, entre outros temas, práticas de intermediação e negociação; critérios de cálculo e procedimentos para comunicação; e confirmação e liquidação das operações. Esses códigos são aplicáveis a todas as instituições associadas à ANDIMA, e aos que formalmente aderirem a tais procedimentos.

O código dispõe de regras operacionais que permitem mais agilidade e segurança nas negociações. Assim, por exemplo, de acordo com as orientações do COM, quando um operador abre *spread* para uma debênture, ele está realizando uma oferta firme; os registros devem ser feitos logo após o fechamento das operações; se o ativo for de precificação complexa, deve-se fechar, além da taxa, o preço unitário e efetuar a troca de fax ou *e-mail* com as informações da negociação efetuada.



Quando das consultas ao mercado financeiro sobre as práticas operacionais visando a formalizá-las através de um código, percebeu-se a necessidade de criar algo mais específico para o mercado de debêntures. Assim, desenvolveu-se o Anexo VII, parte integrante do COM - Código Operacional de Mercado, que trata exclusivamente desse valor mobiliário e é composto pelos Trabalhos de Orientação de Textos para Cálculos e Escrituras de Debêntures, as Metodologias de Precificação e Cálculo de PU (Preços Unitários); e também pelo modelo de escritura para debênture simplificada.

Os Trabalhos de Orientação são sugestões de padronização das cláusulas de cálculos e escrituras de debêntures, facilitando o entendimento dos agentes e diminuindo a possibilidade de conflitos. Esses documentos sofrem atualizações constantes, uma vez que refletem também mudanças normativas.

Foi a partir da criação desses documentos que as cláusulas das escrituras tornaram-se padronizadas, principalmente aquelas destinadas à descrição da remuneração, que já haviam sido incorporadas ao SND para cálculo diário dos preços unitários dos ativos.

TABELA 8

<b>Aderência das Debêntures ao Trabalho de Orientação para Cálculo</b>					
<b>Ano</b>	<b>Não Padrão - SND</b>	<b>Padrão - SND</b>	<b>Total</b>	<b>% Não Padrão - SND</b>	<b>% Padrão - SND</b>
2000	19	28	47	40	60
2001	21	68	89	24	76
2002	17	30	47	36	64
2003	5	14	19	26	74
2004	6	36	42	14	86
2005	0	58	58	0	100
2006	1	56	57	2	98
2007	3	57	60	5	95
2008*	0	17	17	0	100

\*Até Junho/2008. **Fonte:** Cetip.

As debêntures simplificadas surgiram em 2006, a partir de um amplo debate promovido pela ANDIMA e outras instituições de mercado. Seu objetivo foi o de criar um modelo de escritura padronizada e simplificada, capaz de aumentar a liquidez neste segmento, tanto pelo incentivo ao crescimento do número de emissões como pelo aumento das negociações



no mercado secundário. Além da padronização das cláusulas de escrituras e critérios de remuneração, a debênture simplificada prevê um esforço de pulverização, com a recomendação de que parte da emissão seja destinada a investidores de varejo, e ainda que o lote adicional (*green shoe*) seja utilizado para a constituição de um fundo de liquidez, a ser usado pelo formador de mercado do ativo.

Por fim, merece destaque a atuação da ANDIMA no processo de precificação de debêntures, implantado após a experiência bem-sucedida de precificação de títulos públicos. O projeto conta com a constante ampliação do número de ativos precificados e de agentes precificadores, além do acompanhamento freqüente dos critérios estatísticos e metodológicos. Como consequência, novos produtos e funcionalidades foram oferecidos ao mercado com o objetivo de facilitar as negociações com os ativos, como, por exemplo, a CONFERE, uma ferramenta que permite que as partes confirmem os preços das debêntures negociadas, dadas as taxas pactuadas.

Esse papel que a Associação vem desempenhando no mercado financeiro culminou com a criação da Gerência de Auto-regulação em 2007. Além de assegurar as boas práticas de transparência dos contratos, outro desafio será o de fazer o monitoramento dos preços praticados, evitando abusos e questionando operações fora de um intervalo considerado aceitável pelo mercado.



