

## Área temática: Finanças

### **DESTINOS DAS CAPTAÇÕES DE RECURSOS POR DEBÊNTURES: UM ESTUDO COM EMPRESAS BRASILEIRAS (1996 – 2006)**

#### **AUTORES**

#### **CÉSAR VALENTIM DE OLIVEIRA CARVALHO JUNIOR**

Universidade Salvador - UNIFACS/ Universidade Federal da Bahia - UFBA  
cesarjvalentim@terra.com.br

#### **ADRIANO LEAL BRUNI**

Universidade Salvador  
albruni@infiniweb.com.br

#### **VANESSA DUARTE BOMFIM DA SILVA**

UNIFACS - UNIVERSIDADE SALVADOR  
VANESSA.DUARTE@FLUXOSOLUTIONS.COM.BR

#### **LUIS FÁBIO DUARTE BOMFIM DA SILVA**

UNIFACS - UNIVERSIDADE SALVADOR  
LFDBS@HOTMAIL.COM

#### **ANDERSON BONFIM OLIVEIRA DA SILVA**

UNIFACS - UNIVERSIDADE SALVADOR  
ABOSF@HOTMAIL.COM

#### **RESUMO**

O objetivo desse artigo consiste na investigação das destinações dadas às captações de recursos através de emissões de debêntures. Os dados foram obtidos através do banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no período de jan. 1996 a set. 2006. Do número de registros apurados junto à CVM, 79,63% correspondem a instituições não financeiras, contra 20,37% de instituições financeiras. Quando analisado em volume de reais, o percentual fica mais equilibrado. As instituições não financeiras captaram R\$90.884.330.962,00 (52,86%), contra R\$81.064.557.618,00 (47,14) das instituições financeiras. Os resultados obtidos indicam que as instituições não financeiras captam recursos através de debêntures, destinando-os para o alongamento do perfil de endividamento. Já as instituições financeiras destacam estes recursos para o capital de giro.

**Palavras – chave:** Aplicação de recursos; Debêntures; Gestão financeira.

#### **ABSTRACT**

The present study has as objective the verification of the destinations given to the receptions of resources through emissions of debentures. The data were obtained in CVM's database from 1996 to 2006. Thus, 79,63% of registrations in CVM correspond to non-financial companies, against 20,37% of financial companies. When analyzed in volume of currency (Real-R\$), the percentile is more balanced. The non-financial companies captured R\$90.884.330.962,00 (52,86%), against R\$81.064.557.618,00 (47,14) of the financial institutions. The obtained results indicate that the non-financial companies capture resources through debentures, destining them for the prolongation of the debt profile, different from financial companies that capture resources for working capital.

Key - words: Application of resources; Debentures; Financial management.

## 1. INTRODUÇÃO

A emissão de debêntures figura como uma das principais fontes de captação de recursos das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores, conforme dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ressaltando o fato de que a definição da estratégia de composição da estrutura de capital da empresa é de suma importância para a sua perpetuação, haja vista que quanto maior for a participação de capital de terceiros na organização, maior será a sua exigibilidade de retorno, pois precisará remunerar o capital de terceiros antes de remunerar o capital dos acionistas.

Nos dados coletados junto à CVM, observa-se a superação de emissão das debêntures primárias (78,43%) em relação às emissões de ações (21,57%). Direcionando essa abordagem para o volume em reais, encontra-se 80% para emissões de debêntures, contra apenas 20% de emissões de ações, caracterizando uma certa opção das empresas por estruturar-se financeiramente através de capitais de terceiros. Tendência que se dá por diversos aspectos observados e relatados nesse estudo, onde o objetivo principal destacado foi a maximização do lucro dos acionistas.

Assim, após observar a tendência que as empresas brasileiras apresentam em captar recursos através da emissão de debêntures, conforme dados da CVM. Esse estudo busca elucidar as seguintes questões propostas: qual o motivo que leva essas empresas a aumentarem o seu grau de endividamento através dessas captações? Qual a estratégia que justifica tais operações? Qual o histórico das destinações do volume de capital captado através da emissão de debêntures?

Então, diante do contexto apresentado e do problema desta pesquisa, o objetivo principal dessa investigação empírica é mapear as aplicações dos recursos captados através das emissões de debêntures no Brasil, no período de jan/1996 a set/2006, além de estudar as estratégias das empresas quando decidem aumentar o seu grau de endividamento para estruturar-se financeiramente.

O presente estudo está dividido nos seguintes capítulos: Introdução, Fundamentação teórica, Metodologia da pesquisa, Análise de dados e Considerações finais. Na primeira parte, apresenta-se o contexto da elaboração do trabalho, levantando o problema e o objetivo central do mesmo. Na segunda parte, fundamentação teórica, aborda-se o cenário das decisões financeiras nas empresas, estudando os principais métodos de avaliação econômica de investimentos que demonstram ao investidor dados para a tomada de decisão sobre a viabilidade do negócio, sobre as fontes mais atrativas de recursos e sobre as alternativas mais rentáveis de estrutura de capitais.

Na terceira e quarta parte, metodologia da pesquisa e análise de dados, mostram-se os dados coletados para a elaboração do estudo, estes obtidos diretamente no site da CVM. A amostra analisada no período (1996 a 2006) foi segregada em empresas financeiras e não-financeiras, haja por conta das características específicas dos dois grupos.

Entre os dados quantitativos, esta o número de emissões de debêntures e o volume de moeda em reais, encontrados nos registros pesquisados. Não foram obtidas justificativas plausíveis para a falta de registros de destinações das emissões de debêntures em 48,27% dos casos da amostra analisada.

