

Área Temática: FINANÇAS

A INFLUÊNCIA DA ESTABILIDADE ECONÔMICA NAS CARACTERÍSTICAS DAS DEBÊNTURES BRASILEIRAS

AUTORA

ELIZABETH KRAUTER

Bolsista de Doutorado do CNPq

ekrauter@usp.br

Resumo

Em estudo realizado em 1999, Anderson analisou 50 contratos de debêntures brasileiras do setor não financeiro, emitidos entre 1989 e 1993. Neste período, a economia brasileira apresentava inflação elevada, instituições frágeis, intervenção do Estado na economia e volatilidade dos indicadores econômicos. Em virtude deste cenário, Anderson identificou quatro principais procedimentos utilizados pelas empresas nas emissões de debêntures: 1. utilização de indexadores para reduzir o risco de inflação para os investidores; 2. mecanismos de vencimento antecipado que proporcionam possibilidades de saída ou renegociação para os investidores; 3. *covenants* ou cláusulas que restringem as decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos dos emissores; 4. mecanismos para reduzir a dependência da ineficiência institucional. O Plano Real, instituído no Brasil em 1994, trouxe estabilidade à economia e as debêntures tornaram-se uma alternativa atraente de captação de recursos. Tomando por base o estudo de Anderson, analisaram-se as características de 88 emissões de debêntures de empresas não financeiras de 2004 e 2005, com o objetivo de verificar se a estabilidade econômica tem influência nas características das emissões de debêntures brasileiras. A análise mostra que as principais mudanças ocorridas são: a) diminuição na utilização de indexadores ligados à inflação; b) diminuição na utilização de remuneração de prêmio, de resgate antecipado e de amortização e c) diminuição da emissão de debêntures conversíveis.

Abstract

In study accomplished in 1999, Anderson analyzed 50 indenture agreements that govern Brazilian corporate debentures of the non-financial service sector issued from 1989 to 1993. In this period, Brazilian economy presented high inflation, fragile institutions, intervention of the state in the economy and volatility of the economical indicators. Because of this scenery, Anderson identified four main procedures used by the companies: 1. features that reduce inflation risk for investors; 2. contingent-maturity mechanisms that provide opportunities for exit or renegotiation; 3. covenants that restrict debtor's investment, financing and dividend decisions; 4. self-enforcement that avoid reliance on inefficient institutions. Plano Real, instituted in Brazil in 1994, brought stability to the economy and debentures became an attractive alternative for the companies. Taking for base Anderson's study, I analyze 88 Brazilian indenture agreements of the non-financial companies issued from 2004 to 2005, with the objective of verify if the economic volatility has influence in the characteristics of Brazilian indenture agreements. The analysis shows that the main changes are: a) decrease in the use of inflation indexation; b) decrease in the use of premium remuneration, contingent-maturity features and amortization and c) decrease of the emission of convertible debentures.

Palavras-Chave: debêntures, estabilidade econômica, emissões de debêntures.

1 Introdução

Antes da implantação do Plano Real em 1994, a economia brasileira apresentava altas taxas de inflação, instituições frágeis, intervenção do Estado na economia e volatilidade dos indicadores econômicos.

O objetivo deste estudo é verificar se a estabilidade econômica, proporcionada pelo Plano Real, tem influência nas características das emissões de debêntures brasileiras. Analisaram-se as características de 88 emissões de debêntures de empresas não financeiras de 2004 e 2005 (quando o Plano Real encontrava-se consolidado) e comparou-se com as características encontradas por Anderson (1999) em estudo com emissões de 1989 a 1993 (antes do Plano Real).

Esse estudo está dividido em cinco seções, além dessa introdução. A primeira apresenta o problema de pesquisa. A segunda, a revisão da teoria. A terceira seção apresenta a metodologia utilizada. A quarta, apresenta os dados e a análise dos resultados. E a última seção, as considerações finais.

2. Problema de pesquisa

Tendo em vista que o ambiente econômico/institucional tem influência na definição das características das emissões, este estudo procura responder à seguinte pergunta:

Quais as principais mudanças ocorridas nas características das emissões de debêntures brasileiras com a estabilidade da economia proporcionada pelo plano Real?

