

EDUARDO VEISMAN

UFRGS
Escola de Administração - Biblioteca

DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES NO BRASIL:

SÃO CONVERSÍVEIS DE FATO?

Dissertação apresentada como requisito parcial à
obtenção do grau de Mestre.
Programa de Pós-Graduação em Administração,
Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
Co-Orientador: Prof. Jairo Laser Procianoy
Co-Orientador: Prof. João Luiz Becker

PORTO ALEGRE

1995

UFRGS
Escola de Administração
BIBLIOTECA
R. Washington Luiz, 855
Fone: (51) 316-3840 - Fax: (51) 316-3991
CEP 90010-460 - Porto Alegre - RS - Brasil

UFRGS
Faculdade de Ciências Econômicas
Biblioteca
Av. João Pessoa, 52
90040 - Porto Alegre - RS - Brasil

Dissertação apresentada aos professores:

Walter Lee Ness Jr.

Gilberto de Oliveira Kloeckner

Fernando Bins Luce

Visto e permitida a impressão.
Porto Alegre, de de 1995.

Coordenador do Programa de
Pós-Graduação em Administração.

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação não seria possível sem o apoio de muitas pessoas. Dentre estas deve-se destacar as seguintes:

- Meus pais, pelo permanente incentivo e apoio;
- Prof. Jairo Laser Procianoy. Mestre, amigo e incentivador. Um agradecimento especial a um dos principais responsáveis pelo início e conclusão deste trabalho. Um educador que, da graduação ao mestrado, apresenta a seus alunos a beleza e a importância do estudo de Finanças;
- Prof. João Luiz Becker (PPGA/UFRGS), que desde o meu período como seu estagiário exemplificou a seriedade e importância do trabalho acadêmico;
- Prof. Gilberto O. Kloeckner, pela amizade e pelos sólidos conhecimentos repassados;
- Regina Pinheiro, do Banco Financeiro e Industrial de Investimentos (BFII - Sudameris), pelo suporte técnico permanente;
- Ângelo Beigin, do Banco Credibanco, pelos contatos arregimentados e dados fornecidos;
- Sasa Markus, da Renascença DTVM, pela idéias e material de apoio fornecido;
- Professores, funcionários e colegas do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

RESUMO

As debêntures conversíveis são títulos financeiros que ora apresentam características de um título de dívida e ora características de ações. Dadas suas especificidades, as empresas podem se utilizar das debêntures conversíveis para a captação de recursos de longo prazo, com o objetivo de aumentar sua base acionária ou de diminuir o custo do capital de terceiros, substituindo dívida bancária por debêntures.

Este estudo procurou - através de um procedimento lógico-quantitativo, comparando os parâmetros de conversão de 86 séries de debêntures conversíveis emitidas no Brasil entre 1979 e 1992 e o preço de mercado das respectivas ações - verificar se as debêntures foram montadas de forma a possibilitar a conversão com vantagens financeiras para o debenturista. Complementarmente, buscou-se uma relação entre a possibilidade de conversão com vantagem para o debenturista e as diferentes fórmulas de conversão.

Os resultados obtidos levam a crer na efetiva possibilidade de conversão com vantagem para o debenturista. Entretanto, esta conversibilidade parece estar mais vinculada aos desajustes estruturais da economia brasileira, devido aos choques e pacotes econômicos, do que pelas características das debêntures e do que pelo desejo das empresas de emitirem ações através do processo de conversão.

Encontrou-se ainda, seis parâmetros básicos para a criação de fórmulas de conversão de debêntures em ações.

ABSTRACT

Convertible debentures are financial securities, which may present debt and/or stock characteristics. Due to its properties, public companies use convertible debentures to obtain long term resources aiming to increase its capital or to decrease debt cost, exchanging bank debt for debentures debt.

This study made a comparison between debentures conversion prices and their respective stock market prices of 86 convertible debentures series issued in Brazil from 1979 to 1992. It aimed to verify if there was the possibility of a debenture conversion to bring financial advantages to the debenture holder. Additionally, this study has searched for a possible relation between convertibility with financial advantage to the debenture holder and the conversion formulas.

The obtained results lead to the conclusion that there is a real possibility of conversion with advantage to the debenture holder. However, this possibility seems to be mainly derived from structural desadjustments of the Brazilian economy, due to economic plans and not derived from the companies desire of issuing stock through debentures conversion. Additionally, six basic patterns of conversion formulas were found.

SUMÁRIO

RESUMO	iii
ABSTRACT	iv
1. INTRODUÇÃO	01
2. DEBÊNTURES	03
2.1. DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES.....	05
3. UTILIZAÇÃO DE DEBÊNTURES	06
3.1. UTILIZAÇÃO DE DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS.....	09
3.2. O INVESTIDOR EM DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS.....	10
4. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DAS DEBÊNTURES	13
4.1 GARANTIAS.....	14
4.2. REMUNERAÇÃO.....	17
4.2.1 Correção Monetária.....	18
4.2.2. Repactuação.....	18
4.3. FORMAS DE AMORTIZAÇÃO.....	20
4.3.1. Fundo de Amortização.....	21
4.4. ASSEMBLÉIA DE DEBENTURISTAS.....	21
5. CARACTERÍSTICAS DAS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS	22
5.1. <i>PRICING</i> (PRECIFICAÇÃO).....	24
5.2. DIREITO DE CHAMADA.....	24
5.3. MOTIVOS PARA A CONVERSÃO.....	25
6. EMISSÃO DE DEBÊNTURES	27
6.1. AGENTES PARTICIPANTES.....	28
7. CAPTAÇÃO DE RECURSOS VIA DEBÊNTURES	30
8. OBJETIVOS	32
8.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	33
9. JUSTIFICATIVA	34
10. METODOLOGIA	35
10.1. MONTAGEM DA POPULAÇÃO.....	35
10.2. VARIÁVEIS UTILIZADAS.....	38
10.3. PROCEDIMENTO LÓGICO-QUANTITATIVO.....	39
10.4. PROCEDIMENTOS SUPLEMENTARES.....	41
11. RESULTADOS	42
11.1. FÓRMULAS DE CONVERSÃO.....	44

11.2. RESULTADOS DO QUESTIONÁRIO.....	46
12. CONCLUSÕES.....	51
ANEXO A	55
Material Enviado para Empresas	
ANEXO B	58
Emissões Estudadas	
BIBLIOGRAFIA	60

1. INTRODUÇÃO

Constantemente, as empresas necessitam de novos recursos. Novos investimentos, aumento do capital de giro e pagamento de dívidas são razões que justificam esta necessidade. Estes recursos podem ser obtidos de quatro formas básicas: a geração interna de recursos, retenção de lucros, emissão de ações e assunção de dívidas.

A geração interna de recursos é resultante das operações da empresa. Quando as entradas de dinheiro suplantam as saídas, sendo o fluxo de caixa resultante positivo, diz-se que há uma geração interna de recursos.

A retenção de lucros, que é a parcela do lucro gerado pela empresa, não é distribuído como dividendo para os acionistas ou como participação nos resultados para os empregados, diminui a necessidade de se captar dinheiro de fontes externas à empresa. No entanto, a retenção de lucros deve se manter dentro dos limites exigidos pela legislação pertinente à distribuição de dividendo mínimo obrigatório. Este dividendo é regulado pelo artigo 202 da Lei nº 6.404/ de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), que apresenta as seguintes alternativas de procedimento:

a) empresa que tinha o dividendo obrigatório estabelecido no seu estatuto à época da promulgação da Lei 6.404/76 - pôde manter a regra estabelecida, e no caso de mudança, deve ser estabelecido um dividendo mínimo de 25% do lucro líquido ajustado;

b) empresa que estabelece dividendo em estatuto após a promulgação da Lei 6.404/76 - deve ser estabelecido um dividendo mínimo de 25% do lucro líquido ajustado;

c) empresa com estatuto omissivo em relação ao assunto - dividendo equivalente a 50% do lucro líquido ajustado.

Quanto menor for a distribuição de dividendos para os acionistas, maior será o montante de recursos à disposição da empresa, provenientes de sua geração interna.

Quando há a assunção de dívidas, a empresa busca recursos de terceiros, pagando uma remuneração por este capital. Esta assunção pode se dar através de instrumentos financeiros, que, dependendo de sua natureza, necessitarão ou não de intermediação bancária.

Ao assumirem dívidas, as empresas aumentam sua alavancagem financeira (proporção de dívidas em relação ao capital próprio). Esta atitude tende a aumentar o retorno para os acionistas, porém aumenta o risco financeiro (possibilidade da empresa não ter condições de arcar com as dívidas).

A subscrição de novas ações injeta recursos oriundos de fora da empresa, captados junto a antigos acionistas que desejam aumentar seus investimentos na empresa, ou junto a investidores interessados em se tomarem sócios desta.

A busca de capitais de terceiros, assim como a decisão de aumentar o capital próprio através de emissões de novas ações, é reflexo das políticas corporativas de estrutura de capital. As decisões de estrutura de capital dizem respeito aos níveis de endividamento desejados pela empresa., ou seja, qual a participação relativa de empréstimos e dívidas que a empresa deseja assumir em relação ao capital próprio investido por seus acionistas. A empresa deve estabelecer objetivamente o tipo de dívida que deseja e que pode assumir. O tipo de dívida deve ser considerado em função do montante necessário e das características de prazos e de obrigações a assumir.

Existe uma ampla gama de alternativas que a empresa pode utilizar para captar recursos de terceiros. Pode-se optar por empréstimos bancários dos mais variados tipos, dependendo do montante de recursos desejados, prazos e condições, ou pode-se optar pelo lançamento de títulos financeiros diretamente ao público investidor. Uma destas possibilidades de captação de recursos de terceiros sob a forma de dívida é através da emissão de debêntures.

As debêntures são títulos cuja criação e utilização apresentam ampla flexibilidade. A partir desta flexibilidade está a possibilidade de sua conversão em outros títulos, especialmente em ações. Este é o tema básico deste estudo.

2. DEBÊNTURES

As debêntures são títulos que representam um financiamento, sendo emitidos por empresas que necessitam de recursos de longo prazo. De acordo com a legislação brasileira, apenas as empresas constituídas nas formas de sociedade anônima e comandita por ações¹ estão habilitadas a emitir debêntures.

A principal característica das debêntures em relação a outras formas de dívida está no fato de que as debêntures são colocadas diretamente junto ao público investidor. Não há a intermediação dos bancos na forma clássica de empréstimos, na qual os bancos captam recursos dos investidores sob diversas formas, como certificados de depósitos bancários, por exemplo, e emprestam seus recursos para terceiros. No caso das debêntures, as empresas podem se utilizar de bancos apenas como montadores ou coordenadores da operação de lançamento destas.

A não intermediação bancária neste processo de endividamento gera benefícios tanto para o investidor como para a empresa captadora. O investidor consegue uma remuneração maior do que se aplicasse em um banco e a empresa tem um custo menor na captação de recursos. A melhora nas taxas para o investidor e para a empresa é gerada pela inexistência do *spread* bancário (diferença nas taxas que o banco cobra por empréstimos e que remunera investimentos) no processo de lançamento de debêntures.

BREALEY & MYERS (1992) consideram as debêntures como emissões de dívidas de longo prazo e sem garantias reais, constituindo-se em responsabilidades gerais da empresa. Estes autores apresentam a importante ressalva que as debêntures, na Inglaterra, são consideradas dívidas com direitos preferenciais sobre os ativos da empresa emissora.

FRANCIS (1990, p. 12) define debêntures simplesmente como unsecured bonds, isto é, títulos sem garantias sobre nenhum ativo em específico. O autor apresenta a noção de que este tipo de dívida pode ser

¹ As sociedades em comandita por ações são reguladas pelo artigo 311 e sgs. do Código Comercial. Este tipo de sociedade é definido nos casos em que pelo menos um ou mais sócios são solidariamente responsáveis e pelo menos um sócio seja apenas prestador de fundos (sócio-capitalista). Atualmente as sociedades em comandita por ações estão em desuso.

visto como uma obrigação contra os lucros e não contra os ativos de uma empresa. Como as debêntures são títulos sem garantias sobre um ativo em particular, elas são garantidas (o pagamento dos rendimentos e do principal) pela capacidade da empresa de ter dinheiro para fazer frente a tais obrigações, sendo este dinheiro proveniente dos lucros.

CHIESA apresenta a seguinte definição

Debênture é um título de crédito de renda fixa ou variável, no geral a longo prazo, emitido por sociedade por ações a título de empréstimo, podendo ser de duas modalidades: ao portador e nominativa-endossável, e de dois tipos: debênture simples e debênture conversível em ações, à opção de seu proprietário, denominado debenturista (1980, p.179).

No Brasil, o instrumento financeiro conhecido como debênture foi instituído para servir a sociedades por ações, através da Lei nº 3.150, de 04 de novembro de 1882, sendo suas características definidas primeiramente pelo Decreto nº 8.821 de 30 de dezembro de 1882. Os artigos 1º, 26º e 91º da Lei nº 2.024, de 1908 (Lei de Falência), estenderam o direito de emissão de debêntures às sociedades em comandita por ações. Atualmente, a regulamentação básica pertinente ao assunto é apresentada pelo capítulo V da Lei 6.404/76.

A Lei 6.404/76, em seu artigo 52, define as debêntures como títulos que conferem aos seus titulares direito de crédito contra a empresa emitente, nas condições constantes na Escritura de Emissão.