Devido ao alto percentual de emissões de debêntures sem informação de destinação (48,27%) não pôde ser definido que os percentuais acima são absolutos. No entanto, os estudos de Sanvincente (2001), Lucchesi e Famá (2005), Moraes e Rhoden (2005) e Junqueira, Bertucci e Bressan (2005), apontam os investimentos como principal destinação do endividamento das empresas brasileiras em dados coletados entre 1995 e 2003.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1. DECISÕES DE FINANCIAMENTO COM DEBÊNTURES**

De acordo com Bodie e Merton (1999, p. 420-421), a decisão de captar recursos no curto ou no longo prazo depende tão-somente da real necessidade da empresa. Quando a empresa necessita de investimentos em máquinas, equipamentos, instalações e construções, é natural à procura por capitais de longo prazo, que além de taxas de juros menores, ainda permite outras vantagens como a carência e uma programação de amortização que possibilita a empresa gerar recursos com o bem adquirido (no primeiro momento) para arcar com as suas obrigações financeiras (no segundo momento).

Para Damodaran (2002, p. 239), o principal benefício da utilização de capital de terceiros é a possibilidade de dedução das despesas financeiras do resultado, diminuindo assim a base de cálculo do imposto de renda. Comparativamente, os dividendos pagos por ações (o lucro propriamente dito do capital próprio) são apurados depois do imposto de renda.

Outros autores, no entanto, mostram uma tendência diferente à preferência por capital de terceiros. Segundo eles o capital de terceiros só é vantagem em economias inflacionárias. Em economias onde os preços caem, países com deflação, o capital de terceiro onera muito as operações das empresas, o que determina uma demanda maior pelo capital próprio (GITMAN e MADURA, 2003, p. 323).

Os autores Zvi Bodie e Robert Merton compartilham da idéia de Damodaran, citado acima, sem, no entanto, considerar economias deflacionárias como exceção, como o faz Gitman e Madura, no parágrafo anterior (BODIE e MERTON, 1999, p. 420-421).

As empresas de capital aberto, quando precisa de recursos, uma das alternativas é a emissão de debêntures, que são títulos onde adquirentes tornam-se credores da empresa recebendo juros pelo “empréstimo”. O investidor compra os títulos emitidos que representa uma parte do total da dívida contraída pela empresa. Esses títulos existem um valor, condições de remuneração, prazo e garantias estabelecidas pela companhia. No final do prazo os investidores recebem o valor pago pelo título (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 2).

Segundo o Guia de Debêntures da Bovespa são títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos por Sociedades Anônimas, concedendo um direito de crédito ao investidor. A origem das debêntures vem da época do Império. Essa é a forma mais antiga, utilizada no Brasil, para captação de recursos por meio de títulos (GUIA de debêntures - Bovespa, 2006, p. 7).

Di Agustini (1999, p. 95) define a subscrição de debêntures como títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas para captação de recursos de médio e longo prazo, com a finalidade de investimento, reestruturação financeira e financiamento de capital de giro.

As principais vantagens oferecidas pelas debêntures são: (a) Proporcionar a captação de grandes volumes de capital; e (b) Custo mais baixo que os demais financiamentos de capital, obtidos junto aos bancos de investimentos (VANTAGENS, Riscos e Limitações. 2006, p. 1).

#### **2.1.2. AGENTES FIDUCIÁRIOS**

Pode-se considerar agentes fiduciários pessoas física ou jurídica ou um departamento de crédito de um banco. São os representantes dos debenturistas, protegendo seus direitos junto à emissora. É uma figura obrigatória nas emissões públicas e no caso das privadas, somente se existirem fundos de amortização (BRUNI, 1995, p. 120).

Os agentes fiduciários que representam os interesses dos debenturistas junto à sociedade corretora são figuras importantes na emissão pública e somente poderá ser realizada

através do sistema de distribuição do mercado financeiro, isto é, com a intermediação dos bancos de investimento e sociedades corretoras e distribuidoras (EMISSÃO de debêntures, 2006, p.1).

### 2.1.3. NEGOCIAÇÃO DAS DEBÊNTURES

As debêntures podem ser negociadas em bolsas de valores e em mercado de balcão onde são comumente negociadas (Banco de investimento, Bancos múltiplos, Carteira de investimento, Sociedade corretoras, Sociedade distribuidoras e Agentes autônomos) Somente as empresas com Sociedade por Ação registrada na CVM pode emitir debêntures para vender ao público. A emissão desses títulos pode ser efetuada e seu valor nominal definido na escritura em moeda corrente nacional. As debêntures podem ser subscritas com deságio em relação ao valor nominal estipulado pela assembléia geral. A data de vencimento vem estipulada no título, porém uma S.A. pode emitir sem data de vencimento, conhecida como debênture perpétua cujo vencimento ocorre em casos de não possibilidade do pagamento de juros, dissolução da empresa ou uma outra condição estabelecida na escritura da emissão. A amortização pode ocorrer se estiver estabelecida na escritura de emissão, ou seja, o título pode ter sua amortização principal efetuada na data de vencimento ou realizada em várias parcelas ao longo do prazo de duração. Os juros incidem no valor nominal atualizado. Uma emissão de várias séries, com datas de vencimento distintas pode ser considerada uma forma de amortização de debêntures (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 2).

A sociedade emissora deverá obedecer às normas para poder emitir os títulos. Deve-se obter um registro na CVM, encaminhando o pedido de registro de companhia aberta e de emissão de debêntures. Atribui-se a função de Relações com o Mercado a um dos diretores da empresa pelo Estatuto Social ou Conselho de Administração. A CVM poderá examinar situações de dispensa de registro para colocações públicas em um número pequeno de subscritores, desde que eles se comprometam a não revender os títulos ao público sem solicitar o registro à Comissão (EMISSÃO de debêntures, 2006, p.1).

As empresas que podem emitir debêntures são as Sociedades por Ações não pertencentes ao Sistema Financeiro Nacional, exceto as Companhias de Arrendamento Mercantil. Conforme norma da CVM, o processo de publicação e oferta dos títulos são feitas apenas por companhias abertas, chamadas também por emissões públicas de debêntures registrada na Comissão de Valores Mobiliários (EMISSÃO de debêntures, 2006, p.1).