3 Revisão da Teoria

3.1 Debêntures

As debêntures são títulos de crédito, emitidas por empresas de capital aberto para captar recursos de médio e de longo prazo (ASSAF NETO, 2005; SND; PENTAGONO).

A captação de recursos através de debêntures apresenta algumas vantagens em relação a outras fontes de financiamento (SND):

- Flexibilidade;
- Menores custos de captação;
- Pagamento de juros dedutíveis;
- Não alteração do controle acionário (debêntures simples).

A flexibilidade permite que as empresas modelem as emissões de acordo com suas necessidades (SND).

No período de 1990 a 2005, o SND (Sistema Nacional de Debêntures) direcionou mais de US\$68 bilhões para as empresas brasileiras. Cerca de 80% desse total, ou US\$55 bilhões, foram captados a partir da implantação do Plano Real, o que demonstra a preferência pela debênture em períodos de estabilidade econômica (SND).

3.2 Processo de emissão

As debêntures são regulamentadas pela Lei 6.404, de 15/12/1976 – a Lei das Sociedades por Ações, em seu capítulo V, artigos 52 a 74.

A figura 1 ilustra o processo de emissão. A empresa escolhe uma instituição financeira para estruturar e coordenar o processo de emissão. Essa instituição, denominada coordenador-líder, será responsável pela modelagem da operação, registro na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), apresentação ao mercado, formação do *pool* de distribuição e colocação dos títulos junto aos investidores.