Sintetizando as definições acima apresentadas, podemos definir debêntures como instrumentos financeiros lançados para a captação de recursos colocados diretamente junto ao público investidor. Estes títulos podem ser ou não conversíveis em ações da companhia e possuem uma série de características que devem ser definidas na sua Escritura de Emissão.

↳ Geralmente, a emissão de debêntures se apresenta como uma alternativa de captação de recursos sob a forma de dívidas mais interessante do que a tomada de empréstimos bancários, devido à flexibilidade

existente nas suas características básicas. A empresa que estiver interessada na emissão de debêntures tem condições de criar um título financeiro ajustado às suas necessidades (sem esquecer das demandas e necessidades do público investidor). Durante o período de planejamento de uma emissão de debêntures, a empresa emitente estabelece características relacionadas à remuneração, prazos, conversibilidade em outros títulos e garantias, entre outros, que melhor se adaptem a seu negócio. Tanto no caso de debêntures simples como no de debêntures conversíveis que não tenham sido convertidas, a empresa emissora se compromete a devolver o principal investido no fim do prazo determinado na escritura de emissão.

Adicionalmente, quando se tratar de uma emissão de debêntures cujos debenturistas sejam um grupo previamente selecionado, haverá a possibilidade de uma negociação prévia com estes para a definição das características das debêntures, facilitando deste modo a colocação destes títulos junto a estes investidores.

2.1. DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES

De acordo com a Lei 6.404/76 art. 57 as debêntures podem ser da classe das conversíveis em ações. As debêntures não conversíveis são consideradas debêntures simples.

A diferença principal entre debêntures conversíveis em ações e debêntures simples é a característica da conversibilidade. Esta característica prevê o direito do debenturista trocar sua debênture por ações da companhia emitente a seu desejo, desde que cumpra as condições previstas na Escritura de Emissão.

No caso de serem conversíveis, deverá ser definida na escritura de emissão as bases da conversão, a espécie e classe das ações em que serão convertidas e a época e prazo para a conversão. Esta regra deverá obedecer o disposto no artigo 15 e no parágrafo 1º do artigo 170 da Lei 6.404/76 que tratam, respectivamente, da proporcionalidade entre ações preferenciais e ordinárias e do preço da ação obtida pela conversão.

3. UTILIZAÇÃO DE DEBÊNTURES

WESTON & COPLEAND (1986, p.789) afirmam que o uso de debêntures para o financiamento se dá em empresas que se encontram tanto no limite inferior quanto no limite superior de suas capacidades de financiamento. A razão para esta afirmação deve-se ao fato de que uma empresa com boa capacidade de financiamento, geradora de lucros, pode se aproveitar desta situação.

Uma empresa poderá emitir debêntures para aumentar a sua alavancagem financeira, isto é, a relação entre dívidas e capital próprio, com o intuito de aumentar o retorno para seus acionistas. O aumento do retorno para os acionistas se dá por duas razões: em primeiro lugar, uma empresa deveria captar recursos na forma de dívida somente se o retorno proporcionado pelo uso destes recursos fosse maior que o custo do empréstimo. Desta forma, os acionistas se beneficiariam do empréstimo, pois a empresa geraria retornos com o uso de capitais de terceiros. Como benefício suplementar, os juros pagos por dívidas contraídas - no caso em questão, as obrigações para com os debenturistas - são dedutíveis do Imposto de Renda, diminuindo o lucro tributável e conseqüentemente, aumentando o lucro líquido por ação comparativamente à captação destes recursos pela emissão de novas ações.

Como citado acima, uma das vantagens da utilização das debêntures é que os juros pagos são dedutíveis do IR por serem considerados como despesa financeira. Assim sendo, quanto maior for a alíquota que a empresa paga de IR, maior será o incentivo para emitir debêntures pelo benefício fiscal oriundo, desde que o custo efetivo das debêntures para a empresa emitente seja menor que o juro que ela paga aos debenturistas. O custo de capital de terceiros diminui à medida que aumenta a alíquota do imposto de renda, obedecendo à seguinte fórmula:

$$K = (1-r)k$$

onde: K é o custo efetivo de capital de terceiros,
k é a taxa cobrada pelo custo de capital de terceiros;
r é a alíquota de IR incidente sobre a empresa

Tome-se o seguinte exemplo.

Empresa com \$ 1.000.000 em debêntures geradoras de \$ 100.000 de despesas financeiras anuais.

Alíquota de IR	Custo de Capital de Terceiros	Custo do Capital de Terceiros Ajustado pelo Imposto de Renda	Despesa Financeira Arcada Pela Empresa
35%	10%	6,5%	\$ 65.000
50%	10%	5,0%	\$ 50.000

Reitera-se que a decisão de captação de recursos via debêntures envolve decisões das políticas de financiamento e de estrutura de capital, além de considerações quanto ao custo de capital. Portanto, deve-se atentar que apesar de serem importantes as considerações de WESTON & COPELAND (1986), sua análise restringe-se a apenas um dos aspectos do lançamento de debêntures.

De forma oposta a empresas que atuam em função de suas políticas corporativas supracitadas, uma empresa necessitando de recursos, sem condições ou interesse de tomar empréstimos bancários e que esteja sem condições de lançar títulos com garantias prioritárias, não terá outra alternativa a não ser emitir

debêntures. Este é o caso em que os eventuais investidores ou potenciais credores acreditam ser muito arriscado emprestar recursos para uma empresa e exigem garantias ou juros que a empresa não pode ou não aceita suportar. A emissão de dívida garantida, por sua vez, pode ser impossibilitada se a empresa já houver comprometido seus ativos com dívidas anteriores, diretamente com investidores ou através de empréstimos bancários.

Será muito difícil emitir ações e, mesmo que consiga, há a possibilidade da perda do controle da empresa por parte do acionista controlador. Uma empresa em tal situação só conseguirá colocar ações no mercado com um deságio maior que o normal no preço das ações, ocorrendo uma diluição na posição acionária dos antigos acionistas (a não ser que estes mesmos acionistas subscrevam as novas ações). Desta forma só lhe resta a alternativa de emitir debêntures.

Uma vantagem da debênture é que, devido ao fato de haver subordinação a outros títulos de dívida ou possuir garantia flutuante, este instrumento financeiro não impossibilita sobremaneira a tomada de novos empréstimos com garantia sobre ativos.

A emissão de debêntures pode apresentar vantagens sobre a tomada de dívida junto a bancos. Ao emprestar recursos para uma empresa, um banco deve remunerar sua fonte de recursos (seus proprietários e aplicadores), pagar impostos e obter uma margem de lucro com nível suficiente para cobrir eventuais inadimplências. As instituições bancárias, ao fornecerem um empréstimo, enfrentam riscos diretamente ligados ao devedor, logo exigem uma remuneração compatível. O *spread* aumenta substancialmente o custo dos empréstimos, sendo tanto maior quanto maior for o risco de determinada empresa. A emissão de debêntures permite que a empresa emitente e o investidor dividam entre si este *spread* ao evitarem o intermediário.

Considere-se a hipótese de um investidor aplicando seus recursos em um banco a uma taxa real de 8% ao ano e uma empresa tomando empréstimos neste mesmo banco a uma taxa real de 14% ao ano. O banco gera um *spread* de 6% para cobrir seus custos, enfrentar riscos de inadimplência e gerar lucro. Se houvesse uma emissão de debêntures pela empresa e o investidor não aplicasse no banco, preferindo a

compra de uma debênture, se obteria uma taxa de negociação entre 8% e 14% aumentando o rendimento do aplicador e diminuindo o custo da captação de recursos para a empresa. O valor exato da taxa seria influenciado pela conjuntura do mercado, características da emissão e características da empresa emitente.

3.1. UTILIZAÇÃO DE DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS

O fato de uma debênture ser conversível ou não pode modificar completamente este instrumento financeiro. Tanto a debênture simples como a debênture conversível de uma mesma empresa podem ter várias características iguais, tais como prazos e garantias. A remuneração da debênture simples, definida na Escritura de Emissão, apesar de poder ser modificada nas repactuações, será sempre uma remuneração limitada por parâmetros definidos, não havendo possibilidade de modificação.

O caso da debênture conversível é mais complexo. Da mesma forma, a debênture conversível tem sua remuneração definida na Escritura de Emissão, porém a remuneração pode aumentar se a ação em que pode ser convertida se valorizar. Na eventualidade do preço de conversão da debênture (valor atualizado da debênture dividido pelo número de ações em que pode ser convertida) ficar menor que o preço da respectiva ação (por sua valorização), o fato de converter gera um retorno maior para o debenturista. Quanto maior for a diferença entre o preço da ação e o preço de conversão, maior será a remuneração "extra" obtida pela conversão.

É lógico afirmar que, em função deste eventual aumento da remuneração, haverá um preço a pagar. O preço por esta opção de conversão é traduzido por uma menor remuneração oferecida para debêntures conversíveis do que para uma debênture simples com mesmo nível de risco.

Além disso, o debenturista deve estar ciente dos efeitos de uma falência da empresa emitente sobre o seu investimento. Em caso de falência os debenturistas têm preferência para o recebimento de seus créditos em relação aos acionistas e, caso um detentor de debênture conversível exerça seu direito de conversão passará da posição de debenturista para a de acionista.

3.2. O INVESTIDOR EM DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS

O investidor em debêntures conversíveis em ações estabelece critérios a respeito de como investir seus recursos. Seu objetivo pode ser tornar-se sócio da empresa a longo prazo, possuindo um seguro, representado pela remuneração fixa oferecida pela debênture enquanto a rentabilidade da ação não lhe for satisfatória. Ou ainda, determinados investidores institucionais, como fundos de pensões devem, por obrigações legais, aplicar determinado percentual de suas carteiras em ações ou títulos conversíveis em ações - no mínimo 25% de suas reservas (PROCIANOY, 1991, p. 51). Estes investidores necessitam de uma alta margem de segurança em suas aplicações, sendo conhecidos pela utilização de estratégias conservadoras em seus investimentos, em função dos prejuízos que poderiam vir a ter num período de baixa do mercado acionário.

A utilização de debêntures conversíveis em ações é sem dúvida uma opção mais conservadora que a aquisição de ações, provendo um *hedge* (proteção) contra quedas do mercado acionário sem evitar, no entanto, os benefícios advindos de uma apreciação nos preços das ações correspondentes.

Dada a expressiva importância destes investidores no mercado de capitais brasileiro, ao prepararem lançamentos de instrumentos de captação de recursos, as empresas se preocuparão em criar condições que facilitem o ingresso destes investidores no negócio. Vale ilustrar a importância destes fundos com o seguinte dado: os fundos de pensão possuíam, em março de 1993, um patrimônio total de 25,36 bilhões de dólares, quando no mesmo período o total de depósitos em cadernetas de poupança não ultrapassava 21,28 bilhões de dólares (GAZETA MERCANTIL, 29 maio 1993. Caderno Especial, p. 1.).

Pela ótica da empresa, a decisão de lançar debêntures conversíveis é uma função de seus desejos e expectativas. Pode-se lançar debêntures conversíveis em função de uma expectativa de que esta seja uma forma mais barata de se captar recursos, em relação a um processo de emissão de ações ou à tomada de empréstimos bancários.

Uma empresa que deseje obter recursos na forma de dívida e, tendo-se decidido pela emissão de debêntures, poderá definir que estas serão conversíveis para atingir outro objetivo, diferente do já citado.

Desejando um custo menor que o custo de debêntures simples e aceitando o risco de haver conversões no futuro (o que não é o desejo da empresa), a empresa lançará debêntures com fórmulas de conversão (regras dispostas na escritura de emissão que definem como será a conversão de uma debênture em ações) que dificultem esta conversão. A decisão será delicada, pois quanto maior for a dificuldade de conversão, mais difícil poderá ser a colocação dos títulos. Uma alternativa é aceitar a conversão quando esta se der, ou exercer o direito de chamada em tempo suficiente para que não seja interessante a conversão. Para tanto, a empresa necessitará realizar um desembolso de caixa significativo, o que nem sempre é possível.

Por outro lado, a empresa pode estar realmente interessada em lançar novas ações no mercado e acredita que o lançamento de debêntures conversíveis em ações é a melhor estratégia. Esta situação pode ocorrer principalmente quando o preço de mercado da ação da empresa apresenta-se bastante abaixo de seu valor patrimonial ou do valor desejado pelo acionista ou grupo controlador. Neste caso, para conseguir colocar as novas ações junto a investidores, a empresa teria de vender as novas ações a preços que diluiriam a participação de seus antigos acionistas no capital da empresa, a não ser que estes mesmos acionistas subscrevessem a nova emissão.

Desta forma, lançando debêntures conversíveis em ações, a empresa capta recursos, não dilui a posição acionária de seus acionistas pela subvalorização causada por uma emissão de ações com preços baixos e, no momento de uma eventual valorização do preço de suas ações, ocorre a conversão das debêntures em ações por um preço considerado justo tanto pela empresa como pelos acionistas e debenturistas.

Há ainda considerações a respeito do investidor-alvo da empresa (através de que instrumento financeiro o investidor-alvo pretende alocar seus recursos nas diversas opções de investimento existentes no mercado?). Não se pode negligenciar a questão do efeito-clientela. As empresas buscam criar uma "clientela" (grupo de investidores) através de uma política homogênea de relação com o mercado. Esta homogeneidade se dá através de uma constância na política de dividendos e da criação de títulos com características desejadas pelo investidor-alvo.