### 2.1.4. FORMA DE DEBÊNTURES

- a) **Nominativas:** são representados por um certificado onde consta o nome do titular registrado no livro da instituição emissora que são mantidos pela mesma. O certificado é substituído quando ocorre a transferência de titularidade que é efetuado no endosso em preto. Atualmente, todas as debêntures são nominativas, ou seja, estão em nome de seus titulares visto que as debêntures ao portador foram oficialmente extintas pela Lei n.º 9.457/97;
- b) **Escriturais:** são mantidas em nome do titular em uma conta de depósito numa instituição financeira designada pela instituição emissora não existindo o certificado representativo (GUIA de debêntures - Bovespa, 2006, p. 10).

### 2.1.5. TIPOS DE DEBÊNTURES

- a) **Conversíveis em Ações:** quando são resgatáveis em moeda e puderem ser convertidas em ações de emissão da empresa, nas condições estabelecidas pela escritura de emissão;
- b) **Não Conversíveis ou Simples:** quando não puderem ser convertidas em ações, ou seja, resgatáveis exclusivamente em moeda nacional;
- c) **Permutáveis:** quando puderem ser transformadas em ações de emissão de outra companhia que não a emissora dos papéis, ou ainda, em outros tipos de bens tais como títulos de crédito. (GUIA de debêntures - Bovespa, 2006, p. 10).

### 2.1.6. GARANTIA

- a) **Garantia Real:** Os direitos creditórios dos titulares das debêntures são garantidos por bens do ativo da companhia emissora ou de terceiros, que não podem ser negociados até o

vencimento das obrigações por eles garantidas. O valor da emissão de uma debênture com garantia real é limitado a 80% do valor dos bens gravados, próprios ou de terceiros;

- b) **Garantia Flutuante:** as debêntures têm privilégio geral sobre o ativo da companhia, sem que isso impeça a negociação dos bens que o compõem. O valor da emissão de uma debênture da espécie com garantia flutuante é limitado a 70% do valor contábil do ativo da companhia, diminuído do montante das suas dívidas garantidas por direitos reais;
- c) **Sem preferência ou Quirografária:** as debêntures concorrem em igualdade de condições com os demais credores quirografários da companhia. As debêntures quirografárias não oferecem nenhuma garantia real aos seus detentores. O valor da emissão de uma debênture quirografária não pode ultrapassar o valor do capital social da companhia emissora;
- d) **Subordinada as debêntures:** que não gozam de garantia podem conter cláusula de subordinação aos credores quirografários da companhia. Isto significa que, no caso de liquidação da companhia, os debenturistas teriam preferência para ressarcimento do valor aplicado somente em relação aos acionistas. Não possui limite para a emissão (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 2).

### 2.1.7. VENCIMENTO

- a) **Definido:** quando tiverem o vencimento definido na escritura de emissão;
- b) **Indeterminado (debênture perpétua):** quando não tiverem vencimento determinado. Nesse caso, o vencimento é condicionado apenas a eventos especiais expressos na escritura da emissão ou nos casos de inadimplência do pagamento de juros e dissolução da companhia. A empresa também pode prever casos de resgate parcial ou total das debêntures, situações em que podem ser pagos prêmios (GUIA de debêntures - Bovespa, 2006, p. 7).

### 2.1.8. REMUNERAÇÃO DAS DEBÊNTURES

As debêntures podem ter por remuneração uma taxa de juros pré-fixada; Taxa referencial (TR), observado o prazo mínimo de quatro meses para o vencimento ou período de repactuação. Somente as empresas de leasing podem emitir com este indexador; Taxa de juros flutuante, observado o prazo mínimo de 120 dias para o vencimento ou período de repactuação, admitindo-se que os intervalos de reajuste da taxa utilizada como referencial ocorram em prazo não inferior a 30 dias; Taxa de juros fixa e cláusula de atualização com base em índice de preços, atendido o prazo mínimo de um ano para vencimento ou período de repactuação. Além dessas as debêntures pode remunerar através da participação nos lucros ou prêmio de reembolso (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 3).

As decisões de remuneração dos títulos estão diretamente ligadas ao risco de crédito e das condições de mercado na época da emissão. Ao comprar o título o investidor observa a remuneração em relação ao risco, comparada a remuneração com outros tipos de investimento são levados em consideração garantia e condições de vencimento antecipado. Pode-se considerar que a remuneração fixa é o prêmio pago pela emissora em relação ao risco para a captação dos recursos. Atualmente utiliza-se como indexador para a emissão dos títulos o índice geral de preço do mercado (IGPM) ou a variação do certificado de depósito interfinanceiro (CDI) (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 3).

### 2.1.9 OS RISCOS DAS DEBÊNTURES

Na análise do investimento em debêntures existem três classificações de riscos que se destacam:

- a) **Risco de crédito:** é o mais visível componente de risco em operação com debêntures, sendo influenciado pelas garantias prestadas, pelas condições de vencimento antecipado e pelas demais características do papel. (Garantia fiduciárias, como fiança dos controladores ou de terceiros, ajudam a reduzir o risco de crédito);
- b) **Risco de mercado:** decorre das variações no cenário macroeconômico;
- c) **Risco de liquidez:** no Brasil, as operações com debêntures são caracterizadas pelas diversas cláusulas e condições estabelecidas nos contratos, que dificultam sua análise e precificação, talvez, contribuindo para os baixos níveis de liquidez do mercado (BRUNI, 1995, p. 122).

### 2.1.10. RESGATE DAS DEBÊNTURES

O resgate das debêntures deverá estar descrito na escritura de emissão. Os principais mecanismos são:

- a) O resgate antecipado facultativo: o emissor do título pode promover o resgate total ou parcial em circulação, em caso do parcial deve ser feito através de sorteio. Quando não estipulado o prazo exato para resgate antecipado facultativo fica o emissor com a decisão de resgatar esses títulos em qualquer momento sendo avisado normalmente de 15 a 30 dias. O optante pelo resgate programado o emissor se compromete a pagar um prêmio previamente descrito na escritura de emissão esse prêmio seria forma de recompensar os títulos resgatados antecipadamente.
- b) Resgate obrigatório: permite ao emissor resgatar ou recomprar em determinadas datas e quantidade descritas; Caso seja feita parcialmente deve constar na escritura de emissão os procedimentos. Esta condição é muito comum em debêntures com cláusula de repactuação que permite a renegociação das condições de remuneração dos títulos em uma data pré-determinada.
- c) Fundos de amortização: são feitos para depositar os recursos do pagamento da amortização utilizado para garantir aos investidores o pagamento dos títulos. Esse fundo é administrado pelo agente fiduciário e a falta do depósito das parcelas pré-determinadas é fato gerador de vencimento antecipado da debênture.
- d) Recompra: é facultada a empresa emissora adquirir debêntures em circulação por preço não superior ao saldo do valor nominal. As debêntures adquiridas poderão ser canceladas, permanecer em tesouraria ou serem colocadas em mercados (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 4).