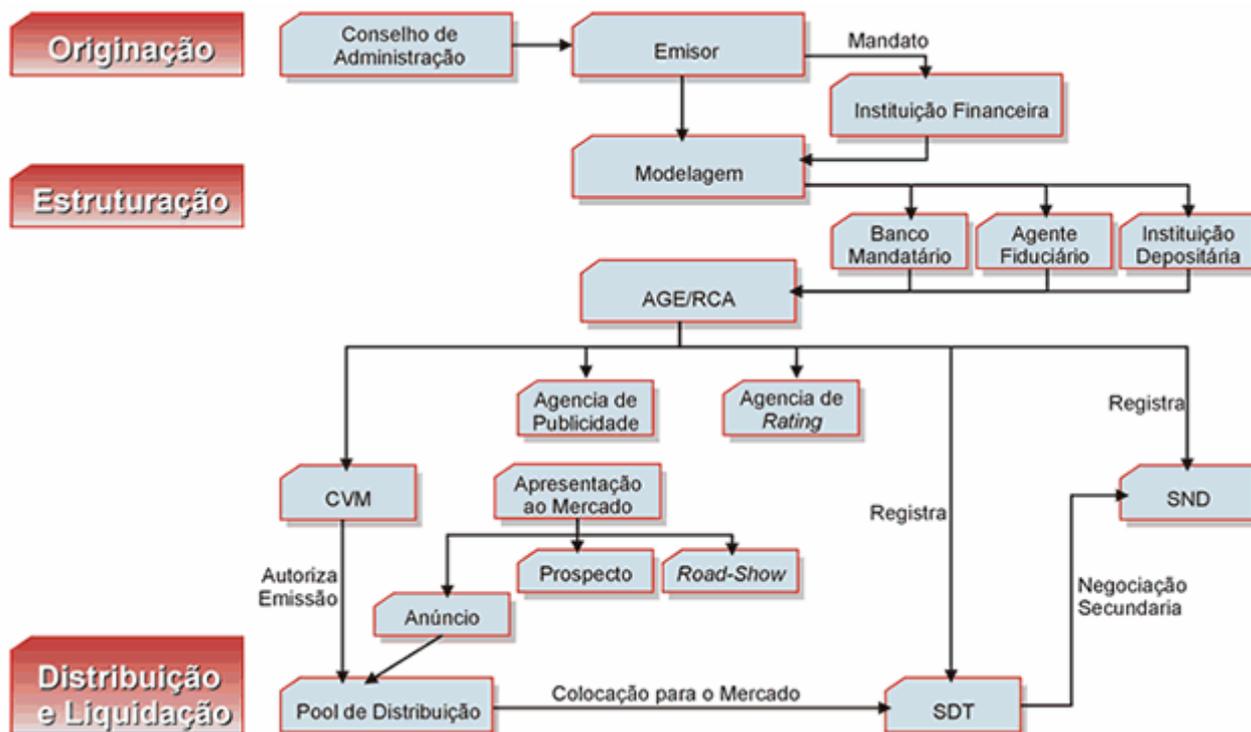


Figura 1 – Processo de emissão de debêntures

Fonte: SND

O coordenador-líder deverá, também, elaborar, junto com a empresa emissora, a escritura de emissão e o prospecto. A escritura de emissão é celebrada com base na autorização deliberada na Assembléia Geral Extraordinária da empresa emissora. No prospecto estão descritas as características da distribuição, os direitos conferidos pelos títulos, garantias, prazos e demais condições.

Para emissão pública, a empresa deve ter registro de companhia aberta; a emissão de debêntures deve ser registrada na CVM; a ata que deliberou sobre a emissão deve ser arquivada no registro do comércio e deve ser publicada; a escritura da emissão deve ser inscrita no registro de comércio; e se for o caso, as garantias devem ser constituídas.

A emissão pública exige a presença do agente fiduciário, que representa os interesses dos debenturistas junto à sociedade emissora.

É necessário, também, o cadastramento: da empresa emissora e da emissão no SND (Sistema de Distribuição de Debêntures), administrado pela ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto) e operacionalizado pela CETIP (Centro de Custódia e de

Liquidação Financeira de Títulos). Esta se encarregará de confeccionar o modelo de subscrição da debênture e encaminha-lo à CVM.

Após a concessão do registro da emissão pela CVM, a CETIP disponibiliza as telas do SDT (Sistema de Distribuição de Títulos) e inicia-se o processo de distribuição e liquidação financeira da operação.

3.3 Características das debêntures

As principais características das debêntures são (PENTAGONO; INVESTSHOP):

1. Data da emissão

Dentre as condições de emissão deliberadas na Assembléia Geral Extraordinária, deverá, necessariamente constar a data de emissão das debêntures.

2. Quantidade de títulos

A empresa pode fazer mais de uma emissão e cada emissão pode ser dividida em séries.

3. Valor nominal

O valor nominal deve ser expresso em moeda nacional.

4. Valor total da emissão

A Assembléia Geral Extraordinária é que delibera o montante da emissão, que pode ser dividido em séries.

5. Séries

A emissão pode ser em série única, em um número determinado de séries, ou em séries indeterminadas.

6. Vencimento

O vencimento das debêntures deverá constar da escritura de emissão. A emissora poderá estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar-se o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos da mesma série. O vencimento da debênture pode, também, ser condicionada à ocorrência de determinadas condições.

7. Forma

As debêntures podem ser nominativas ou escriturais. As debêntures nominativas são aquelas em cujos certificados consta o nome do titular. A transferência é feita mediante registro, em livro próprio mantido pela emissora, e substituição do certificado por outro em nome do novo titular.

As debêntures escriturais são nominativas, mas não existe a emissão do certificado. São mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, em instituição financeira depositária designada pela emissora.

As debêntures ao portador ou endossáveis foram extintas pela Lei nº 9.457/97.

8. Espécie

Dependendo da garantia, as debêntures poderão ter as seguintes espécies:

- Debêntures com garantia real: os direitos creditórios dos debenturistas são garantidos por bens do ativo da emissora ou de terceiros, que não podem ser negociados até o vencimento das obrigações por eles garantidas.
- Debêntures com garantia flutuante: nesse caso, as debêntures têm privilégio geral sobre o ativo da emissora, sem que isso impeça a negociação dos bens que o compõem.
- Debêntures quirografárias ou sem preferência: nesse caso, as debêntures concorrem em igualdade de condições com os demais credores quirografários da emissora. As debêntures quirografárias não oferecem nenhuma garantia real aos seus detentores.
- Debêntures subordinadas: 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 têm preferência para ressarcimento do valor aplicado somente em relação aos acionistas.