---

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO. **Dívida pública**. Rio de Janeiro, 1994. 176 p. (Séries históricas). A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1987**. Rio de Janeiro, 1988. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1988**. Rio de Janeiro, 1989. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1989**. Rio de Janeiro, 1990. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1990**. Rio de Janeiro, 1991. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1991**. Rio de Janeiro, 1992. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1992**. Rio de Janeiro, 1993. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1993**. Rio de Janeiro, 1994. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1994**. Rio de Janeiro, 1995. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1995**. Rio de Janeiro, 1996. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1996**. Rio de Janeiro, 1997. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro



\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1997**. Rio de Janeiro, 1998. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1998**. Rio de Janeiro, 1999. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 1999**. Rio de Janeiro, 2000. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2000**. Rio de Janeiro, 2001. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2001**. Rio de Janeiro, 2002. A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

\_\_\_\_\_. **Sistema de Pagamentos Brasileiro**: atualizado até 28/02/2002. Rio de Janeiro, 2002. 156 p. (Relatório econômico). A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. Disponível em: <[http://www.andima.com.br/spb/arqs/spb\\_portugues.pdf](http://www.andima.com.br/spb/arqs/spb_portugues.pdf)>. Último acesso: set. 2008

\_\_\_\_\_. **SND**: Sistema Nacional de Debêntures: 10 anos. Rio de Janeiro, 1998. 68 p. (Estudos especiais). A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

\_\_\_\_\_. **Taxas de juros**. Rio de Janeiro, 1997. 123 p. (Séries históricas). A partir de 2003, a ANDIMA mudou sua razão social para Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Auto-regulação do Mercado Financeiro - código de ética**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2006. 33p. Atualizado em agosto de 2006. Disponível em: <[http://www.andima.com.br/comites/arqs/codigo\\_etica.pdf](http://www.andima.com.br/comites/arqs/codigo_etica.pdf)>. Último acesso: set. 2008.

\_\_\_\_\_. **Auto-regulação do Mercado Financeiro - código operacional do mercado**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2006. 49p. Atualizado em maio de 2006. Disponível em: <[http://www.andima.com.br/comites/arqs/codigo\\_operacional.pdf](http://www.andima.com.br/comites/arqs/codigo_operacional.pdf)>. Último acesso: set. 2008.



\_\_\_\_\_. **Mercado de balcão de renda fixa:** uma agenda de debates. Rio de Janeiro, 2006. 78p. (Relatório econômico). Disponível em: <<http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/MercadodeBalcaodeRendaFixa.pdf>>. Último acesso: set. 2008

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2002.** Rio de Janeiro, 2003.

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2003.** Rio de Janeiro, 2004.

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2004.** Rio de Janeiro, 2005.

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2005.** Rio de Janeiro, 2006.

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2006.** Rio de Janeiro, 2007.

\_\_\_\_\_. **Retrospectiva 2007.** Rio de Janeiro, 2008.

\_\_\_\_\_. **Taxas de juros:** política monetária e gestão de conjuntura: 1998-2004. Rio de Janeiro, 2004. 93 p. (Séries históricas). Disponível em: <[http://www.andima.rtm/site-andima/publicacoes/arqs/2004\\_taxajuros.pdf](http://www.andima.rtm/site-andima/publicacoes/arqs/2004_taxajuros.pdf)>ANDIMA>. Último acesso: set. 2008.

BM&FBovespa A NOVA BOLSA. **Guia de debêntures.** São Paulo: BM&FBovespa, 2006. 55 p. Atualizado até janeiro de 2006. Disponível em: <[http://www.Bovespa.com.br/pdf/bf\\_guiadebentures.pdf](http://www.Bovespa.com.br/pdf/bf_guiadebentures.pdf)>. Último acesso: out. 2008.

BOLETIM TÉCNICO DE DEBÊNTURES. Rio de Janeiro: ANDIMA, 1995- . Bimestral. Foram utilizados os números referentes ao período de 2000 a 2008.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Das debêntures.** Rio de Janeiro: Renovar, 2005. 294 p.

COMPANHIA BRASILEIRA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA. **Procedimentos operacionais.** São Paulo: CBLC, 2008. 157 p. Disponível em: <<http://www.cbcl.com.br/cbcl/Download/ACbcl/ProcedimentosOperacionais.pdf>>. Último acesso: out. 2008.

CETIP S.A. BALCÃO ORGANIZADO DE ATIVOS E DERIVATIVOS. **Manual de operações do SDT - Sistema de Distribuição de Títulos.** Versão 03/07/2008. Disponível em: <[http://www.cetip.com.br/informacao\\_tecnica/regulamento\\_e\\_manuais/manuais\\_de\\_operacoes/pdf/SDT\\_Participante.pdf](http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/pdf/SDT_Participante.pdf)>. Último acesso: out. 2008.

\_\_\_\_\_. **Manual de operações do SND - Sistema Nacional de Debêntures.** Versão 03/07/2008. Disponível em: <[http://www.cetip.com.br/informacao\\_tecnica/regulamento\\_e\\_manuais/manuais\\_de\\_operacoes/pdf/SND\\_Participante.pdf](http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/pdf/SND_Participante.pdf)>. Último acesso: out. 2008.



**SITES CONSULTADOS:**

[www.andima.com.br](http://www.andima.com.br)

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.cblc.com.br](http://www.cblc.com.br)

[www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br)

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

[www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)

[www.portaldoinvestidor.gov.br](http://www.portaldoinvestidor.gov.br)