Em oposição à adaptação do instrumento financeiro ao investidor-alvo, coloca-se a idéia de BRENNAN & SCHWARTZ (1992). Estes autores acreditam que o motivo da existência das debêntures conversíveis em ações é oriunda do fato de que estes títulos são menos sensíveis ao risco que as debêntures simples.

Nos estudos realizados para o mercado americano, BRENNAN & SCHWARTZ (1992) demonstram que as debêntures conversíveis em ações servem para diminuir a discordância da percepção de risco entre a visão do investidor e a visão dos executivos de determinada empresa. A percepção de risco dos potenciais investidores pode ser bem maior que a percepção de risco dos administradores ou dos controladores de uma companhia. Quanto mais ineficiente for o mercado na sua forma forte, ou em outras palavras, quanto maior a quantidade de informação privilegiada detida pelos administradores/controladores, maior será o hiato na percepção de risco. Neste aspecto, a utilização de debêntures conversíveis em ações evita claramente um conflito de agência entre acionistas e debenturistas ao diminuir a discrepância de percepção de risco.

Por tal motivo, as empresas americanas de fundação recente e atuando em novos segmentos da economia, utilizam-se freqüentemente deste instrumento para a captação de recursos, pois geralmente os investidores tendem a considerar este tipo de empresa mais arriscada do que aqueles que as dirigem consideram.

No caso brasileiro, o potencial conflito a ser evitado pode ser ainda mais importante que no exemplo norte-americano. Grande parte das empresas de capital aberto no Brasil ainda são empresas familiares ou nas quais o principal acionista (ou principal grupo de acionistas) administra a empresa.

Sendo assim, há a possibilidade de que a característica de conversão em ações seja uma forma de adequar estes títulos não só para as necessidades das empresas emitentes, mas também para as necessidades dos potenciais investidores.

4. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DAS DEBÊNTURES

No processo de planejamento de uma emissão de debêntures, devem ser definidas determinadas características básicas: classe, forma de registro, espécie (tipo de garantia) e remuneração. Deve-se determinar também a forma de registro (nominativas ou escriturais).

As debêntures nominativas são formalizadas por certificados que apresentam os nomes dos seus titulares. As escriturais não possuem um certificado de emissão e são documentadas através de registros em bancos de dados.

A legislação prevê a emissão de debêntures cambiais, emitidas com valor nominal em moeda estrangeira, que servem nos casos em que a emissão for realizada no exterior. Estas debêntures têm por objetivo a captação de recursos a partir de investidores estrangeiros.²

Em todo processo de emissão de debêntures há a confecção de um documento, a Escritura de Emissão, na qual devem constar os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições.

A escritura de emissão abrange no mínimo os seguintes itens:

- forma e classe do instrumento;
- volume autorizado da emissão;
- garantias dos debenturistas;
- formas de amortização (resgate);
- remuneração (cálculo e periodicidade);
- designação do agente fiduciário.

Dentre as principais características previstas na Lei 6.404/76 incluem-se as seguintes:

- debêntures de uma emissão podem ter várias séries;

² É importante ressaltar que não se deve confundir as debêntures cambiais com as debêntures corrigidas monetariamente pela variação da taxa cambial.

- o resgate parcial de uma série será por sorteio, ou por compra do título em bolsa se estiver com valor igual ou menor que seu valor nominal atualizado;
- tratando-se de debêntures conversíveis, os acionistas terão direito de preferência na subscrição destas;
- é a Assembléia Geral Extraordinária que decide pela emissão de debêntures e por suas características, respeitando-se o que já estiver previsto no Estatuto Social.

4.1. GARANTIAS

As debêntures têm suas garantias estabelecidas no artigo 58 da Lei 6.404/76. As debêntures podem ser de quatro espécies: com garantia real, garantia flutuante, quirografárias ou subordinadas.

As garantias a serem oferecidas aos debenturistas têm por objetivo não apenas cumprir os requisitos legais necessários para a emissão de debêntures, mas também diminuir seu custo. A existência de garantias diminui o risco para o debenturista de não receber o que lhe é de direito. Desta forma, vendo-se protegido por garantias, o investidor exigirá uma menor remuneração pelo título que está adquirindo.

As debêntures são com garantia real quando são definidos ativos específicos da empresa ou de terceiros (relacionados à empresa) para garantir a emissão. Estas garantias podem ser na forma de créditos como hipotecas, penhores, anticreses (em desuso) ou outros créditos com privilégios especiais.

A hipoteca se dá sobre bens imóveis através de escritura pública e o penhor recai sobre bens móveis e sobre direitos. Como exemplo, pode-se citar o caso em que uma emissão seja garantida pelo prédio onde esteja instalada a sede da companhia.

A anticrese dá direito ao credor de usufruir de um bem, seja através de seu uso ou do recebimento de rendimentos oriundos deste, sem no entanto ter direito de vendê-lo. Em outras palavras, caso a empresa emitente não cumpra seu compromisso de pagamento da remuneração das debêntures, o debenturista receberá o que lhe for devido através da renda oriunda de um ativo sujeito à anticrese.

A garantia pode ser também fidejussória, quando há a presença de um fiador, que tanto pode ser pessoa jurídica como física. É o caso de empresas de um mesmo grupo, quando uma emite debêntures e outra atua como fiador.

As debêntures com garantia flutuante são aquelas em que ativos da empresa emitente garantem a emissão, mas tais ativos não são especificados. Em caso de liquidação da companhia, a garantia flutuante se refere àqueles ativos que não estão comprometidos com dívidas que possuam garantias reais. Esta espécie de garantia é chamada de flutuante porque é função direta das dimensões do patrimônio da empresa. Quanto maior o patrimônio, maior será a garantia. Assim sendo, esta garantia flutua de acordo com o tamanho do patrimônio líquido.

As debêntures quirográficas são aquelas sem garantias específicas. As debêntures desta espécie não estão garantidas por ativos. O debenturista receberá seus direitos após os pagamentos devidos à Previdência Social, obrigações fiscais e trabalhistas, entre outros no caso de liquidação. Seus detentores são considerados credores gerais e sua principal diferença em relação às debêntures com garantia flutuante é o fato das debêntures flutuantes possuírem preferência no pagamento.

Finalmente, as debêntures subordinadas são títulos que no caso de liquidação da empresa possuem preferência apenas em relação aos acionistas, sendo portanto, subordinadas às debêntures de outras espécies de garantia.

De acordo com o artigo 60 da Lei 6.404/76, uma companhia aberta pode emitir debêntures obedecendo a certos limites, sendo estes função das garantias oferecidas. Estes limites têm por objetivo dar uma maior segurança ao investidor, evitando que as empresas emitentes se utilizem deste instrumento (debêntures) de forma tal que, devido a excessos de emissões, não consigam oferecer de fato as garantias apresentadas e pagar todas as suas obrigações.

As debêntures com garantias reais podem ser emitidas até o valor de 80% dos bens da companhia; com garantias flutuantes, a emissão é limitada a 70% do valor total dos seus ativos, diminuído do valor de ativos já comprometidos em garantias reais e acrescido do montante da emissão de debêntures em questão;

as debêntures quirografárias podem ser lançadas até o valor do capital social no momento da emissão; as subordinadas não possuem limite de emissão.

Além das garantias propriamente ditas, a escritura de emissão pode apresentar cláusulas definidoras de *covenants*. Os *covenants* são uma série de obrigações e limitações que a companhia assume de forma a assegurar o pagamento dos debenturistas. Tais *covenants* podem regular procedimentos administrativos e políticas de endividamento e de investimento, evitando atitudes que levem a empresa a dificuldades financeiras. Por exemplo, uma escritura de emissão pode impedir que a empresa restrinja a distribuição de dividendos até um certo limite do lucro dos exercícios até o fim do prazo das debêntures.

Apesar dos *covenants* não serem garantias na estrita acepção do termo, (assegurar os direitos dos acionistas através de ativos ou direitos da empresa) estes possuem o mesmo objetivo que as garantias: criar defesas que resguardecam os direitos dos debenturistas.

A diferença principal entre as garantias e os *covenants* é o fato que as garantias são utilizadas posteriormente ao surgimento de problemas (não pagamento dos direitos dos debenturistas devido à falência, por exemplo) e os *covenants* são uma ação preventiva, que visa evitar os problemas.

As garantias podem ser cumulativas, ou seja, a empresa pode dar mais de uma garantia. Também podem estas garantias serem substituídas por outras (um ativo por outro, ou um ativo por uma hipoteca, por exemplo). Para haver a substituição de garantias, este procedimento deve estar explicitado na Escritura de Emissão apresentando os tipos de garantias que podem ser substituídas e os tipos que podem ser substitutos. Caso não haja a previsão de substituição, este procedimento somente será permitido com a anuência da Assembléia dos Debenturistas.

4.2. REMUNERAÇÃO

As debêntures remuneram por várias formas: juros, prêmio, prêmio de reembolso, participação nos lucros e deságio.

Os juros podem ser um valor fixo ou calculado por um índice percentual sobre o valor da debênture (corrigido monetariamente se assim estiver previsto). Neste último caso os juros podem ser fixos ou variáveis, sendo sua periodicidade e forma de cálculo apresentada na Escritura de Emissão.

A Constituição brasileira, no artigo 192, parágrafo 3º, limita a taxa real de juros a 12 % ao ano. Assim sendo, o mercado financeiro, diante da necessidade de oferecer melhores taxas de remuneração para os diversos títulos negociados, utiliza-se da figura do "prêmio". O prêmio é um valor calculado utilizando-se uma taxa de remuneração predeterminada acrescida de um juro. Como exemplo, pode-se definir que o prêmio de determinada série de debêntures será "o equivalente à diferença positiva (se houver) entre o IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado da Fundação Getúlio Vargas) mais 6% ao ano e a remuneração prevista de TR (Taxa Referencial do Banco Central) mais 12% ao ano".

A legislação permite ainda que a debênture poderá participar dos lucros da empresa se assim estiver estipulado na Escritura de Emissão.

No caso de resgate antecipado, com a empresa emitente exercendo o direito de chamada (antes do prazo de vencimento), o debenturista poderá receber um prêmio pelo reembolso se a Escritura de Emissão assim prever.

A debênture pode ser vendida no momento da subscrição por um valor menor que o de face (deságio), gerando daí uma maior remuneração, pois esta é calculada sobre o valor de face.

4.2.1. Correção Monetária

A correção monetária não é considerada como remuneração. Serve para atualizar o valor nominal da debênture que seria permanentemente corroído pela inflação caso não houvesse esta correção. O cálculo da correção monetária é baseado em um índice que estará definido na Escritura de Emissão. Exemplificando, este pode ser o IGP-M ou a TR.

Adicionalmente, o parágrafo único do artigo 54 a Lei 6.404/76 permite que a correção monetária das debêntures seja calculada de acordo com os índices de correção dos títulos da dívida pública ou pela variação da taxa cambial. Neste último caso, os investidores nacionais podem se resguardar de desvalorizações da moeda nacional da mesma forma que os investidores estrangeiros que adquirem debêntures cambiais.

4.2.2. Repactuação

A remuneração é periodicamente revisada num evento denominado repactuação, cuja data é fixada na Escritura de Emissão. Na repactuação a companhia emissora ajusta a remuneração de forma a adequá-la com os juros de mercado. O prazo entre uma repactuação e outra é chamado período de incidência da taxa de juros. Se algum debenturista não aceitar a nova remuneração, a empresa se obriga a recomprar suas debêntures.

A existência da repactuação apresenta vantagens para os debenturistas, pois assegura uma atualização nas taxas de remuneração, adequando-se às taxas de juros vigentes no mercado e dá liberdade para o investidor rever sua posição junto à empresa, tanto em termos de retorno esperado como em níveis de risco que deseje assumir. Desta forma, a repactuação permite que um investimento de longo prazo - tal como o investimento em debêntures - seja encarado como uma seqüência de investimentos de curto prazo do qual se pode renunciar em datas preestabelecidas (datas de repactuação). A repactuação no mercado brasileiro assume papel relevante no momento em que o mercado secundário de debêntures é de pequena

dimensão. Se houvesse liquidez suficiente neste mercado, o debenturista não satisfeito com a remuneração obtida por seu título poderia simplesmente colocá-lo à venda e adquirir (se quisesse) outra debênture que melhor atendesse suas expectativas.

A empresa emitente possui igualmente a vantagem de adequar seu custo com as taxas vigentes do mercado. Se as taxas estiverem em queda, melhor para a empresa. Por outro lado, se as taxas estiverem ascendentes, a empresa emitente tem a desvantagem de, a cada repactuação, ver-se frente à possibilidade de um maior custo financeiro para manter os debenturistas, ou frente a uma grande saída de caixa se os debenturistas exercerem seu direito de retirada. O maior custo financeiro será decorrência da necessidade de se aumentar os juros pagos aos debenturistas no caso de aumento das taxas de juros no mercado. Se a empresa não seguir a tendência do mercado, os debenturistas exercerão seu direito de retirada e alocarão seus recursos em outros investimentos que gerem maiores rendimentos. Ocorrendo tal situação, a empresa terá de pagar o principal corrigido aos debenturistas desejosos de se retirarem, gerando a necessidade de grandes desembolsos de caixa.

A empresa deve agir de acordo com as tendências do mercado, atentando para o fato de não aumentar seu custo de capital acima do que teria se modificasse sua forma de financiamento, trocando a dívida em debêntures por dívida bancária, por exemplo. Porém, este é o preço pago para se obter recursos de longo prazo.