9. Tipo

As debêntures podem ser: simples, conversíveis e permutáveis. A escritura das debêntures simples não prevê a conversão em ações. Já a escritura das debêntures conversíveis permite a conversão em ações e estipula as condições.

As debêntures permutáveis são consideradas do tipo simples, acrescidas de uma opção de permutar uma debênture por uma quantidade fixa de ações. A grande diferença é que as debêntures permutáveis são trocadas por ações de uma outra companhia, enquanto que as conversíveis são convertidas por ações da própria emissora, além de apresentar um aumento do capital social, quando da conversão.

10. Formas de amortização e resgate

O resgate de uma emissão de debêntures pode ser feito através de vários mecanismos. Os mais utilizados são:

- Resgate antecipado facultativo (*call option*): através deste mecanismo, o emissor das debêntures pode, a qualquer momento, promover o resgate total ou parcial dos títulos em circulação. No caso de resgate parcial, o mesmo deve ser efetuado através de um sorteio.
- Resgate obrigatório ou recompra obrigatória (*put option*): este mecanismo permite ao debenturista ter suas debêntures resgatadas ou recompradas pelo emissor em determinadas datas e quantidades previamente descritas na escritura de emissão. Esta condição é bastante comum em debêntures com cláusula de repactuação. A cláusula de repactuação permite a renegociação das condições de remuneração dos títulos em uma data pré-determinada. A repactuação visa adequar as condições de remuneração das debêntures numa data futura, onde os debenturistas, representados pelo agente

fiduciário, e a emissora negociam novos termos de remuneração. Caso alguns dos debenturistas não concordem com os termos negociados, o emissor é obrigado a resgatar ou recomprar as debêntures, acrescidas das condições de remuneração anteriores a repactuação. No caso de recompra, as debêntures poderão ser canceladas, permanecer em tesouraria ou serem novamente colocadas em mercado.

- Fundo de amortização: neste caso, a emissora se obriga a constituir um fundo de disponibilidade de maneira a minimizar o impacto de caixa quando do vencimento das debêntures emitidas.
- Recompra: é facultado à emissora adquirir debêntures em circulação, por preço não superior ao saldo de seu valor nominal unitário não amortizado, acrescido das condições de remuneração das debêntures.

11. Remuneração

De acordo com a Decisão Conjunta nº7 do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, de 23/09/1999, as debêntures podem ter por remuneração:

- Taxa de juros prefixada;
- 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 das condições de remuneração apresentadas acima, as debêntures também podem garantir ao investidor participação nos lucros da companhia emissora ou um prêmio de reembolso. Apesar de não serem muito utilizadas pelo mercado, as debêntures com participação nos lucros oferecem uma percentagem do lucro líquido da companhia emissora. O prêmio de reembolso garante uma remuneração adicional aos debenturistas, permitindo um aumento da remuneração oferecida pelo título e possibilitando uma adequação de seus rendimentos às condições de mercado na época de emissão.

3.4 O trabalho de Anderson

Em seu estudo, Anderson (1999) analisou 50 contratos de debêntures brasileiras do setor não financeiro, emitidos entre 1989 e 1993. Ele identificou os seguintes fatores, que prevaleciam na economia brasileira no período analisado e que poderiam prejudicar os contratos financeiros:

- 1 – A inflação, por aumentar os custos dos contratos financeiros, pois os mecanismos

de proteção têm um custo a ser considerado.

2 – A volatilidade da atividade econômica, que implica em maiores conflitos quanto às decisões de investimento, elevando os custos de agência e assimetria de informações entre acionistas e investidores.

3 – A frágil estrutura institucional, que envolve os procedimentos judiciais, procedimentos contábeis e de auditoria, estruturas de regulação, regras de transparência e abertura de informações financeiras.

4 – O intervencionismo estatal, observado principalmente através dos freqüentes planos econômicos que acompanharam a economia brasileira entre os anos 1986 a 1994.