### **2.1.11. ESCRITURA DE EMISSÃO E MERCADO SECUNDÁRIO**

A empresa que pode emitir debêntures possui um documento onde constam suas garantias, direitos, condições para emissão, entre outras cláusulas, sendo conhecida como escritura de emissão. No mercado secundário ocorrem as negociações dos títulos lançados no mercado primário. Os investidores encaram esse mercado como de longo prazo, levando esses títulos até o vencimento. A ocorrência desse fato deve-se a pequena liquidez no mercado secundário. (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 4).

### **2.1.12. PREÇO UNITÁRIO E PU PAR**

*“Preço Unitário (PU, ou preço de mercado) é o valor presente, preço de negociação calculado em uma determinada data, já o PU Par é o valor nominal corrigido pelo indexador até a data do cálculo”* (GUIA de debêntures – Investshop, 2006, p. 4).

### **2.1.13. TRIBUTAÇÃO.**

A tributação sobre as operações das debêntures incorre no Imposto de renda, CPMF e IOF. Os critérios para a tributação dependem da personalidade jurídica. Sendo de personalidade jurídica deve-se observar: se for optante pelo “simples” ou isenta, jurídicas tributadas pelo lucro real, fundos de investimentos ou empresas de outros tipos. (BRUNI, 1995, p. 122)

A partir de 1998 cabe o recolhimento na fonte pela empresa que exerce o pagamento dos rendimentos, de um modo geral a tributação é de 20% em títulos privados de renda fixa. A movimentação de débitos em conta corrente incide normalmente o CPMF. Em negociação da instituição financeira, incluindo fundos de investimento não incide CPMF e o IOF incide em saques realizados no prazo inferior a 30 dias. (BRUNI, 1995, p. 122)

## **2.2. RAZÕES PARA EMISSÃO DE DEBÊNTURES**

Como abordado anteriormente, as debêntures são títulos de dívida de médio e longo prazo, emitidos pelas sociedades anônimas, onde os seus adquirentes tornam-se credores das empresas. Portanto, quando as empresas emitem debêntures, também estão aumentando o seu grau de endividamento (GUIA de debêntures - Bovespa, 2006, p. 7).

Para responder à questão que justifica a emissão de debêntures por parte das instituições, é necessário compreender como as empresas estruturam-se financeiramente. Moraes e Rhoden (2005), em trabalho publicado na ANPAD avaliam os modelos mais utilizados pelas empresas na estratégia de estrutura de capital, dos quais estaremos citando alguns, abaixo:

- a) **Conflitos:** O endividamento facilita a relação entre acionistas e gestores, onde se estipula um nível de endividamento com base no equilíbrio entre custos e benefícios (também conhecido como *static trad-off*). Esse nível de endividamento é variável em função de forças que alterem esse equilíbrio o que fará com que se busque um novo ponto de equilíbrio;
- b) **Maiores resultados:** O endividamento estimula a adoção de estratégias mais agressivas, incentivando as empresas a serem mais eficientes em seus resultados de modo a remunerar os credores e os acionistas. Essa estratégia gera um aumento de produção e conseqüentemente aumenta a participação da empresa no mercado em que atua;
- c) **Controle acionário:** O gestor ameaçado de perder o controle acionário da empresa opta pelo aumento do nível de endividamento, uma vez que dívida não tem poder de voto, para a recompra de ações dos acionistas;
- d) **Maior número de fornecedores:** A empresa aumenta o seu nível de endividamento e conseqüentemente eleva a sua produção, o que aumenta a demanda por matéria-prima. Isso estimula outros fornecedores a participarem da concorrência para fornecerem matéria-prima àquela empresa, o que lhe possibilita a redução em seu custo de produção;
- e) **Poder de barganha dos empregados:** Empresas que atuam em indústrias onde os sindicatos têm alto poder de persuasão junto aos seus funcionários tende a adotar a política de altos níveis de endividamento onde os gestores transferem parte do risco de suas negociações para os credores. Isso implica em um enfraquecimento do poder de barganha dos empregados, pois aumenta o risco de eles terem que negociar direitos trabalhistas com os credores, além da possibilidade de perda dos seus empregos em caso de liquidação da empresa. Nesse caso o aumento do endividamento, aumenta o valor da empresa por estar diminuindo o risco de passivos trabalhistas;
- f) **Reputação:** As empresas tradicionais, com muitos anos de atuação no mercado, tendem a obter menores custos de endividamento. Isso ocorre diante da análise do histórico dessas empresas e do resultado dos seus investimentos.

Já Lucchesi e Famá (2005), em publicação também na ANPAD, consideram que as decisões de investimentos das empresas estão diretamente ligadas ao mercado de capitais e às instituições financeiras. Isso acontece porque os gestores procuram continuamente maximizar o lucro dos acionistas através de novos investimentos que valorizem suas ações. Dificilmente os dirigentes conseguem um aumento de capital diretamente através dos sócios (acionistas) e isso os faz buscar no mercado de capitais opções de captação que lhes permitam investir na empresa, sem emitir novas ações, melhorando assim o seu desempenho. Essas considerações de Lucchesi e Famá apóiam de forma geral a abordagem de Moraes e Rhoden citada acima.

O trabalho de Lucchesi e Famá busca, exatamente, comprovar a relação direta entre o aumento de investimentos e a valorização das ações da empresa no mercado de capitais, ou seja, novos investimentos aumentam o valor da empresa.