Fica claro que a repactuação serve como um elemento de adequação da relação investidor-empresa à realidade do mercado, em termos de taxas de remuneração.

4.3. FORMAS DE AMORTIZAÇÃO

Seguindo o que for disposto na Escritura de Emissão, o resgate poderá ser facultativo, programado, por amortização parcelada, através de um Fundo de Amortização ou por resgate de séries.

A amortização será facultativa quando a emissora se reserva o direito de resgatar as debêntures a qualquer tempo. O procedimento para tal é a execução de sorteio ou recompra de títulos em circulação. Pelo primeiro método, a empresa emitente sorteia entre as debêntures emitidas aquelas que serão recompradas. A recompra de títulos em circulação será permitida apenas se o valor de negociação das debêntures no mercado estiver abaixo do seu valor nominal atualizado. Se estiver previsto na Escritura de Emissão, a empresa poderá cancelar a qualquer tempo as debêntures por ela recompradas.

Esta prerrogativa do emissor, denominada direito de chamada, é um aspecto das debêntures de grande valor em cenários de queda da taxa de juros (para a empresa) permitindo uma substituição da dívida por outra de menor custo. A empresa incorre numa saída de caixa de grande dimensão ao exercer seu direito de chamada, mas ao substituir a dívida por outra de menor juro nominal, terá, no futuro, desencaixes menores do que com a dívida antiga. Assim, a empresa diminui seu risco no futuro, diminuindo suas obrigações. O direito de chamada pode ser realizado em prazos pré-estipulados ou ser imediato a partir da emissão.

Quando o resgate estiver previsto na Escritura de Emissão em termos de prazos e quantidades, será considerado como "resgate programado". O resgate programado pode ser combinado com o facultativo.

Se a emissão for dividida por séries, pode-se ter a amortização por séries, que nada mais é que uma forma indireta de amortização programada. Neste caso, a empresa emissora recompra, em datas predeterminadas, toda uma série de debêntures.

A amortização parcelada é aquela em que há o pagamento parcial do seu valor nominal (atualizado), diminuindo paulatinamente o valor das debêntures em circulação. Esta modalidade de amortização é vantajosa ao debenturista, em relação à amortização dependente de sorteio. Quando o sorteio é previsto, o debenturista tem o risco de que sua debênture seja sorteada para recompra, gerando incerteza

quanto ao prazo de sua aplicação. No caso de amortização parcelada, esta incerteza inexistente, dando maior segurança ao debenturista quanto a seus rendimentos. Para a empresa, entretanto, parece mais vantajosa a recompra por sorteio, pois a empresa poderá utilizar-se desta no momento em que mais lhe convier, ao passo que no caso da amortização parcelada, a empresa fica obrigada a seguir o programa de amortização planejado.

4.3.1. Fundo de Amortização

O Fundo de Amortização é um fundo de disponibilidade para o qual a empresa emitente de debêntures se compromete a contribuir periodicamente com o objetivo de se preparar para a recompra destas quando de sua maturidade ou antecipadamente, se assim prever a Escritura de Emissão. Este fundo corresponde a ativos em poder da empresa que servem de contrapartida para uma futura obrigação (o pagamento das debêntures). Quanto maior o Fundo de Amortização, menor será a proporção entre capitais de terceiros (dívidas) e capitais próprios, pois apesar deste fundo estar em poder da empresa, o mesmo está reservado para o pagamento das debêntures. Assim sendo, sua criação diminui o índice de endividamento da empresa, fornecendo maior segurança aos debenturistas. A supervisão deste fundo fica sob a responsabilidade do agente fiduciário.

4.4. ASSEMBLÉIA DE DEBENTURISTAS

A Lei 6.404/76, no seu artigo 71, prevê a existência da Assembléia de Debenturistas, que pode ser convocada a qualquer tempo pelo agente fiduciário, pela companhia emissora, por debenturistas que representem no mínimo 10% dos títulos em circulação, ou ainda, pela Comissão de Valores Mobiliários. Sua função é de deliberar sobre interesses em comum dos debenturistas, onde em cada deliberação cada debênture terá direito a um voto. A presença do agente fiduciário é considerada como obrigatória em tais assembleias.

5. CARACTERÍSTICAS DAS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS

De acordo com Lei 6.404/76, art. 57, as debêntures podem ser da classe das conversíveis em ações (as não conversíveis são consideradas debêntures simples).

Debêntures conversíveis em ações são debêntures caracterizadas da mesma forma que as debêntures simples, à exceção de sua característica de conversibilidade. Esta característica prevê o direito do debenturista trocar sua debênture por ações (ou outro título previsto) da companhia emitente a seu desejo, desde que cumpra as condições previstas na Escritura de Emissão.

No caso de serem conversíveis, deverá ser definida na escritura de emissão as bases da conversão, a espécie e classe das ações em que haverá a conversão e a época e prazo para a conversão. Esta regra deverá obedecer o disposto no artigo 15 e no parágrafo 1º do artigo 170 da Lei 6.404/76 que tratam, respectivamente, da proporcionalidade entre ações preferenciais e ordinárias e do preço da ação obtida pela conversão. Tanto no caso de uma emissão de debêntures simples como no de uma emissão de debêntures conversíveis, a empresa emissora se compromete a devolver o principal investido aos debenturistas no fim do prazo determinado na escritura de emissão. Nos casos de uma emissão de debêntures conversíveis, a devolução do principal investido não ocorrerá para as debêntures que tenham sido convertidas.

A característica de conversibilidade pode gerar algumas conseqüências no que tange à remuneração das debêntures conversíveis em ações. O uso de debêntures conversíveis diminui, em tese, o custo financeiro para a empresa emitente, pois a possibilidade de conversão é mais um atrativo aos investidores. Por conseguinte, pode-se oferecer uma taxa de juros menor que a taxa oferecida para uma debênture simples equivalente, pelo fato de tal instrumento permitir um nível mínimo de remuneração (juros e prêmio definidos) e um aumento na eventualidade de melhora na performance das ações da companhia. Se a empresa está numa situação favorável e o preço da ação refletir tal situação, o rendimento proveniente da conversão da debêntures em ações, por meio do recebimento de dividendos ou pela sua venda, poderá ser maior do que ficar com as debêntures.

Outro ponto importante é que a empresa não necessita estar operando de maneira lucrativa para que a conversão seja interessante. É suficiente que as ações da empresa estejam seguindo uma onda de alta do mercado acionário, ainda que de forma injustificada, para que a conversão tenha a possibilidade de se tornar um evento vantajoso para o debenturista. Chega-se então à conclusão de que o comportamento da empresa não é o único fator influenciador da ação de conversão, mas o mercado como um todo pode influenciar a rentabilidade de uma debênture conversível em ações.

Por outro lado, na hipótese de não pagamento dos juros, ou do não cumprimento de alguma obrigação pela empresa emitente, o detentor de debêntures poderá se transformar em acionista, saindo da posição de um credor geral. Em termos de garantias, no caso de falência ou não cumprimento das obrigações pela empresa, há uma desvantagem na troca do papel de credor geral para o de acionista, pois o investidor passa para uma posição menos vantajosa. Entretanto, este investidor na posição de acionista da empresa, após a conversão, pode recuperar seu investimento, ainda que parcialmente, vendendo suas ações. De outra forma, este investidor, mantendo a posição de debenturista se veria frente ao risco de perder todo o seu investimento no caso de falência. Esta atitude pode ser tomada quando o debenturista considerar que o risco de *default* (não pagamento das obrigações) se tornar excessivamente alto para seu posicionamento frente ao risco, ainda que o preço da ação no mercado não seja satisfatório em termos de rentabilidade.

Se o investidor acredita na iminente possibilidade de decretação de falência, ele deverá proceder a conversão e venda das ações o quanto antes, pois quanto mais esta idéia for difundida pelo mercado, menor será o valor de cada ação. Conseqüentemente, menor será seu retorno vendendo-as. Deve ser considerado o perigo do investidor converter suas debêntures em ações e, ao não vender imediatamente estas ações, ocorrer a decretação de falência.

Pela ótica da empresa, a conversão permite a diminuição do grau de alavancagem do financiamento das operações com capital de terceiros, se assim for desejado. Cabe ressaltar que, de acordo com a legislação brasileira, o direito de exercer a conversão é do debenturista e não da empresa emitente.

5.1. PRICING (PRECIFICAÇÃO)

Os primeiros modelos surgiram na década de 60 e simplesmente precificavam os títulos conversíveis igualando-os ao valor máximo entre o valor de um título de dívida equivalente e o valor da ação correspondente, caso houvesse a conversão num ponto futuro do tempo. Este valor era então descontado a uma certa taxa para se obter seu valor presente. Posteriormente, procurou-se utilizar o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM) e os estudos mais recentes utilizaram-se do modelo de opções (OPM), fundamentado pelo trabalho de Black & Scholes.

5.2. DIREITO DE CHAMADA

Contrapondo-se ao direito de conversão pelo debenturista, a empresa tem o "direito de chamada". Esta prerrogativa do emissor, prevista no artigo 55 da Lei 6.404/76, permite que a empresa recompre suas debêntures antes de seu vencimento, se assim estiver previsto na Escritura de Emissão. Este é um aspecto de grande valor em cenários de queda da taxa de juros, permitindo uma substituição da dívida por outra de menor custo. A empresa incorre numa saída de caixa de grande dimensão ao exercer seu direito de chamada, mas ao substituir a dívida por outra de menor juro nominal, passa a ter no futuro desenhos menores do que teria com a dívida antiga. Assim, a empresa diminui seu risco futuro, diminuindo suas obrigações. O direito de chamada pode ser realizado em prazos pré-estipulados ou ser imediato a partir da emissão.

Assim sendo, a estratégia de um agente deverá considerar a estratégia do outro. Para o debenturista, é relativamente fácil conhecer a estratégia de chamada da empresa. Conforme demonstram BRENNAN & SCHWARTZ (1977) a melhor estratégia de chamada é recomprar as debêntures quando o valor de recompra se igualar ao valor da debênture se ela não fosse chamada. Agindo desta forma, a empresa está defendendo o direito de seus acionistas; caso contrário, haverá a possibilidade de conversão, o

que diluiria a posição dos antigos acionistas (caso eles próprios não fossem os detentores das debêntures conversíveis).

ACHARYA & HANDA (1991) apresentam um complicador à tese de BRENNAN & SCHWARTZ (1977). Os primeiros encontraram em seus estudos uma ocorrência significativa de recompras antecipadas de debêntures conversíveis, concluindo que estas ocorrências eram geradas por uma assimetria informacional. Nestes casos, a administração de determinada empresa recompra seus títulos a um valor significativamente abaixo daquele esperado pelos estudos de BRENNAN & SCHWARTZ(1977), ou seja, quando o valor de conversão ainda é bastante abaixo do valor de recompra. Através de testes, ACHARYA & HANDA (*op. cit.*) provaram que este ágio deve-se ao fato da administração possuir informações privilegiadas que indicam boas perspectivas para a empresa, e desta forma preferem recomprar os títulos evitando que com a divulgação da informação (por ora privilegiada) ocorra a conversão dos títulos. O mercado reconhece este dado na recompra antecipada, fazendo com que as ações da empresa correspondente gerem retornos anormais significativos, nas datas posteriores próximas ao anúncio da recompra.

5.3. MOTIVOS PARA A CONVERSÃO

INGERSOLL (1977) levanta quatro situações necessárias, mas não individualmente suficientes, nem tampouco excludentes, que levariam à conversão. Os dois primeiros fatores são considerados como geradores de uma conversão forçada - maturidade do título e chamada para recompra antecipada - e facilitadores de conversão voluntária - quando o preço de conversão aumenta e quando o rendimento por dividendo for maior que o rendimento da debênture (em termos de valor presente dos fluxos futuros).

Na maturidade do título, o debenturista tem a opção de receber o valor do principal ou de converter a debênture em ações na quantidade estipulada na escritura de emissão. Agindo racionalmente, este investidor converterá a debênture se o valor de mercado do total de ações a que tiver direito superar o valor que receberia pela debênture, caso esta fosse recomprada pela empresa.

No caso de uma recompra antecipada, o debenturista tem um prazo para decidir-se pela conversão ou pela venda da debênture. Durante este prazo, o debenturista deverá agir de forma a maximizar seu ganho, como no caso anterior.

A terceira situação apresentada pode ser reflexo de uma disposição da escritura de emissão ou efeito de pagamento de dividendos que levem a uma diminuição do preço da ação correspondente, no caso de emissões de debêntures que não tenham ajustes para pagamentos de dividendos. Nestes casos, a conversão antecipada pode ser mais vantajosa que manter a debênture, pois no futuro, a conversão pode ser ainda mais desvantajosa. O aumento do preço de conversão, que pode ser estipulado como um evento periódico na escritura de emissão ou a diminuição dos preços das ações por ocorrência da distribuição de dividendos aumenta *ex-post* o hiato entre o valor da debênture e o preço de conversão existente *ex-ante*.

A última situação é bastante clara. O investidor adquire um título esperando maximizar seu retorno, dado determinado nível de risco. Se a rentabilidade que pode obter como dividendos for maior que a rentabilidade da remuneração pela debênture, será mais vantajoso converter a debênture em ações.