5 – Os elevados custos financeiros, que influenciam a decisão de financiamento das empresas.

Essa forte instabilidade nas condições macroeconômicas levou os agentes do mercado a desenvolver uma série de mecanismos de proteção aos riscos, para viabilizar a emissão de debêntures. O autor identificou quatro principais procedimentos no período analisado: 1 – características para reduzir o risco da inflação para os investidores; 2 – mecanismos de vencimento antecipado que proporcionam possibilidade de saídas ou renegociação para os investidores; 3 – *covenants* ou cláusulas que restringem as decisões de investimento, financiamento e distribuição de resultados dos emissores; e 4 – mecanismos para reduzir a dependência da ineficiência institucional (ANDERSON, 1999).

Anderson (1999) encontrou evidências quanto à influência da instabilidade econômica nas características das debêntures.

Tomando como base esse trabalho de Anderson (1999), Filgueira & Leal (1998) analisaram 91 contratos de emissão de debêntures brasileiras de julho de 1994 a dezembro de 1997, com o objetivo de investigar as alterações ocorridas após o Plano Real. Os resultados da pesquisa apontam as seguintes alterações:

- Menor utilização da indexação à inflação doméstica
- Utilização de cláusulas de juros remuneratórios com base em taxas flutuantes;
- Redução na utilização de cláusulas de remuneração de prêmio;
- Redução na utilização de cláusulas que prevêm vencimento antecipado (repactuação programada ou resgate antecipado);
- Maior presença de debêntures conversíveis;
- Aumento na utilização de cláusulas que restringem compromissos relativos a investimentos e financiamentos

4 Metodologia

A análise de conteúdo dos prospectos de emissão foi o método utilizado. O critério de análise das características das emissões de debêntures baseou-se no trabalho de Anderson (1999).

Das emissões públicas registradas em 2004 e 2005 na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e no SND (Sistema Nacional de Debêntures), administrado pelo ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto), foram selecionadas as emissões de empresas não financeiras. A amostra é composta de 88 emissões.

A estatística descritiva foi escolhida para organizar, resumir e apresentar as características observadas (STEVENSON, 1991). A ferramenta utilizada foi a distribuição de frequências.

5 Apresentação e Análise dos Resultados

5.1 Características das emissões de 2004 e 2005

Nos anos de 2004 e 2005 foram registradas no SND, 106 emissões de debêntures. Foram 47 emissões em 2004, sendo 4 (9%) de empresas financeiras e 43 (91%) de empresas não financeiras. E, em 2005, foram 59, sendo 14 (24%) de empresas financeiras e 45 (76%) de empresas não financeiras. (Tabela 1).

As 88 emissões de empresas não financeiras representam 83% das emissões e 41% do volume emitido no período em análise. O volume médio dessas emissões foi de R\$238.984 milhões e o prazo médio foi de 70 meses. Notou-se um aumento, de 2004 para 2005, no número de emissões com prazos mais longos.

Quanto ao tipo de debênture, das 47 emissões de 2004, apenas 2 são de debêntures conversíveis em ações. Já em 2005, não houve emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade.

Tabela 1 – Emissões registradas de debêntures em 2004 e 2005

EMISSÕES	2004		2005	
	N	R\$ (mil)	N	R\$ (mil)
Empresas não financeiras	43	9.394.451	45	11.638.852
Empresas financeiras	4	220.000	14	29.900.000
Total	47	9.614.451	59	41.538.852

Fonte: elaborado pela autora.

Quanto à garantia das emissões de debêntures de empresas não financeiras emitidas em 2004 e 2005, 63% foram quirografárias, ou seja, os debenturistas concorrem em igualdade de condições com os demais credores quirografários da companhia emissora (Tabela 2).

Tabela 2 – Espécie/garantia das emissões da amostra

ESPÉCIE/GARANTIA	N	%
Real	16	18
Subordinada	11	13
Quirografária	55	63
Flutuante	6	6
Total	88	100

Fonte: elaborado pela autora.