Junqueira, Bertucci e Bressan (2005), por sua vez, em trabalho também publicado na ANPAD, abordam o aumento do endividamento das empresas de forma diretamente proporcional ao nível de aumento de seus investimentos. Esses autores definem a estrutura de capital das empresas como sendo um composto de recursos próprios (ações e quotas) e de terceiros (títulos de dívida e empréstimos bancários).

Os trabalhos citados acima buscam responder questões diferentes, no entanto citam a estrutura de capital das empresas brasileiras e nesse ponto concordam com a correlação direta entre endividamento e tamanho da empresa. Nos três trabalhos observamos que quanto maior a empresa, maior o seu endividamento e conseqüentemente, maior o nível de investimento com objetivo, único, de aumentar o valor das empresas e o retorno aos seus acionistas.

### 3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Na busca de dados confiáveis para responder a presente pesquisa definiu-se como fonte de dados o sistema de registro da Comissão de Valores Mobiliários, CVM.

De acordo com a lei 6385/76, a CVM tem como um dos seus principais papéis assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão e proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos fraudulentos. Sendo assim cabe a esta, entre outras, disciplinar os registros de companhias abertas e de distribuições de valores mobiliários.

Os dados foram coletados na página da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), onde são divulgados os registros de ofertas públicas.

Os dados gerados no sistema de registro da CVM são fornecidos periodicamente por todas as companhias abertas (*disclosures*). São informações financeiras, condicionadas às normas contábeis vigentes, e fatos relevantes da vida das empresas. Por tanto, são informações: regulares, confiáveis e padronizadas.

No presente estudo, foram utilizados os dados anuais de emissões registradas junto a Comissão de Valores Mobiliários, no período de janeiro de 1996 a setembro de 2006, configurando uma amostra de 492 registros.

**TABELA 1 – Evolução das Debêntures entre 1996 e 2006.**

ANO	Nº de registros	Volume em R\$
1996	99	8.395.471.941
1997	57	7.517.772.842
1998	62	9.657.344.342
1999	38	6.676.384.345
2000	42	8.748.003.946
2001	41	15.162.137.780
2002	26	14.639.485.591
2003	17	5.282.404.000
2004	38	9.614.451.500
2005	45	41.538.852.294
2006	27	44.716.580.000
<b>TOTAL:</b>	<b>492</b>	<b>171.948.888.580</b>

Fonte: CVM Elaboração: Própria

Foram realizadas várias combinações entre os principais dados coletados durante o processo, para que fosse adquirido um maior número de informações referente à problemática em estudo:

- Tipo de oferta (Ações e Debêntures) versus volume em reais;
- Número de registros de debêntures primárias e secundárias e os respectivos volumes;
- Empresas emissoras versus tipo de debêntures versus volume em reais;
- Número de registros e volume em reais versus instituições Financeira e Não-financeira;
- Destinação dos recursos em percentual.

Por se comportarem diferente diante da problemática, as empresas que emitiram debêntures, foram classificadas em: instituições financeiras e não-financeiras. Quanto à forma de classificação dos motivos pelo qual os recursos foram destinados, seguem padrão estabelecido pela CVM: (a) Capital de giro; (b) Alongamento do perfil de endividamento; (c) Investimento ou aquisição de participações societárias; (d) Aquisição de bens para

arrendamento; (e) Redução de passivo; (f) Investimento em imobilizado; (g) Implantação de projeto; (h) Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior; (i) Reestruturação, modernização e recuperação empresarial; (j) Aquisição de recebíveis; (k) Cobertura de custos iniciais das operações; (l) Investimento em infra-estrutura; e (m) Concessão de mutuo.

Os resultados foram comparados e analisados utilizando as estatísticas descritivas, e apresentados através de tabelas.

#### 4. ANÁLISE DE DADOS

As companhias abertas emitem valores imobiliários a serem subscritos por investidores que assim o desejarem. Ações e debêntures são os valores mobiliários mais comuns. Conforme o sistema de registro da CVM, a emissão primária e secundária de ações vem obtendo uma boa liquidez no mercado. Observa-se um equilíbrio no volume em reais na negociação desses papéis. Em relação aos registros, o mercado primário tem 56,25% e o secundário 43,75%, porém a negociação de volumes em reais é maior no mercado secundário com 52,28% em relação aos 47,72% do mercado primário.

**TABELA 2 - Ofertas de ações registradas na CVM entre 1996 e 2006.**

ANO	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
1996	22	9.142.506.463	2	37.866.607	24	9.180.373.069
1997	23	3.965.210.428	0	0	23	3.965.210.428
1998	20	4.112.097.452	14	1.856.282.023	34	5.968.379.475
1999	10	2.749.447.695	14	1.886.613.920	24	4.636.061.615
2000	6	1.410.167.960	14	12.127.324.469	20	13.537.492.429
2001	6	1.353.299.000	7	4.308.725.108	13	5.662.024.108
2002	4	1.050.442.564	2	5.096.797.751	6	6.147.240.315
2003	2	230.000.000	6	1.856.342.830	8	2.086.342.830
2004	9	4.469.902.765	12	4.682.650.177	21	9.152.552.942
2005	13	4.364.528.762	15	6.634.591.024	28	10.999.119.786
2006	20	10.160.388.161	19	8.636.728.805	39	18.797.116.966
<b>TOTAL:</b>	<b>135</b>	<b>43.007.991.249</b>	<b>105</b>	<b>47.123.922.715</b>	<b>240</b>	<b>90.131.913.964</b>

\* Distribuições MISTAS estão distribuídas entre PRIMÁRIAS e SECUNDÁRIAS

Os anos de 2005 e 2006 vêm sendo favoráveis ao mercado de valores imobiliário em relação à oferta de debêntures. Juntos, estes representam o volume em reais de 50% comparado ao total dos últimos dez anos.

Embora o número de emissões de debêntures primárias tenha progredido a cada ano, o mesmo não acontece com o mercado secundário o qual permanece com baixa liquidez R\$3.885 milhões.