6. EMISSÃO DE DEBÊNTURES

A decisão a respeito da emissão de debêntures é de competência da Assembleia Geral Extraordinária dos acionistas. Pelo que regulamenta o parágrafo 1º, do artigo 59 da Lei 6.404/76, a referida Assembleia pode delegar ao Conselho de Administração o poder de decidir sobre a época e as condições do vencimento, da amortização, do resgate, do pagamento de juros, da participação nos lucros (se houver) e do prêmio de reembolso (se houver). Pode ser delegado também ao Conselho de Administração o poder de deliberar sobre o modo de subscrição ou colocação e sobre o tipo de debêntures a serem emitidas.

Quando uma empresa emite debêntures ela contrata uma instituição habilitada junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou irá montar uma estrutura própria para se responsabilizar pela confecção e controle das debêntures. No caso de debêntures escriturais, podem ser utilizados sistemas computacionais e outros serviços oferecidos por instituições financeiras que se responsabilizam por todo o controle das debêntures.

O mercado secundário de debêntures é operado pelo Sistema Nacional de Debêntures (SND) criado pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA). Usa-se um sistema de computação que cadastra as companhias emissoras e debenturistas, transfere debêntures, calcula impostos, prêmios e juros e desempenha várias outras atividades operacionais que agilizam a negociação de debêntures. Além das operações citadas, o SND propicia uma maior liquidez ao mercado secundário e maior segurança nas transações, pela concentração de informações e pela diminuição do fluxo de documentos.

6.1. AGENTES PARTICIPANTES

No processo de emissão de debêntures, aparecem obrigatoriamente alguns participantes. São eles a empresa emitente, o debenturista, que é o investidor que comprará as debêntures, o agente fiduciário, que representará os interesses dos debenturistas junto à empresa emitente e, a instituição coordenadora, que auxiliará a empresa emitente no processo de lançamento das debêntures.

A empresa emissora é a companhia (sociedade anônima ou em comandita por ações) que emite debêntures como forma de captar recursos.

A Instituição Coordenadora é escolhida pela empresa emitente entre as instituições do mercado financeiro. As principais funções de Instituição Coordenadora são:

- assessorar a empresa emissora na definição das características das debêntures;
- obter o registro da emissão junto à CVM;
- coordenar o processo de colocação dos títulos junto aos investidores (no caso de emissões públicas).

O debenturista é a pessoa (física ou jurídica) que investe em (adquire) debêntures. Na sua grande maioria, os debenturistas são investidores institucionais, constituindo-se de seguradoras, fundos de pensão e de investimento e grandes empresas.

O agente fiduciário (*trustee*) é o representante dos debenturistas. No caso de emissões privadas, em que não houver fundo de amortização (ver adiante), sua existência não é obrigatória. Nos Estados Unidos, sua atividade é regulada pelo *Trustee Indenture Act of 1939*. No Brasil, suas atribuições são reguladas pelos artigos 61 e 66 a 70 da Lei 6.404/76, e pela Instrução 28 da CVM. O agente fiduciário tem o direito de solicitar trimestralmente informações que digam respeito a garantias, pagamentos de juros e prêmios, repactuações e resgates. Deve apresentar aos debenturistas um relatório de atividades após quatro meses do encerramento do exercício social. Na eventualidade da companhia se apresentar inadimplente em alguma de suas obrigações para com os debenturistas, o agente fiduciário deverá notificá-los num prazo de até noventa dias. Seu relacionamento com a empresa tem seus termos expressos na Escritura de Emissão.

O agente fiduciário age em defesa dos direitos dos detentores das debêntures. Sua ação se dá quando o contrato não é cumprido, sendo por iniciativa própria, ou ainda, em resposta a interpelações por grupos de debenturistas. Suas principais atribuições são:

- certificar que a emissão se dá de acordo com o estabelecido na *indenture* (escritura de emissão);
- controlar ações da empresa que afetem os debenturistas
- tomar as ações necessárias em caso de não cumprimento de itens da *indenture*, inclusive requerer a falência da emissora.

7. CAPTAÇÃO DE RECURSOS VIA DEBÊNTURES

Todas as Sociedades por Ações não integrantes do Sistema Financeiro Nacional (à exceção das empresas de arrendamento mercantil) podem emitir debêntures.

A emissão de debêntures será pública quando for de companhia aberta e cujo registro seja aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários. É caracterizado como pública a emissão que faz uso de anúncios destinados ao público, que procura colocar as debêntures através de agentes e corretores e que negocia tais debêntures por intermédio de escritórios abertos ao público investidor em geral. A emissão pública deve obrigatoriamente utilizar-se do sistema de distribuição do mercado financeiro, ou seja, promover a subscrição das debêntures por ação de corretoras, distribuidoras e bancos de investimento.

No momento em que uma companhia se decide pela emissão pública de debêntures, ela deverá nomear uma Instituição Coordenadora.

A colocação dos títulos pode ser tanto com "garantia firme" como pelo sistema de "melhores esforços". Entende-se por garantia firme quando a Instituição Coordenadora garantir que subscreverá os títulos que porventura não forem colocados junto aos investidores e o sistema de melhores esforços é aquele quando esta Instituição se compromete juntamente com os outros agentes distribuidores de fazer o melhor possível, sem garantir a venda da totalidade dos títulos.

Nas emissões privadas não há a obrigatoriedade da existência do agente fiduciário e da instituição coordenadora. O registro da emissão privada não necessita ser submetido à aprovação prévia da Comissão de Valores Mobiliários e pode ser tanto de companhias abertas como fechadas. No caso das emissões privadas, os investidores são em geral acionistas da empresa e pessoas (físicas ou jurídicas) que já tenham entrado em contato com a empresa. Esta forma de colocação, entre conhecidos, é chamada como "colocação à boca pequena". A colocação das debêntures é feita pela própria companhia, sem a intermediação do sistema financeiro, sendo comum que os termos da Escritura de Emissão tenham sido previamente negociados com os investidores.

De acordo com o artigo 53 da Lei 6.404/76 uma empresa pode ter mais de uma emissão de debêntures e cada emissão pode ser dividida em várias séries. Ainda o mesmo artigo dispõe que as debêntures de uma mesma série terão o mesmo valor nominal e seus titulares receberão os mesmos direitos.

8. OBJETIVOS

O objetivo geral proposto por este trabalho é estudar o mercado brasileiro de debêntures conversíveis. Pretende-se, a partir de dados obtidos junto à CVM e junto à ANDIMA, verificar quais as empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo que emitiram debêntures conversíveis em ações. Deseja-se verificar o uso de debêntures conversíveis em ações no mercado brasileiro como instrumentos de captação de recursos.

O principal interesse deste estudo é esclarecer questões a respeito da conversibilidade das debêntures em ações, principalmente nas relações existentes entre a conversibilidade e as fórmulas de conversão determinadas nas emissões. Para tanto, pretende-se analisar todas as emissões de debêntures conversíveis em ações no mercado brasileiro, ocorridas no período entre 1978 e 1992, verificando se a conversibilidade em ações se mostrou vantajosa ou não para o debenturista, através da confrontação das fórmulas de conversão com as cotações das referidas ações.

Adicionalmente, espera-se apresentar sugestões para a melhoria da legislação e para o melhor uso das debêntures conversíveis por parte das empresas.

8.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Determinar a proporção de debêntures conversíveis em ações que apresentaram a possibilidade de conversão com vantagem financeira para o debenturista em função da relação entre fórmulas de conversão e preço das ações.

2. Identificar uma fórmula-padrão (ou fórmulas-padrão) de conversão que seja(m) utilizada(s) nas emissões de debêntures estudadas.

3. Identificar os motivos que levam uma empresa a emitir debêntures conversíveis.

9. JUSTIFICATIVA

A proposta deste trabalho se justifica por tentar esclarecer como funcionam as relações existentes entre emitentes e investidores de debêntures conversíveis em ações. O conhecimento destas relações pode levar a um aperfeiçoamento deste instrumento financeiro, adaptando-o da melhor forma possível para as necessidades e características dos agentes envolvidos. Esta adaptação pode gerar alguns efeitos benéficos, quais sejam, possibilitar a captação de recursos de longo prazo a custos compatíveis com os riscos da atividade para qual o capital se destina, e oferecer aos investidores títulos direcionados aos seus objetivos de investimento.

A justificativa para a realização deste estudo é realçada por ter seu objeto de interesse inserido na economia brasileira. O país vivia num ambiente recessivo e inflacionário. As regras da economia são mudadas constantemente por meio de regulamentos governamentais isolados ou por choques econômicos que modificam todas as regras da atividade econômica de uma só vez. Como reflexo deste ambiente de extrema instabilidade, as taxas de juros se apresentam com grande volatilidade e os recursos existentes migram para investimentos financeiros que aliem uma remuneração razoável a certo grau de segurança. No ambiente aqui descrito, uma das principais fontes de segurança (senão verdadeira, pelo menos acreditada como tal) é a imobilização de recursos apenas no curto prazo, evitando aplicações de mais longo prazo.

Cabe ressaltar que não foi utilizada a Teoria de Opções neste estudo, pois o objetivo não é verificar a precificação das debêntures conversíveis, mas sim se elas tiveram condições de ser convertidas com vantagem financeira para o debenturista.

Ainda que a complexidade inerente à criação e administração de títulos híbridos possa vir a dificultar a disseminação destes instrumentos de captação, deve-se levar em conta que sua criação se deve não a caprichos de um mercado altamente competitivo (em nível mundial) mas sim para atender à demanda de diminuição de riscos para as partes envolvidas no processo de poupança-investimento.

10. METODOLOGIA

10.1. MONTAGEM DA POPULAÇÃO

Para a montagem da população, buscou-se junto à CVM, à ANDIMA e às instituições financeiras a listagem de todas as emissões de debêntures ocorridas no Brasil entre 1978 e 1992, com suas características. Desta listagem, se destacaram 301 emissões de debêntures conversíveis em ações, objeto deste trabalho.

Destas emissões, foram retiradas as debêntures de instituições financeiras, devido às características especiais deste tipo de organização, entre elas a proporcionalidade entre ações ordinárias e preferenciais de 50% no mínimo de ordinárias e restrições ao capital estrangeiro na participação em instituições financeiras, o que poderia distorcer o estudo.³ Por último, eliminou-se da população as debêntures cujas empresas emissoras não tinham ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP) durante o período de vigência destas debêntures, restando 182 emissões.

Esta seleção foi realizada, tendo em vista que o ponto básico do estudo foi a comparação entre o preço de conversão de uma debênture conversível em ações e o preço de negociação em bolsa das ações na qual esta debênture pode ser convertida. Destas 182, conseguiu-se arremontar dados suficientes para o estudo de 82 emissões.

Três emissões ocorridas em 1992 (Casa Anglo-Brasileira, Refripar e Inds. Romi) possuíam mais de uma série com características distintas entre si. Em função disso, foi necessário considerar cada série como uma emissão. Assim sendo, as duas séries da debênture da Casa Anglo e da debênture da Refripar foram consideradas como sendo duas emissões independentes e a debênture das Inds. Romi como sendo três emissões. Desta forma, ajustou-se o número total de séries de debêntures conversíveis identificadas como sendo 305, sendo 186 de empresas com ações negociadas na BVSP e tendo sido estudadas 86 séries de 66 empresas. O Quadro 1, a seguir, apresenta um resumo da população utilizada.

³ A regulamentação básica pertinente a este assunto se encontra nos artigos 50 e 51 da Lei nº 4.131, de 03 de setembro de 1962, e na Lei nº 5.710 de 07 de outubro de 1971.

QUADRO 1

RESUMO DA POPULAÇÃO

ANO	A TOTAL	B BVSP	C NUM	D % BVSP C/B	E % TOTAL C/A
1979	6	6	0	0,00	0,00
1980	18	12	1	8,33	5,56
1981	31	20	5	25,00	16,13
1982	48	23	8	34,78	16,67
1983	84	43	27	62,79	32,14
1984	44	25	10	40,00	22,73
1985	12	6	3	50,00	25,00
1986	3	2	0	0,00	0,00
1987	7	6	0	0,00	0,00
1988	8	6	6	100,00	75,00
1989	17	15	10	66,67	58,82
1990	10	8	6	75,00	60,00
1991	6	4	2	50,00	33,33
1992	11	10	8	80,00	72,73
1993					
TOTAL	305	186	86	46,24	28,20

A. Total de debêntures conversíveis emitidas no ano.

B. Total de debêntures conversíveis emitidas no ano, cujas ações correspondentes são negociadas na BVSP.

C. Número de séries de debêntures estudadas, por ano de emissão.

D. Percentual de séries estudadas por ano de emissão, em relação ao total de debêntures conversíveis emitidas no ano, cujas ações correspondentes são negociadas na BVSP.

E. Percentual de séries estudadas por ano de emissão, em relação ao total de debêntures conversíveis emitidas no ano.

O Quadro 2 apresenta o número de empresas que se conseguiu identificar como emissoras de debêntures conversíveis em ações, e o número de empresas emissoras de debêntures conversíveis em ações que tiveram suas emissões incluídas neste estudo, por ano de emissão. O quadro apresenta ainda o percentual (por ano e total) de empresas que tiveram emissões incluídas no estudo, em relação ao total de empresas identificadas como emissoras de debêntures conversíveis em ações no período.