Em 2004, 58% das emissões da amostra estavam atreladas à taxa DI (Depósito Interbancário). Já os papéis indexados ao IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado) e ao dólar representaram 28% e 2%, respectivamente. Em 2005, 80% das emissões estavam atreladas à taxa DI (Tabela 3).

Tabela 3 - Índice presente nas emissões da amostra

ÍNDICE	2004		2005	
	N	%	N	%
DI	25	58	36	80
IGP-M	12	28	8	18
SELIC	1	2	—	—
TJLP	—	—	1	2
Dólar	2	5	—	—
Não disponível	3	7	—	—
Total	43	100	45	100

Fonte: elaborado pela autora.

A Tabela 4 apresenta a existência de cláusulas de resgate antecipado, amortização e remuneração de prêmio nas emissões da amostra. 54% das emissões não apresentavam cláusula de resgate antecipado, 50% apresentavam cláusula de amortização e 82% não previam remuneração de prêmio.

Tabela 4 – Existência de cláusulas de resgate antecipado, amortização e remuneração de prêmio nas emissões da amostra

	N	%
Resgate antecipado		
Sim	28	32
Não	48	54
Não disponível	12	14
Amortização		
Sim	44	50
Não	35	40
Não disponível	9	10
Prêmio		
Sim	14	16
Não	72	82
Não disponível	2	2

Fonte: elaborado pela autora.

A Tabela 5 apresenta a destinação dos recursos captados. Em primeiro lugar, com 51%, aparecem as emissões destinadas ao alongamento do perfil de endividamento. Em 16% das emissões, os recursos captados foram utilizados como capital de giro.

Tabela 5 – Destino dos recursos captados nas emissões da amostra

DESTINAÇÃO DOS RECURSOS	N	%
Alongamento do perfil de endividamento	56	51
Capital de giro	18	16
Redução de passivo	8	7
Investimento ou aquisição de participações societárias	4	4
Implantação de projeto	7	6
Reestruturação, modernização e recuperação empresarial	3	2
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	2	1
Investimento em imobilizado	4	4
Investimento em infra-estrutura	4	4
Não informado	5	5
Total	110	100

Obs: algumas emissões tinham mais de um objetivo para os recursos.

Fonte: elaborado pela autora.

A Tabela 6 mostra um aumento na utilização do procedimento de *bookbuilding*. Em 2004, 39% das emissões da amostra utilizaram o procedimento, passando para 61%, em 2005 (Tabela 6).

Tabela 6 – Utilização do procedimento de *bookbuilding* nas emissões da amostra

	N	%
2004	18	39
2005	28	61
Total	46	100

Fonte: elaborado pela autora.

Quanto ao procedimento adotado na distribuição, houve um aumento, no período analisado, da utilização da garantia de acesso a todos os investidores. Esse procedimento prevê a utilização de alguma sistemática de reserva por parte do emissor ou do líder do lançamento (Tabela 7).

Tabela 7 – Procedimento de distribuição nas emissões da amostra

DISTRIBUIÇÃO	2004	2005
Diferenciado	29	22
Com garantia de acesso	0	13
Não informado	14	10

Fonte: elaborado pela autora.

5.2 Comparação com os resultados encontrados por Anderson

A Tabela 8 apresenta um comparativo das principais características das emissões de debêntures encontradas nesse estudo (após o Plano Real) e no trabalho de Anderson (1999) (antes do Plano Real).

No estudo de Anderson (1999), realizado em um período de grande instabilidade econômica, 36% das emissões apresentavam cláusula de conversibilidade em ações. Nesse estudo apenas 2% das emissões eram de debêntures conversíveis.

No estudo de Anderson (1999), 88% das emissões da amostra utilizavam cláusula de atualização monetária. Neste estudo, apenas 23% das emissões da amostra possuíam essa cláusula. A tabela 3 mostra um aumento na utilização de juros, sendo a taxa DI o índice mais utilizado.