Para Alfredo Neves (2005), Presidente da Andima (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro), a pulverização no processo de colocação primária de debêntures é o passo inicial para estimular as negociações no mercado secundário.

Para o Grupo de Trabalho de Liquidez do Mercado Secundário de Títulos de Dívida das Empresas (Bovespa, Anbid, Andima, Abrasca, Apimec e Abrapp) o ideal é direcionar no mínimo 20% do lote de novas emissões para pessoas físicas, isso diminuiria a concentração de títulos com investidores institucionais, que mantém suas debêntures em carteira até o vencimento.

**TABELA 3 – Ofertas de debêntures registradas na CVM entre 1996 e 2006.**

ANO	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
1996	99	8.395.471.941	0	0	99	8.395.471.941
1997	57	7.517.772.842	0	0	57	7.517.772.842
1998	62	9.657.344.342	0	0	62	9.657.344.342
1999	38	6.676.384.345	0	0	38	6.676.384.345
2000	42	8.748.003.946	0	0	42	8.748.003.946
2001	41	15.162.137.780	0	0	41	15.162.137.780
2002	25	14.635.600.000	1	3.885.591	26	14.639.485.591
2003	17	5.282.404.000	0	0	17	5.282.404.000
2004	38	9.614.451.500	0	0	38	9.614.451.500
2005	45	41.538.852.294	0	0	45	41.538.852.294
2006	27	44.716.580.000	0	0	27	44.716.580.000
<b>TOTAL:</b>	<b>491</b>	<b>171.945.002.990</b>	<b>1</b>	<b>3.885.591</b>	<b>492</b>	<b>171.948.888.580</b>

\* Distribuições MISTAS estão distribuídas entre PRIMÁRIAS e SECUNDÁRIAS

Nos últimos dez anos foram registradas 492 ofertas de debêntures em relação aos 240 registros de ações. Quanto ao volume emitido foram 171,949 bilhões de reais e 90,131 bilhões de reais respectivamente. Sendo assim, a emissão média de ações tende a ser maior do que a de debêntures.

**TABELA 4 - Debêntures x Ações registradas na CVM entre 1996 e 2006.**

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	135	43.007.991.249	105	47.123.922.715	240	90.131.913.964
DEBÊNTURES	491	171.945.002.990	1	3.885.591	492	171.948.888.580

\* Distribuições MISTAS estão distribuídas entre PRIMÁRIAS e SECUNDÁRIAS

O volume de debêntures emitidas versos os seus registros, encontra-se 83% numa faixa de R\$ 489.000,00 a R\$ 499.999.999,00, sendo a maior parcela desses registros de debêntures simples, ou seja, não conversíveis em ações.

**TABELA 5 – Tipo de debêntures emitidas x Nº de registro entre 1996 e 2006.**

TIPO DE DEBÊNTURES EMITIDAS	Nº DE REGISTROS
DEB - Debêntures Simples	415
DCA - Debêntures Conversíveis	74
DEB/DCA	2
<b>TOTAL</b>	<b>491</b>

A destinação de recursos pode ser vista em duas óticas, pelo número de registro ou pelo volume emitido de debêntures.

Para a análise das duas vertentes não foi considerado os anos de 1996, 1997 e 1998 onde não existem dados de destinação de recursos para as ofertas. Neste período foram emitidos 237 registros com um volume de R\$ 35.605 bilhões.

Considerando o total de emissões registradas na CVM 39% foram destinados ao Alongamento do Perfil de Endividamento e 16% por Capital de Giro.

**TABELA 6 - Destinação de recursos x Nº de registro entre 1996 e 2006.**

DESTINAÇÃO DE RECURSOS	Nº DE REGISTROS
------------------------	-----------------

	INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	INSTITUIÇÃO NÃO-FINANCEIRA	TOTAL	% VALIDO
Não existem dados de Destinação de Recursos para esta Oferta	59	178	237	
Alongamento do perfil de endividamento	3	97	100	39%
Capital de giro	20	20	40	16%
Redução de passivo	0	27	27	11%
Implantação de projeto	2	25	27	11%
Investimento ou aquisição de participações societárias	2	17	19	7%
Investimento em imobilizado	0	13	13	5%
Aquisição de bens para arrendamento	12	0	12	5%
Reestruturação, modernização e recuperação empresarial.	0	6	6	2%
Aquisição de recebíveis	1	4	5	2%
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	0	3	3	1%
Cobertura de custos iniciais das operações	1	1	2	1%
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>391</b>	<b>491</b>	<b>100%</b>

Para melhor apuração das informações, as empresas que emitiram debêntures nos últimos 11 anos foram classificadas em financeiras e não-financeiras. Sendo assim, fica comprovado que dos 491 registros 391 foram de instituições não-financeira, que destinaram os recursos para Alongamento do Perfil de Endividamento. Já as instituições financeiras emitiram 100 registros, destinado, em sua grande maioria, a Capital de Giro.

Entre as empresas não-financeiras, não foi identificado setor ou segmento de mercado específico que emite debêntures, estas apresentaram pulverizadas em diversos setores: alimentos, fertilizante, tecido, logística, siderúrgica, concessionária, construtora entre outras, no entanto, em maior número de registro, as empresas de telecomunicação e energia se destacam.