QUADRO 2

EMPRESAS SUBMETIDAS AO ESTUDO

	A	B	C
ANO	TOTAL	TESTADAS	% (B/A)
1979	6	0	0,00
1980	12	1	8,33
1981	20	5	25,00
1982	23	8	34,78
1983	43	27	62,97
1984	25	10	40,00
1985	6	3	50,00
1986	2	0	0,00
1987	6	0	0,00
1988	6	6	100,00
1989	12	10	83,33
1990	8	6	75,00
1991	4	2	50,00
1992	6	4	66,67
TOTAL *	171	66	38,60

* Este total não é o somatório dos dados ano a ano, pois há empresas que emitiram debêntures conversíveis em mais de uma ocasião.

10.2. VARIÁVEIS UTILIZADAS

Os dados utilizados neste trabalho são de cinco tipos:

- a) dados sobre as debêntures - listagens de emissões de debêntures e Escrituras de Emissão de debêntures conversíveis em ações.
- b) séries temporais de preços de ações negociadas na BVSP, correspondentes às ações em que as debêntures conversíveis em ações incluídas no estudo poderiam ser convertidas.
- c) dados sobre eventos ocorridos com as empresas emissoras (e com suas ações) de debêntures conversíveis em ações que pudessem afetar as Fórmulas de Conversão, tais como: bonificações, splits, grupamentos de ações, novas emissões de ações, etc.;
- d) dados que afetam o cálculo das Fórmulas de Conversão das debêntures, como alteração do valor do capital das empresas, patrimônio líquido, lucro líquido, preço de emissão de ações, número de ações das empresas, etc.;
- e) índices de correção monetária utilizados nas Fórmulas de Conversão.

As fontes de coleta destes dados foram o "Boletim Diário de Informações - BDI" e o "Suplemento de Orientação", publicados pela BVSP, "Suplemento de Orientação" publicado após 1992 pelo jornal Gazeta Mercantil, "Registro de Emissão de Debêntures", publicado pela CVM e o "Manual de Emissão de Debêntures", edições de outubro de 1984 e maio de 1993, publicado pela ANDIMA. Suplementarmente, utilizou-se informações coletadas diretamente junto às empresas emissoras e junto à BVSP. Os índices de correção monetária foram obtidos nas revistas Dinheiro Vivo, Suma Econômica e no Centro de Estudos e Pesquisas Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (IEPE/UFRGS).

10.3. PROCEDIMENTO LÓGICO-QUANTITATIVO

O estudo realizado baseia-se na suposição de que as debêntures conversíveis em ações no Brasil permitem a conversão com vantagem econômica para o debenturista

Considerando-se a notação abaixo:

PC_t = preço de conversão da debênture em ações; quanto custa cada ação obtida por ocasião da conversão de uma debênture no tempo "t";

VM_t = preço médio da respectiva ação no pregão da BVSP no tempo "t".

Determinou-se a possibilidade de conversão das debêntures com vantagem financeira para o debenturista como

$$VM_t - PC_t > 0$$

significando que o valor de mercado das ações em que a debênture conversível possa ser convertida em determinada data seja maior que o preço de conversão desta debênture em ações, na mesma data.

A possibilidade alternativa, ocorrerá quando o valor de mercado das ações em que a debênture conversível possa ser convertida em determinada data for menor ou igual ao preço de conversão desta debênture na mesma data, sendo ela representada por

$$VM_t - PC_t \leq 0.$$

Foram calculados os preços de conversão das debêntures selecionadas ao longo do tempo, utilizando a regra de atualização monetária prevista em cada Escritura de Emissão. Desta forma, obteve-se, para cada debênture um valor por mês, desde a data de emissão da debênture até 01 de agosto de 1993 ou até o fim do prazo da debênture, o que ocorreu primeiro, de acordo com o previsto na Escritura de Emissão. As regras de atualização monetária foram adaptadas de acordo com as mudanças na legislação que porventura tenham ocorrido.

O preço de conversão de cada debênture foi calculado seguindo-se estritamente as regras ditadas nas Escrituras de Emissão. Este procedimento foi realizado para cada emissão de debêntures que participou do estudo. O preço de conversão calculado das debêntures foi comparado com o valor de mercado das ações correspondentes à sua eventual conversão. Tomou-se como referência o preço médio das ações no pregão da BVSP, do dia 15 de cada mês do período estudado, sendo este dia uma quarta-feira. Em não sendo o dia 15 uma quarta-feira, utilizou-se o preço no pregão da quarta-feira imediatamente anterior ao dia 15.

Não tendo havido pregão ou negociação da ação na quarta-feira em questão, utilizou-se a informação relativa ao dia "d-1", "d+1", "d-2", "d+2", sendo "d" a quarta-feira original, nesta ordem, até que se encontrasse a informação.

Se escolheu a quarta-feira como base da pesquisa para evitar possíveis distorções nos preços que pudessem vir a ocorrer em função da proximidade dos finais de semana, "feriadões" e "boatos" de quintas-feiras.

O procedimento realizado é descrito a seguir.

Para todas as debêntures da amostra, se fez um estudo em torno da data "D0" verificando-se a real possibilidade de conversão da debênture em ações sem prejuízo para o debenturista, em função do tempo de demora do processo de conversão face à volatilidade dos preços.

Apesar de suposição esperada ser $VM_t - PC_t > 0$, utilizou-se um critério mais abrangente tendo em vista a volatilidade do preço das ações e o fato de se trabalhar com uma observação mensal.

Iniciou-se o procedimento com $VM_t - kPC_t > 0$, sendo $k = 0,8$. A suposição esperada foi sendo gradualmente restrita por $k = 0,9$, $k = 1$ e $k = CM$, sendo CM o fator de correção monetária utilizado na Escritura de Emissão de cada debênture, calculado para o período compreendido entre o pedido de conversão e a efetiva conversão.

10.4. PROCEDIMENTOS SUPLEMENTARES

Verificou-se junto aos registros da BVSP quais as séries de debêntures dentre aquelas que atingiram $VM_t - k PC_t > 0$, sendo $k=1$, que efetivamente foram convertidas.

Buscou-se identificar quais as fórmulas de conversão que efetivamente serviriam para estimular a conversão das debêntures em ações.

Por último, para os eventos em que $VM_t - 0,8PC_t > 0$ verificou-se junto às empresas emitentes se houve a efetiva conversão e em que nível, trabalho realizado através de um questionário (Anexo A).

11. RESULTADOS

Das 86 séries testadas, 75 aceitaram a suposição esperada com $k = 0,8$ e 71 aceitaram com $k = 0,9$. Tanto considerando $k = 1$ como $k = CM$ o resultado foi o mesmo; 68 séries comportaram-se como o esperado.

Estes resultados foram inesperados. A crença comum dos profissionais do mercado de capitais com quem se manteve contato era de que as debêntures conversíveis em ações emitidas no Brasil raramente teriam condições de serem convertidas com vantagem financeira para os debenturistas.

O expressivo número de debêntures conversíveis emitidas no início da década de 80 se deve basicamente ao contingenciamento do crédito e às altas taxas dos juros bancários. Os anos de 1985 e 1986 mostraram-se atípicos pela grande quantidade de debêntures que puderam ser convertidas com vantagem financeira para o debenturista. As razões para este fato são a alta do mercado acionário em 1985 e o congelamento da correção monetária, que levou à não correção dos demonstrativos financeiros, gerando uma distorção entre o valor patrimonial das empresas e o valor de mercado de suas ações.

O Quadro 3 apresenta os resultados obtidos através do procedimento lógico-quantitativo sendo que cada coluna de dados é explicada a seguir:

- A. Número de séries que aceitam a suposição esperada com $k=0,8$;
- B. Número de séries que aceitam a suposição esperada com $k = 0,9$;
- C. Número de séries que aceitam a suposição esperada com $k = 1,0$;
- D. Número de séries que aceitam a suposição esperada com $k =$ correção monetária do período entre o pedido de conversão e a efetiva conversão;
- E. Percentual das séries que aceitam a suposição esperada com $k = 1,0$ em relação total de séries de debêntures estudadas, por ano de emissão;
- F. Quantidade de séries, por ano em que se verificou pela primeira vez a possibilidade teórica de conversão das debêntures com vantagem financeira para o debenturista.

QUADRO 3

RESULTADOS OBTIDOS

	A	B	C	D	E	F
ANO	k = 0,8	k = 0,9	k = 1,0	k = CM	%	Ano CT
1979	0	0	0	0	-	0
1980	1	1	1	1	100,00	1
1981	4	4	4	4	80,00	0
1982	8	7	7	7	87,50	0
1983	27	25	25	25	92,59	7
1984	7	7	6	6	60,00	7
1985	3	3	3	3	100,00	14
1986	0	0	0	0	-	18
1987	0	0	0	0	-	0
1988	6	6	6	6	100,00	4
1989	7	6	6	6	60,00	1
1990	4	4	3	3	50,00	4
1991	1	1	1	1	50,00	5
1992	7	7	6	6	75,00	4
1993	0	0	0	0	-	3
TOTAL	75	71	68	68	79,07	68

Como é possível notar, 79,07% da amostra apontam a suposição esperada como real, mesmo na situação mais restrita em que $k = CM$. É interessante observar que não há diferença entre os resultados obtidos entre $k = 0$ e $k = CM$. Os resultados obtidos apontam para a conclusão de que as debêntures conversíveis em ações no Brasil são conversíveis de fato, sob as condições impostas pela suposição esperada.

11.1. FÓRMULAS DE CONVERSÃO

Os parâmetros das fórmulas de conversão utilizadas estão apresentadas no Quadro 4. As fórmulas de conversão (FCs) podem ser agrupadas em seis grandes grupos, de acordo com o parâmetro em que se baseia sua FC, quais sejam, valor patrimonial da ação (VP), preço de emissão (PE), lucro por ação (LPA), preço médio de negociação (PM), valor nominal (VN) e valor fixo (VF).

As FCs baseadas no VP definem o preço de conversão da debênture como um múltiplo (ou fração) do valor patrimonial da ação em que a debênture pode ser convertida. Das 19 debêntures com conversão teórica com vantagem financeira para o debenturista (DCT) com apenas um parâmetro, 15 delas utilizaram o VP.

Um dos parâmetros que sem dúvida é um facilitador da conversão é aquele baseado no Preço de Emissão de ações (PE), que está presente em 36 das emissões estudadas. Pode-se pensar que as empresas que colocam esta possibilidade numa emissão de debêntures conversíveis têm, como objetivo último, realmente emitir ações. Por este parâmetro, que aparece em 36 das séries estudadas, se porventura a empresa viesse a emitir ações, o debenturista teria o direito de converter sua(s) debênture(s) em ações pelo preço de emissão das ações e não pelo preço de conversão calculado através das regras definidas na Escritura de Emissão. Isto se torna uma vantagem para o debenturista, no caso do preço de emissão ser menor que o preço de conversão.

De acordo com o parâmetro LPA, o preço de conversão será um múltiplo do LPA. Das 19 séries encontradas com este parâmetro, 18 tinham como outro parâmetro o VP e seria utilizado o que fosse "o maior", ou em outras palavras, o que fosse mais caro (menos vantajoso) para o debenturista.

O quarto parâmetro encontrado para a determinação do preço de conversão foi a média ponderada dos preços em que a ação foi negociada num determinado número de pregões de uma ou mais bolsas de valores predeterminadas. Desta forma, procura-se manter uma relação entre o preço de conversão em uma ação e o preço que o mercado determina para esta mesma ação. Este parâmetro foi utilizado em 17 séries.

O quinto parâmetro encontrado foi o Valor Nominal. Nestas emissões, o preço de conversão é igual ao valor nominal da ação, que é o quociente da divisão do Capital Social da empresa dividido pelo número de ações. Deve-se ressaltar que a última emissão em que se encontrou fórmula de conversão baseada no valor nominal foi em janeiro/84. Sem dúvida, a causa para cessar sua utilização foi a escalada inflacionária. O valor do capital social deixa de fazer sentido em períodos de inflação alta, sendo necessário que as reservas de correção monetária do capital sejam constantemente incorporadas ao capital, para que este faça algum sentido econômico. Como esta incorporação não ocorre mensalmente, existe uma defasagem no Valor Nominal no período decorrido entre as atualizações do Capital Social.

O sexto parâmetro é aquele que utiliza um valor fixo como o preço de conversão. Nos 18 casos estudados, o valor fixo sofria correção monetária. Foi possível verificar que o valor fixo era sempre igual ao Valor Patrimonial ou ao Valor Nominal da ação por ocasião da emissão da debênture.

A utilização de mais de um parâmetro serve, em geral, para dificultar a conversão, pois o parâmetro a ser utilizado será aquele que gerar o maior preço de conversão. A exceção ocorre quando a escritura de emissão permitir a conversão ao preço de emissão de uma eventual emissão de ações.

QUADRO 4

UTILIZAÇÃO DOS PARÂMETROS NAS FÓRMULAS DE CONVERSÃO

PARÂMETRO	VP	LPA	VN	PE	PM	VF
Total Debêntures	62	19	12	36	17	18
% do Total de Debêntures	72,1	22,1	14,0	41,9	25,0	20,9
DCT	54	16	11	35	15	10
DCT/Total	87,1	84,2	91,7	97,2	88,2	55,6

11.2. RESULTADOS DO QUESTIONÁRIO

Buscando entender os motivos que levam uma empresa a lançar debêntures conversíveis e quais os efeitos de uma emissão sobre a empresa, enviou-se o questionário para 60 empresas, representando 75 emissões.

Recebeu-se o retorno de 26 empresas, representando 31 emissões, através de um contato telefônico e 25 cartas.