A remuneração de prêmio passou a ser menos utilizada após o Plano Real. Na amostra de Anderson (1999), essa característica aparecia em 84% das emissões. Nesse estudo aparece apenas em 16%

A presença de cláusulas de resgate antecipado diminuiu de 82% no trabalho de Anderson (1999) para 32% no presente estudo.

Tabela 8 – Comparação dos resultados encontrados neste estudo com os de Anderson (1999)

CARACTERÍSTICAS	Estudo atual		Anderson	
	N	%	N	%
Atualização monetária				
Nenhuma indexação	61	69	—	—
Indexação à inflação	22	25	44	88
Indexação à variação cambial	—	—	6	12
Indexação ao dólar	2	2	—	—
Não disponível	3	3	—	—
Total	88	100	50	100
Remuneração de prêmio				
Nenhuma remuneração de prêmio	72	82	8	16
Presença de remuneração de prêmio	14	16	42	84
Não disponível	2	2	—	—
Total	88	100	50	100
Resgate antecipado				
Nenhuma provisão para resgate antecipado	48	55	9	18
Provisão para resgate antecipado	28	32	41	82
Não disponível	12	14	—	—
Total	88	100	50	100
Tipo de debênture				
Simple	86	98	32	64
Conversível	2	2	18	36
Total	88	100	50	100

Fonte: elaborado pela autora.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi verificar se a estabilidade econômica pós Plano Real tem influência nas características das emissões de debêntures brasileiras

Analysaram-se as características de 88 emissões de debêntures de empresas não financeiras de 2004 e 2005 (quando o Plano Real encontrava-se consolidado) e comparou-se com as características encontradas por Anderson (1999) em estudo com emissões de 1989 a 1993 (antes do Plano Real).

Antes do Plano Real, devido à instabilidade na economia brasileira, as empresas desenvolveram sofisticados mecanismos para assegurar retornos reais aos investidores em debêntures como: indexação à inflação, remuneração de prêmios, cláusulas de repactuação e possibilidade de resgate antecipado.

A análise das emissões de 2004 e 2005 mostra que a estabilização econômica trouxe uma mudança nas características das debêntures. As principais diferenças encontradas são: a) diminuição na utilização de indexadores ligados à inflação; b) diminuição na utilização de remuneração de prêmio, resgate antecipado e amortização; c) diminuição da emissão de debêntures conversíveis.

Em relação ao estudo de Filgueira & Leal (1998), o presente estudo encontrou uma diminuição na emissão de debêntures conversíveis. As demais diferenças encontradas pelos autores foram corroboradas neste estudo.

A análise dos prospectos mostrou a presença, em grande parte das emissões da amostra, de cláusula de vencimento antecipado em caso de dificuldades financeiras ou da falta de cumprimento das cláusulas por parte do emissor; e de cláusula que estabelece um novo índice no caso de extinção do índice original. A volatilidade vivida em passado recente pode ser uma explicação possível para a presença dessas cláusulas.

Outras pesquisas podem ser realizadas a partir desses dados. Sugere-se uma pesquisa no mercado secundário de debêntures.

Bibliografia

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

ANDIMA. Consulta ao Boletim Técnico. Disponível em www.andima.com.br. Acesso em 09/01/2006.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2005.

CVM. Consulta a prospectos de emissões registradas de debêntures, legislação. Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em: 02/12/2005; 05/01/2006; 09/01/2006.

INFOVEST. Consulta a informações sobre empresas. Disponível em www.infovest.com.br. Acesso em 01/12/2005.

INVESTSHOP. Consulta a informações sobre debêntures. Disponível em www.investshop.com. Acesso em 01/12/2005.

FILGUEIRA, A. L. L.; LEAL, R. P. C. Uma análise das cláusulas das escrituras de emissão de debêntures brasileiras após a estabilização econômica. In: ENANPAD, 1998. **Anais**

PENTAGONO. Consulta a informações sobre debêntures. Disponível em www.pentagonotruster.com.br. Acesso em 01/12/2005.

SND. Consulta a prospectos de emissões de debêntures. Disponível em www.debentures.com.br. Acesso em 02/12/2005; 05/01/2006.

STEVENSON, W. J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 1981.