**TABELA 7 - Destinação de recursos x Volume em reais entre 1996 e 2006.**

DESTINAÇÃO DE RECURSOS	VOLUME EM R\$			
	INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	INSTITUIÇÃO NÃO-FINANCEIRA	TOTAL	% VALIDO
Capital de giro	39.009.800.000	6.866.587.159	45.876.387.159	34%
Não existem dados de Destinação de Recursos para esta Oferta	13.590.862.000	22.014.728.125	35.605.590.125	
Alongamento do perfil de endividamento	96.793.946	32.635.182.129	32.731.976.075	24%
Investimento ou aquisição de participações societárias	16.500.000.000	9.462.816.075	25.962.816.075	19%
Aquisição de bens para arrendamento	11.538.201.672	0	11.538.201.672	8%
Redução de passivo	0	6.373.080.000	6.373.080.000	5%
Investimento em imobilizado	0	5.156.454.000	5.156.454.000	4%
Implantação de projeto	180.000.000	4.831.053.380	5.011.053.380	4%
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	0	1.985.810.000	1.985.810.000	1%
Reestruturação, modernização e recuperação empresarial.	0	1.037.091.294	1.037.091.294	1%
Aquisição de recebíveis	48.900.000	299.260.000	348.160.000	0,26%
Cobertura de custos iniciais das operações	100.000.000	6.268.800	106.268.800	0,08%
Investimento em infra-estrutura	0	166.000.000	166.000.000	0,12%
Concessão de mútuo	0	50.000.000	50.000.000	0,04%
<b>TOTAL</b>	<b>81.064.557.618</b>	<b>90.884.330.962</b>	<b>171.948.888.580</b>	<b>100%</b>

Tendo como base o volume das debêntures emitidas entre 1996 e 2006, 34% dos recursos foram destinados a Capital de Giro e 24% em Alongamento do Perfil de Endividamento.

Separando o volume emitido em instituições financeiras e não-financeira, nota-se que os recursos foram destinados em Capital de Giro e Alongamento do Perfil de Endividamento respectivamente, confirmando as informações da Tabela 6 – Destinação de Recursos x Número de registros.

**TABELA 8 - Volume de debêntures emitidas x N° de registro entre 1996 e 2006.**

VOLUME DE DEBÊNTURES EMITIDAS R\$	N° DE REGISTROS
Acima de R\$ 10.000.000.000	1
R\$ 5.000.000.000 - R\$ 9.999.999.998	3
R\$ 1.000.000.000 - R\$ 4.999.999.999	35
R\$500.000.000 - R\$ 999.999.999	45
R\$ 489.000 - R\$ 499.999.999	407
<b>TOTAL</b>	<b>491</b>

Analisando o volume médio das emissões, verificamos que as instituições financeiras emitem poucos registros, sendo que, em volume geralmente é superior a R\$ 2.000 bilhões de reais. No caso de instituições financeiras, ocorre exatamente o oposto.

**TABELA 9 - Os 10 maiores volumes registrados na CVM entre 1996 e 2006.**

EMISSORA	DT REGISTRO	VOLUME	TIPO	DESTINAÇÃO DE RECURSOS
BFB Leasing S.A. Arrendamento Mercantil.	26/07/06	15.000.000.000	DEB	Investimento ou aquisição de participações societárias
Bradesco Leasing S.A. Arrend Mercantil.	25/07/06	6.500.000.000	DEB	Aquisição de bens para arrendamento
Dibens Leasing S.A.- Arrend. Mercantil	14/07/06	5.700.000.000	DEB	<b>Capital de giro</b>
Safra Leasing S.A. Arrendamento Mercantil.	21/11/05	5.000.000.000	DEB	<b>Capital de giro</b>
Bradesco Leasing S.A. Arrend Mercantil.	15/04/05	4.000.000.000	DEB	<b>Capital de giro</b>
Cia. Itauleasing de Arrendamento Mercantil	14/01/05	4.000.000.000	DEB	<b>Capital de giro</b>
Cia. Itauleasing de Arrendamento Mercantil	10/12/02	4.000.000.000	DEB	Não existem dados de Destinação de Recursos para esta Oferta
BV Leasing - Arrendamento Mercantil S/A	23/06/06	3.350.000.000	DEB	Aquisição de bens para arrendamento
Bradesco Leasing S.A. Arrend Mercantil.	21/09/05	3.000.000.000	DEB	<b>Capital de giro</b>
Bradesco Leasing S.A. Arrend Mercantil.	10/06/05	3.000.000.000	DEB	<b>Capital de giro</b>

Na avaliação dos dez maiores volumes registrados de debêntures na CVM foi unânime a participação das instituições financeiras. Juntas estas emitiram R\$ 53.550 bilhões representando do total de debêntures emitidas nos últimos 10 anos 31%.

Apesar do volume em reais serem equivalente a dez registros estas foram emitidas por 6 empresas no segmento de Leasing e Arrendamento Mercantil: BFB Leasing, Bradesco Leasing, Dibens Leasing, Safra Leasing, BV Leasing e Cia Itauleasing. Onde destinaram seus recursos em sua grande parcela, para Capital de Giro.

Para Sanvincente (2001) o motivo principal para que as empresas promovam a emissão de debêntures é à busca da estrutura “ótima” de capital sem interferir no conjunto de oportunidade de investimento das empresas.

Compartilham da mesma opinião Moraes e Rhoden (2005); Lucchesi e Famá (2005); e Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) quando se fala de: estrutura de capital, endividamento, investimento e maximização de lucro dos sócios.

Diante dos dados analisados, pôde ser observado que a correlação direta entre Endividamento e Investimento com objetivo de aumentar riqueza dos acionistas, em parte, é fato. Visto que as instituições financeiras estão buscando recursos no mercado de debêntures para Capital de Giro, aproveitando novas oportunidades de investimento.

No entanto, um fato novo se configura quando verificamos que as instituições não-financeiras destinam seus recursos para Alongamento do Perfil de Endividamento, buscando re-alinhar sua estrutura de capital, pela qual pode ter se distanciado da estrutura “ótima” proveniente de fatores exógenos.

## 5. CONCLUSÕES

Uma das poucas fontes de financiamento de longo prazo no país vem crescendo em circulação no mercado financeiro e a queda dos juros dos títulos públicos está levando os grandes investidores a buscar esses papéis. Muitos estão preferindo captar em reais, devido ao receio de alta na cotação do dólar frente ao real, onerando a aplicação com a variação cambial.

Nos últimos onze anos, as debêntures vêm representando uma importante alternativa de crédito de médio e longo prazo para diversas empresas que necessitavam de recursos destacando-se das ações em número de registros e volume em reais.

Apesar do volume ser crescente, nota-se a necessidade de pulverizar o mercado primário de debêntures, uma vez que, os títulos estão concentrados em investidores institucionais que permanece com estes até o vencimento, tornando o mercado secundário pouco explorado.