O contato telefônico foi de iniciativa do diretor financeiro de uma das empresas contatadas. Este se desculpava pela impossibilidade de responder ao questionário pelo fato de sua companhia se encontrar em processo de liquidação e não ter pessoal disponível para a pesquisa dos dados necessários. Uma outra empresa respondeu que havia encerrado suas atividades e devolveu o questionário em branco.

Estranhamente, três empresas responderam em cartas assinadas por seus diretores financeiros ou de relações com o mercado, que tão somente haviam emitido debêntures simples, quando já se havia feito o estudo com as debêntures que estes diretores declararam inexistentes.

Portanto, recebeu-se 21 questionários, representando 27 emissões com respostas válidas para nosso estudo, cujas respostas são apresentadas a seguir. Considerou-se satisfatório o nível de resposta ao questionário, que representou um total de 35,0% das cartas enviadas, representando 36,0% do total de emissões que o presente questionário pretendia atingir. Cabe ressaltar que as questões não apresentam um total de 21 respostas, porque nem todas as empresas responderam o questionário integralmente.

1. Qual o tipo de ações em que as debêntures seriam convertidas?

	Frequência	%
Ordinárias	1	5,9
Preferenciais	6	35,3
Ord + Pref	10	58,8
TOTAL	17	100,0

2. Se a resposta anterior for múltipla, qual a proporção entre os tipos?

	Frequência	%
Ord (1/3) Pref (2/3)	7	77,8
Ord (5/6) Pref (1/6)	1	11,1
Ord (1/2) Pref (1/2)	1	11,1
TOTAL	9	100,0

3. Após a emissão de debêntures conversíveis, houve mudança no controle da empresa? Em caso positivo, os novos controladores detinham debêntures conversíveis?

	Frequência	%
Sim	0	0,0
Não	19	100,0
TOTAL	19	100,0

4. Como era a relação entre capital próprio e capital de terceiros(dívida) em termos percentuais antes da emissão de debêntures? Atualmente?

- . Média de capitais próprios anterior à emissão: 49,43%
- . Desvio-padrão: $\pm 14,24$ pontos percentuais
- . Média de capitais próprios atualmente: 58,88 %
- . Desvio-padrão: $\pm 25,03$ pontos percentuais

Do total de 21 empresas, 12 diminuíram a participação de capital de terceiros em relação ao capital próprio, 6 aumentaram a participação e 3 não informaram.

5. Os controladores da empresa são os principais administradores?

	Frequência	%
Sim	19	100,0
Não	0	0,0
TOTAL	19	100,0

6. Houve tentativa de aquisição da empresa ou de fusão com outra após a emissão de debêntures conversíveis? Detalhar:

	Frequência	%
Sim	1	5,6
Não	17	94,4
TOTAL	18	100,0

Observação: no único caso respondido como positivo, 2/3 das ações da empresa controladora da empresa emissora de DCA foram objeto de uma opção de compra por outra empresa. O prazo de exercício já expirou e não se obteve a informação do exercício ou não desta opção.

7. Quais eram os objetivos no lançamento de debêntures conversíveis? Estes objetivos foram atingidos (múltipla escolha)?

	Frequência	%
Capital de Giro	8	26,7
Alongar Endividamento	10	33,3
Captação de Recursos em Geral	5	16,7
Diminuir Custo Financeiro	2	6,7
Recursos para Investimentos	3	10,0
Aumentar Capitais Próprios	1	3,3
Desenvolvimento Tecnológico	1	3,3
TOTAL	30	100,0

9. A empresa pretende continuar utilizando-se de debêntures conversíveis para a captação de recursos no futuro? Por quê?

	Frequência	%
Sim	9	50,0
Não	3	16,7
Não no Momento	6	33,3
TOTAL	18	100,0

UFRGS
Escola de Administração - Biblioteca

As respostas obtidas para as questões 8, 10 e 11 se constituíram em críticas, observações e sugestões ao lançamento de debêntures conversíveis e ao instrumento em si. Os pontos abordados são listados a seguir:

- necessidade de adequar o instrumento a períodos de inflação alta, através da utilização de índices de correção monetária realistas;
- necessidade de desburocratizar o processo de emissão, com a conseqüente diminuição dos custos de emissão;
- necessidade de pulverizar as emissões, aumentando a base de debenturistas. Para as empresas, quanto maior o número de debenturistas, mais fácil o processo de repactuação, pois os debenturistas perdem poder de negociação frente à empresa emissora.

As empresas sugerem o alongamento dos prazos de repactuação, permitindo desta forma um melhor planejamento financeiro de longo prazo.

Por último, as empresas relatam a incondicional necessidade da utilização dos agentes financeiros para uma eficiente colocação de debêntures.

Acredita-se que os objetivos do questionário foram alcançados, pois houve um alto percentual de respostas por parte das empresas.

Através das respostas obtidas pelos questionários enviados às empresas, nota-se que predomina o perfil de empresas cujos controladores são os principais acionistas, ou seja, é reflexo da economia brasileira

como um todo, em que as empresas ainda possuem um padrão familiar, em que na maior parte das vezes o administrador/controlador é o fundador da empresa ou seu herdeiro.

Não parece ter havido grandes mudanças nas empresas em função da emissão de debêntures conversíveis em ações, tanto no que tange ao controle como em sua estrutura de capitais, seguindo o padrão das demais empresas ao longo dos anos.

Apesar das debêntures serem consideradas como instrumentos de captação de longo prazo, poucas foram as empresas que manifestaram seu uso como uma forma de captar recursos para investimentos e desenvolvimento tecnológico de longo prazo. Isto pode ser reflexo da característica da repactuação. Desta forma, os controladores percebem a debênture (com repactuação) como um instrumento de captação de recursos de curto prazo (potencialmente de longo prazo), sendo as empresas sujeitas a fortes pressões nas repactuações, em função de existir a concentração das debêntures em poucos e fortes investidores (geralmente instituições financeiras e investidores institucionais).

Chama atenção ainda o pequeno número de empresas que lançaram debêntures com o objetivo de emitir ações no futuro. As empresas que enviaram respostas ao questionário tiveram suas emissões concentradas entre 1982 e 1987 e grande parte destas emissões tinha como objetivo captar recursos para capital de giro. Estes dados reforçam a idéia que as emissões de debêntures conversíveis, na década de 80, visavam primeiramente a diminuição do custo de captação de recursos de terceiros sob a forma de dívida. Então, torna-se possível compreender a emissão de debêntures conversíveis com fórmulas de conversão desfavoráveis aos debenturistas.

12. CONCLUSÕES

Os dados levantados junto a instituições financeiras e a profissionais atuantes no mercado de debêntures, aliado ao estudo das escrituras de emissão, sugerem que o período estudado pode ser dividido em dois grandes segmentos. O primeiro segmento é caracterizado pelo contingenciamento de crédito e altas taxas de juros, e o segundo segmento deste período se caracteriza pela vontade das empresas de aumentarem seu capital através da emissão de ações.

Durante o período compreendido entre 1980 e 1982, verificou-se um expressivo número de emissões de debêntures conversíveis em ações no mercado brasileiro. A emissão de debêntures conversíveis possuía como objetivo diminuir o custo dos recursos tomados, utilizando-se de um instrumento financeiro que tivesse um amplo mercado para colocação. Há que se lembrar a importância de alguns investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, que devem por lei aplicar parte de seus recursos em ações ou em títulos equivalentes (debêntures conversíveis). Estes investidores formaram um mercado adequado para a colocação de debêntures conversíveis, pois ao mesmo tempo em que cumpriam a lei, não necessitavam comprar ações, mantendo em carteira títulos de renda fixa. Assim, existe a crença entre os profissionais do ramo de que estas emissões nada mais eram do que emissões de debêntures simples "travestidas" de conversíveis.

As fórmulas de conversão eram baseadas em índices calculados sobre o valor patrimonial das ações. Houve casos em que o preço de conversão era equivalente a duas vezes o valor patrimonial das ações (Zivi - 1984, Vibasa - 1989), enquanto os preços negociados em bolsa estavam muito abaixo do valor patrimonial. Estas debêntures, na realidade, não permitiriam a conversão com vantagem financeira para o debenturista, e no entanto, possuíam taxas de remuneração compatíveis com debêntures realmente conversíveis. Sua eventual possibilidade de conversão acabou surgindo em função da alta volatilidade do mercado acionário brasileiro e em função de desajustes causados por planos econômicos, como já citado acima.

Observando-se a coluna "E" do Quadro 3, que apresenta o percentual de séries que se comportam de acordo com a suposição esperada com $k=1.0$ em relação total de séries de debêntures estudadas, por ano de emissão, encontra-se um dado significativo do comportamento das debêntures em relação à situação do mercado acionário. Em 1985, um grande número de séries da amostra (14) atinge a possibilidade teórica de conversão com vantagem financeira para o debenturista. Este fato se deve ao movimento de alta do mercado acionário durante este ano, quando o IBOVESPA subiu 52,46% acima do IGP-M.

Já em 1986, ocorre um novo fenômeno. Há o Plano Cruzado e começa, a partir de então, uma série de interferências governamentais com o advento de planos posteriores. Este plano congela a correção monetária e, por conseguinte, o patrimônio das empresas sofre os reflexos desta não correção. Grande parte das fórmulas de conversão estudada se baseia no valor patrimonial das ações e, desta forma, o período pós-Plano Cruzado permitiria a conversão de 18 séries de debêntures conversíveis no ano de 1986.

A partir de 1991, surge um novo cenário que reflete a evolução do mercado financeiro nacional. Novamente, as ações estão sendo negociadas com preço bastante abaixo dos valores patrimoniais e as empresas buscam novos aportes de capital. As debêntures conversíveis em ações são "redescobertas", porém com um objetivo distinto do ocorrido no início dos anos 80. O objetivo das empresas tende a ser na sua maior parte a emissão de ações para aumentar o capital próprio e a utilização das debêntures conversíveis em ações vem a ser o caminho para atingir este objetivo.

As fórmulas de conversão atualmente utilizadas tendem a levar à conversão em ações diferentemente do que ocorria na década de 80. As escrituras de emissão, ao longo do período estudado, mostram uma tendência de simplificação das fórmulas de conversão, diminuindo o número de condicionantes que levavam ao aumento do preço de conversão das debêntures. Seria temerário definir qual a fórmula de conversão mais indicada para o mercado brasileiro. O estudo indica que fórmulas baseadas no valor patrimonial apresentam anomalias em função de distorções contábeis. Acredita-se que fórmulas de conversão que atentem para o potencial de lucro de uma empresa possam ser mais indicadas, pois este potencial de lucros indicará o real valor desta empresa.

Pode-se considerar que os objetivos deste trabalho foram atingidos. Foi possível verificar um alto nível de conversibilidade teórica com vantagem financeira para o debenturista. Esta verificação foi reforçada por dados obtidos na BVSP que demonstram um grande número de conversões efetivamente realizadas por debenturistas detentores de debêntures que foram alvo deste estudo. Foi possível encontrar 40 séries dentre as 68 que apresentaram a possibilidade de conversão com vantagem financeira para o debenturista, efetivamente convertidas (58,9 %). Adicionalmente, os "Demonstrativos de Conversão de Debêntures" enviados às empresas e que foram respondidos demonstram o mesmo resultado. Conseguiu-se também encontrar 6 parâmetros comuns à formação de fórmulas de conversão.

Com base nos questionários, não foi possível encontrar fatores outros que gerassem a conversão de debêntures em ações que não a relação entre o preço das ações e o preço de conversão das debêntures.

As respostas obtidas no questionário em conjunto com os resultados do procedimento realizado levam a uma idéia final a respeito das debêntures conversíveis em ações no Brasil. Foram poucas as emissões de debêntures conversíveis com o intuito primordial de emitir ações. Isto denota um desvio do uso de instrumentos financeiros no mercado brasileiro devido ao excesso de regulamentação do mercado de capitais e à instabilidade das condições econômicas. No entanto, pela ótica das empresas emissoras, a utilização das debêntures conversíveis foi correta, por permitir uma redução no seu custo de capital. É possível questionar se na ausência de planos econômicos, haveria a mesma quantidade de conversões encontradas neste estudo.

Como recomendação para a continuidade da pesquisa nesta área, sugere-se estudos sobre o perfil do investidor em debêntures conversíveis, buscando assim definir seus interesses e motivações para investir neste instrumento financeiro.

Outro ponto relevante é verificar de que forma as debêntures conversíveis no Brasil podem ser objeto de interesse dos investidores estrangeiros, verificando-se a adaptação das empresas, do mercado de capitais e da legislação pertinente ao assunto aos objetivos e características destes investidores.

Como terceiro ponto para um estudo complementar, sugere-se verificar a relação entre a conversibilidade e a precificação das debêntures.

Finalmente, recomenda-se o estudo de possíveis relações entre as diferentes fórmulas de conversão e a emissão de ações, buscando verificar a ocorrência de emissões de ações com determinado padrão de fórmula de conversão.

ANEXO A

Material Enviado para Empresas

Empresa: _____

A/C Diretor de Relações com Mercado.

Porto Alegre, __ de _____ de 1993.

Prezado Senhor.

Este questionário que estou lhe enviando faz parte de uma pesquisa realizada com o intuito de concluir minha dissertação de mestrado no curso de Finanças do Programa de Pós-Graduação em Administração - UFRGS, orientada pelos professores Jairo Laser Procianoy e João Luiz Becker. A dissertação, denominada, "Debêntures Conversíveis em Ações no Brasil: São Conversíveis de Fato?", tem como objetivo estudar as debêntures conversíveis em ações no mercado brasileiro, suas fórmulas de conversões e a efetiva conversibilidade destas debêntures.

Tendo em vista a extrema dificuldade encontrada para se arregimentar os dados necessários com relação aos níveis de efetiva conversão ocorrida, não obstante estes sejam informação pública, decidi recorrer diretamente às empresas emitentes de debêntures conversíveis. Além destas informações busco outras de caráter qualitativo, como é possível constatar no questionário, visando esclarecer uma série de questões a respeito do lançamento de debêntures conversíveis no mercado brasileiro.

Desejo ressaltar a importância de sua contribuição para a elaboração deste estudo, que em última instância incrementará o entendimento do mercado de debêntures em nosso país.

Em contrapartida, garanto que ao término do estudo enviarei as conclusões obtidas para as empresas que contribuíram com dados

Desta forma, solicito a gentileza de preencher o questionário anexo.

Grato por sua atenção,

Eduardo Veisman.

QUESTIONÁRIO

1. Qual o tipo de ações em que as debêntures seriam convertidas?

() ordinárias () preferenciais () _____

2. Se a resposta anterior for múltipla, qual a proporção entre os tipos?

Preferencial _____%

Ordinária _____%

_____ _____%

3. Após a emissão de debêntures conversíveis houve mudança no controle da empresa?

() sim () não

3.1. Em caso positivo, os novos controladores detinham debêntures conversíveis?

() sim () não

4. Como era a relação entre capital próprio e capital de terceiros(dívida) em termos percentuais

4.1. antes da emissão de debêntures?

4.2. atualmente?

5. Os controladores da empresa são os principais administradores?

() sim () não

6. Houve tentativa de aquisição da empresa ou de fusão com outra após a emissão de debêntures conversíveis? Detalhar:

7. Quais eram os objetivos no lançamento de debêntures conversíveis? Estes objetivos foram atingidos?

8. A empresa possui alguma(s) crítica(s) em relação à(s) emissão(ões) realizadas? Quais?

9. A empresa pretende continuar utilizando-se de debêntures conversíveis para a captação de recursos no futuro? Por que?

10. Caso a resposta anterior tenha sido positiva quais as mudanças que ocorreriam em relação à emissão anterior? Por que?

11. O espaço abaixo está reservado para comentários e observações que se deseje fazer:

ANEXO B

Emissões Estudadas

	EMPRESA	Data de Emissão	Data de Vencimento
01)	Adubos Trevo	01/08/81	01/08/88
02)	Aquatec Química	02/05/90	02/05/95
03)	Belgo-Mineira	31/10/83	31/10/91
04)	Bicicletas Caloi	30/06/84	28/02/90
05)	Borella	31/01/84	28/02/89
06)	Casa Anglo Brasileira - Mappin	01/09/89	01/09/97
07)	Casa Anglo Brasileira - Mappin	01/08/92	01/08/95
08)	Casa Anglo Brasileira - Mappin	01/08/92	01/08/95
09)	Ceval Agro Industrial	01/11/82	31/03/89
10)	Ceval Agro Industrial	01/06/89	01/02/95
11)	Chapecó (Avícola) Alimentos	01/11/89	01/11/94
12)	Cia Hering	31/08/85	31/08/93
13)	Cia Hering	01/12/89	01/12/94
14)	Cia Iochpe de Participações	30/06/83	30/06/90
15)	CICA	10/08/82	09/08/87
16)	Cimepar	01/05/82	01/05/88
17)	Copene	01/02/83	01/02/93
18)	Copene	01/07/90	Indet
19)	Cosigua	01/06/82	01/06/90
20)	Cosigua	31/05/83	28/02/94
21)	Cruzeiro do Sul	31/10/83	30/11/88
22)	Duratex	30/11/84	31/05/95
23)	Edisa	29/02/84	30/09/89
24)	Eletrobras	01/06/89	01/09/94
25)	Eluma	01/05/80	30/06/87
26)	Engemix	31/08/83	31/08/87
27)	Engevix	31/08/83	31/08/87
28)	Eucatex	31/07/83	30/04/89
29)	Farol	31/01/84	31/01/90
30)	Ferro-Ligas	20/07/82	20/07/88
31)	Ficap/Marvin	01/06/88	01/06/03
32)	Fras-le	31/07/83	31/01/90
33)	Gradiente	30/09/83	30/09/88
34)	Imcosul	30/09/83	30/09/93
35)	Inbrac	30/06/83	30/09/88
36)	Inds Klabin Celulose	28/02/83	28/02/91
37)	Inds Luchsinger Madorin	01/08/81	01/08/87
38)	Inds Luchsinger Madorin	01/07/82	01/07/90
39)	Inds Villares	30/12/83	28/02/89
40)	Inds Villares	20/06/89	01/06/95
41)	Inds. Romi	01/05/92	01/05/95
42)	Inds. Romi	01/05/92	01/05/95
43)	Inds. Romi	01/05/92	01/05/95

44)	Iochpe-Maxion	01/09/92	01/09/97
45)	JH Santos	31/03/83	31/03/87
46)	Josapar	01/07/90	01/07/00
47)	Kepler Weber	30/04/84	30/04/89
48)	Lojas Renner	30/04/83	30/04/90
49)	Manah	31/01/84	31/01/91
50)	Mangels Indl	30/09/83	30/09/88
51)	Marcopolo	01/07/88	01/07/03
52)	Marisol Ind do Vestuário	31/03/83	31/05/89
53)	Mendes Júnior	31/03/83	31/03/91
54)	Minupar	10/12/91	10/06/02
55)	Moto Peças Transmissões	01/06/89	01/06/99
56)	Nordon Indústrias Metalúrgicas	31/10/83	31/10/90
57)	Nordon Indústrias Metalúrgicas	01/10/90	01/10/97
58)	Olvebra Ind e Com	31/10/83	31/10/91
59)	Papel Simão	01/11/89	01/11/97
60)	Perdigão Alimentos	31/10/83	31/10/88
61)	Perdigão Com e Ind	28/02/85	28/02/87
62)	Pêrsico Pizzamiglio	30/11/83	30/11/88
63)	Premesa	01/03/83	01/03/89
64)	Randon	20/06/81	20/12/83
65)	Refripar	01/06/92	01/06/95
66)	Refripar	01/06/92	01/06/95
67)	Samitri	31/08/83	31/08/88
68)	Sansuy Ind de Plásticos	01/03/88	01/03/93
69)	Scopus Tecnologia	30/06/85	31/07/95
70)	Sharp	31/10/83	31/10/90
71)	Sharp	30/06/88	30/06/93
72)	Sharp	01/07/90	01/07/95
73)	Siderúrgica Açonorte	01/11/82	02/05/93
74)	Sifco	01/06/88	01/06/92
75)	Springer Refrigeração	15/12/81	15/12/87
76)	Teba - Inds. Têxteis Barbero	31/10/84	31/10/94
77)	Teba - Inds. Têxteis Barbero	01/11/89	01/11/90
78)	Telebrás	01/10/88	01/09/99
79)	Trombini	01/11/91	01/11/96
80)	Trombini	29/02/84	28/02/94
81)	Vale do Rio Doce	01/11/81	01/11/87
82)	Vale do Rio Doce	01/08/82	01/08/92
83)	Vale do Rio Doce	30/04/83	30/04/93
84)	Vibasa	20/06/89	01/06/95
85)	Weg	01/07/90	01/07/95
86)	Zivi Cutelaria	30/09/84	30/09/89

BIBLIOGRAFIA

- ACHARYA, Sankarshan; HANDA, Puneet. *Early calls of Convertible Debt: Theory and Empirical Evidence*. New York University, 1991, *working paper*.
- BLAKE, David; PRADHAN, Mahmood. Debt-Equity Swaps as Bond Conversions: Implications for Pricing. *The Journal of Banking and Finance*. Holanda, v. XV, feb. 1991, pp. 29-41.
- BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, 3ª ed. 1988.
- BRENNAN, Michael J; SCHWARTZ, Eduardo. Convertible Bonds Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion. *The Journal of Finance*. V. XXXII, n. 5, dec. 1977, pp. 1699-1715.
- _____; _____. The Case for Convertibles. *The Revolution in Corporate Finance*. Joel M. Stern; Donald H. Chew, Jr. 2ª ed, 1992, pp.231-239.
- BRIGHAM, Eugene F. An Analysis of Convertible Debentures. Theory and Some Empirical Evidence. *The Journal of Finance*. V. XXI, n. 1, mar. 1966, pp. 35-54.
- BROWN, Stephen J.; WARNER, Jerold B. Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*. North-Holland, v.. VIII, n.. 3, sept. 1980.
- BUIATTI, Walter. Debentures Conversíveis - Preços de Conversão e seus Reflexos a Acionistas e Debenturistas. *Cadernos de Economia*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada- IPEA, jun. 1991, n. 5.
- CHEW, Donald H; SMITHSON, Charles. The Uses of Hybrid Debt in Managing Corporate Risk. *The Revolution in Corporate Finance*. Joel M. Stern; Donald H. Chew, Jr. 2ª ed., 1992, pp. 294-306.
- CHIESA, Dirceu A. *O Mercado Financeiro*. Porto Alegre, Sulina, 2ª ed., 1980.
- FRANCIS, Jack Clark. *Investments - Analysis and Management*. 3rd ed. New York, McGraw-Hill, 1990.
- GAZETA MERCANTIL, São Paulo, 29 maio 1993.
- HARRIS, Milton; RAVIV, Arthur. A Sequential Signalling Model of Convertible Debt Call Policy. *The Journal of Finance*. V. XL, 1985, n. 5, pp. 1263-1282.
- HOFFMEISTER, J. Ronald. Use of Convertible Debt in the Early 1970s: A Reevaluation of Corporate Motives. *Quarterly Review of Economics and Business*. V. VXII, n. 2, pp. 23-31.
- INGERSOLL, Jonathan. An Examination of Corporate Call Policies on Convertible Securities. *The Journal of Finance*, V. XXXII, may. 1977, n. 2, pp. 463-478.
- _____. A Contingent-Claims Valuation of Convertible Securities. *Journal of Financial Economics*. N. 1, 1987, pp. 289-322.

- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. V. III, 1976, pp. 305-360.
- LEVY, Haim; SARNAT, Marshall. *Principles of Financial Management*. New York, Prentice Hall, 1988.
- MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. *Administração Financeira: as Finanças das Empresas sob Condições Inflacionárias*. São Paulo, Atlas, 1ª ed. 1986
- MERTON, Robert C. On The Pricing of Corporate Debt: the Risk Structure of Interest Rates. *The Journal of Finance*. V. XXIX, may 1974, n. 2, pp. 449-470.
- MISHIMA, Margarida Y.; FRANCO, Patricia S.; TAVARES, Rosana. Reais Possibilidades de Conversão de Debêntures em Ações. *Anais do VI Congresso da ABAMEC*. Salvador, 1982.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. V. XLVIII, june 1958, n. 3, pp. 261-297.
- MORAES, Jorge Eduardo Martins. *O Efeito de um Plano de Reestruturação Financeira via Debêntures Conversíveis no Comportamento das Ações Preferenciais da Empresa - o Caso Ceval*. Rio de Janeiro, mar. 1993. Tese de mestrado - COPPEAD, UFRJ.
- PROCIANOY, Jairo Laser. *Instrumentos Inovadores na Captação de Recursos: as Ações Preferenciais Resgatáveis*. Porto Alegre, 1991. Dissertação de mestrado - PPGA, UFRGS.
- ROCHA, Fábio Sotelino da. *Determinação dos Prêmios de Debêntures Conversíveis e de suas Opções de Compra: o Caso Ceval*. Rio de Janeiro, fev. 1993. Tese de mestrado - COPPEAD, UFRJ.
- RIOLI, Vladimir Antonio; PURCHIO, Sandra Falcone. Conceito Geral da Emissão de Debêntures. *V Seminário sobre Debêntures*. São Paulo, ABAMEC-SP, nov. 1990.
- SANTOS, Durval José Soledade. As Debêntures como Opção de Captação de Recursos. *Rumos do Desenvolvimento*. Associação Brasileira de Bancos de Desenvolvimento, n. 29, mai./jun. 1981, pp. 17-20.
- SEMINÁRIO "DEBÊNTURES E SUA IMPORTÂNCIA NO MERCADO BRASILEIRO" (III). São Paulo, ABAMEC, 2ª ed., 1982.
- SHARPE, William; ALEXANDER, Gordon *Investments*. New Jersey, Prentice Hall, 4ª ed. 1990.
- SHYAM-SUNDER, Lakshmi; MYERS, Stewart C. *Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure*. Nov. 1992. MIT Sloan School of Management. Cambridge, MA, working paper.
- STEVENSON, Richard A. Deep-Discount Convertible Bonds: an Analysis. *The Journal of Portfolio Management*. Summer, 1982, pp. 57-64.
- TAXAS DE JUROS NO BRASIL. Revista Cenários. Análise Ed. Ltda, 2ª ed. fev. 1984.

VAN HORNE, James C. *Fundamentos de Administração Financeira*. Rio de Janeiro, Prentice Hall do Brasil, 5ª ed. 1984.

WESTON, Fred; COPELAND, Thomas E. *Managerial Finance*. New York, The Dryden Press, 8ª ed. 1986.