Em valores absolutos, 39% dos registros de debêntures na CVM equivale a “Alongamento do perfil de Endividamento” em quanto o volume em R\$, 34% representa “Capital de Giro”. Este resultado é decorrente ao perfil das empresas emittentes de debêntures, que nesta pesquisa, chamamos de instituições financeira e não-financeira.

As instituições financeira emitem poucos registros (100) em volumes superiores a 1 bilhão, já as não-financeira emitem muitos registros (391) em volumes inferiores a 1 bilhão. Analisando separadamente, pode-se afirmar que no Brasil as empresas emitem debêntures para Capital de Giro, instituições financeiras e Alongamento do Perfil de Endividamento, instituições não-financeiras.

Das destinações informadas, observamos que a principal aplicação de recursos foi para Capital de Giro (57,81%) nas instituições financeiras, seguidas de Investimentos ou Aquisições de participação Societária (24,45%) e Aquisição de Bens para Arrendamento (17,10%). Nas instituições não financeiras a principal destinação foi para Alongamento do Perfil do Endividamento (47,39%), seguida de Investimentos ou Aquisição de Participações Societárias (13,74%) e Capital de Giro (9,97%).

Pode-se afirmar que a decisão das empresas pela emissão de debênture tem relação com a análise de sua estrutura de capital, sua estrutura de ativos e passivos de curto prazo e seus aspectos de desempenho operacional e financeiro, conforme o destino dos recursos informado pelas empresas emittentes.

A destinação de recursos para capital de giro e alongamento do perfil de endividamento pode ser visto como ponto positivo e negativo. Os recursos aplicados em capital de giro estão representados por instituições financeiras, podendo ser visto como endividamento com objetivo de aproveitar oportunidade de investimento, conseqüentemente retorno para os acionistas.

Por outro lado, pode ser um ponto negativo quando os recursos são para alongamento do perfil de endividamento, pois o endividamento não tem propósito de investimento, mas de estruturação do capital, podendo ser analisado pelo mercado como incapacidade de obter os recursos desejados por meio de redução de despesas, retenção de lucro e/ou venda de ativos.

## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BODIE, Z e MERTON, R C. **Finanças**; trad. James Sudellano Cook – Porto Alegre: Artes Médicas Sul, 1999.
- BRUNI, Adriano Leal; FAMÁ, Rubens. **As decisões de investimentos**: com aplicações na HP12C e Excel. Porto Alegre: Atlas, 2003. -1995
- CASAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKKE, Bruno Hartmut. **Análise de investimentos**: matemática financeira, engenharia econômica, tomada de decisões, estratégia empresarial. 9 ed São Paulo: Atlas, 2000.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**: manual do usuário. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- DI AUGUSTINI, Carlos Alberto. **Capital de giro**: fontes de financiamento. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- EMISSÃO de Debêntures**. Pentágono Trustee. Disponível em: <[http://www.pentagonotruster.com.br/mercado\\_primario.asp](http://www.pentagonotruster.com.br/mercado_primario.asp)>. Acesso em: 05 jun 2006.
- FIGUEIREDO, Sandra; CAGGIANO, Paulo César. **Controladoria**: teoria e pratica. São Paulo: Atlas, 1993.
- GITMAN, L J e MADURA, J. **Administração Financeira**: uma Abordagem Gerencial; trad. Maria Lúcia G.L. Rosa – São Paulo: Addison Wesley, 2003.
- HESS, Geraldo. **Investimentos e mercados de capitais**. Rio de Janeiro: Fórum, c.1971.
- GUIA de debêntures**, p. 7. Jan. 2006. Bovespa FIX. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/rendafixa/FormConsultaDebGuiaDebentures.asp>>. Acesso em: 05 jun 2006.
- GUIA de debêntures**. Investshop. Disponível em: <[http://www.investshop.com.br/ajd/guias/guias.asp?nu\\_guias=4](http://www.investshop.com.br/ajd/guias/guias.asp?nu_guias=4)>. Acesso em: 06 maio 2006.
- HUMMEL, Paulo Roberto Vampre; TASCHNER, Mauro Roberto Black. **Análise e decisão sobre investimentos e financiamentos**: engenharia econômica, teoria e analise. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1992.
- JUNQUIRA, Luis; BERTUCCI, Janete; BRESSAN, Aureliano; Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1995-2002. Brasília, set 2005. **Anais da ANPAD**, Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=subsecao&cod\\_edicao\\_subsecao=30&interna=true&cod\\_evento\\_edicao=9#financas\\_corporativas](http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=subsecao&cod_edicao_subsecao=30&interna=true&cod_evento_edicao=9#financas_corporativas)>. Acesso em: 14 nov 2006.
- LUCCHESI, Eduardo E FAMÁ, Rubens. O Impacto das decisões de Investimento das Empresas no Valor de Mercado das Ações Negociadas na Bovespa no Período de 1996 a 2003. Brasília, set 2005. **Anais da ANPAD**, Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=subsecao&cod\\_edicao\\_subsecao=30&interna=true&cod\\_evento\\_edicao=9#financas\\_corporativas](http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=subsecao&cod_edicao_subsecao=30&interna=true&cod_evento_edicao=9#financas_corporativas)>. Acesso em: 14 nov 2006.
- MORAES, Eduardo; RHODEN, Marsa. Determinantes Da Estrutura De Capital Das Empresas Listadas Na Bovespa. Brasília, set 2005. **Anais da ANPAD**, Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=subsecao&cod\\_edicao\\_subsecao=30&interna=true&cod\\_evento\\_edicao=9#financas\\_corporativas](http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=subsecao&cod_edicao_subsecao=30&interna=true&cod_evento_edicao=9#financas_corporativas)>. Acesso em: 14 nov 2006.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bardford D.; SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas 1998.
- SANVICENTE, ANTONIO Z. A Evolução Recente do Mercado Primário de Debêntures. **Revista da CVM**, Agosto de 2001, Faculdade Ibmec.
- VANTAGENS, Riscos e Limitações**. Pavarini. Disponível em: <<http://www.pavarini.com.br/vantagem.htm>>. Acesso em: 20 jul 2006.