

BÔNUS EMPRESARIAIS: UM TÍTULO SEMELHANTE ÀS *DEBÊNTURES* QUE PODERÁ TER UM SIGNIFICATIVO MERCADO SECUNDÁRIO

José Roberto Securato^(*)

RESUMO

O sucesso de qualquer plano econômico depende do desenvolvimento de instrumentos para operações de longo prazo. Os *Bonds* e *Debêntures* fazem este papel nas principais economias do mundo desenvolvido e deveriam ter, a mesma finalidade no Brasil.

No entanto, em toda sua história, por maior que tenham sido os esforços realizados, as *debêntures* nunca conseguiram preencher totalmente este papel junto ao mercado financeiro brasileiro. Este texto analisa os problemas das *debêntures* no Brasil e a própria criação de um título denominado Bônus Empresarial, com características semelhantes às *debêntures*, mas que pelas suas diferenças e forma de negociação deverá permitir o aparecimento de um título de longo prazo com um significativo mercado secundário.

^(*) Engenheiro, matemático, professor doutor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Pontifícia Universidade Católica/SP e IBMEC/SP, na área de Finanças e consultor de empresas. E-mail: securato@usp.br

INTRODUÇÃO

Durante os vários planos que ocorreram na economia brasileira, sempre surge uma questão quando eles estão em andamento: será que vai dar certo?

Tenho dado sempre a mesma resposta: o plano econômico, qualquer que seja ele, dará certo quando tivermos operações de longo prazo. Não estou falando de operações do BNDES ou outros recursos repassados, mas sim de operações de longo prazo aceitas livremente pelo mercado financeiro brasileiro, operações livres entre tomadores e aplicadores que estarão exercendo suas vontades e expectativas de longo prazo. Para efeito destas idéias vamos considerar o termo longo prazo como operações a partir de 2 anos, deixando de lado operações com prazos como 5, 10 ou 30 anos, que ocorrem nos mercados mais desenvolvidos. Assim, tenho por base que o Plano Real terá dado certo quando existirem operações, de livre participação de mercado, com prazos a partir de dois anos.

O significado desta questão é bastante simples, visto que se um investidor aplicar seus recursos por dois anos, ele acredita que sua remuneração estará coberta pela operação realizada, que a volatilidade das taxas de juros estarão embutidas na taxa da operação ou, por fim, que seu risco estará controlado e ele estará confortável com a operação de dois anos.

Mas se esta condição de conforto na precificação de um título de dois anos é necessária, ela não é suficiente. A segunda condição é que haja um preço a ser definido para a saída da operação, ou seja, há a exigência por parte do investidor da existência de um mercado secundário.

Dessa forma, podemos inverter. Se o Plano Real deseja ter sucesso uma das primeiras condições é a de intensificar as operações de longo prazo, incentivando e criando facilidades para a existência destes títulos. É inegável que o governo brasileiro caminha nesta direção. A colocação de títulos do governo de prazo cada vez maiores e as limitações de uso da TR, Taxa Referencial para indexação de títulos da economia, são exemplos típicos desta tendência. A forma de tratamento da taxa *over* estabelecida em janeiro de 1998, é outra forma de tentativa de mudanças no comportamento da economia brasileira; a idéia de taxa ao ano, por si só, nos leva a

comparações, mesmo que simplistas, que procuram intensificar o raciocínio de longo prazo.

Quando examinamos economias como a americana ou a européia onde empresas podem colocar títulos de 5 anos, pagando semestralmente apenas os juros e, ao final, do período, o principal; é fácil perceber a diferença que essas empresas têm nos seus investimentos. Elas têm tempo de construir fábricas novas, comprar máquinas e equipamentos, começar a ter resultados e, ao final de 5 anos, resgatar seus títulos. É importante frisar que esta não é a função dos Bancos Comerciais, que estão voltados para o curto prazo, para o capital de giro, ou mesmo dos Financeiros, que dão crédito pulverizado, de prazo maior, por meio das operações de crédito direto ao consumidor. Assim, o espaço das operações de longo prazo cabe ou aos Bancos de Investimentos ou, às Carteiras de Investimentos dos Bancos Múltiplos.

Naturalmente não se espera que os Bancos de Investimentos deem recursos às empresas por prazo de dois ou mais anos se a sua captação é de 30 dias. O descasamento deve ser entendido como uma fonte de receitas para os bancos em função do risco assumido. No entanto, captar a 30 dias e dar recursos por dois anos não é questão de risco, é loucura. Pois é a esta loucura que estão sujeitas as empresas brasileiras, a menos que captem no exterior ou se utilizem de capital próprio.

As *Debêntures*, de acordo com a lei 6.404 de 15/12/1976, conhecida como a lei das S/A's, são títulos caracterizados por serem de longo prazo, de emissão das empresas de Sociedades por Ações e que se adaptam as idéias expostas.

Neste estudo vamos tratar de entender as *Debêntures*, seus problemas e limitações de mercado. Problemas que vão desde as dificuldades de existência de mercado secundário como de denominação. Se você disser a uma pessoa menos avisada que tem *Debêntures* ela poderá pensar que se trata de uma nova doença, talvez contagiosa. No lugar das *Debêntures* proporemos o lançamento de um novo título, com nova denominação e que se difere pouco dos objetivos das *Debêntures*, mas que, pelas formas de negociação, podem permitir mais facilmente atingir seus objetivos, que são as operações de longo prazo.

As Debêntures no Brasil

Conforme o dicionário AURÉLIO, página 421, o termo vem da língua inglesa *debenture*, significando “título de crédito, emitido em séries, por sociedades anônimas ou em comandita por ações, o qual vence juros, é representativo de empréstimos amortizáveis, construídos a longo prazo mediante garantia de todo seu ativo...”. Já das informações do dicionário temos as principais características do título denominado *debenture* que são a de título de crédito e de longo prazo.

O capítulo V da Lei das Sociedades Anônimas (1976) trata do assunto, onde podemos citar alguns pontos importantes, tais como:

- “As Sociedades Anônimas poderão emitir *Debêntures* que conferirão a seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições da escritura de emissão e do certificado” (art.52).
- “A *Debenture* poderá conter cláusula de correção monetária, aos mesmos coeficientes fixados para a correção dos títulos da dívida pública, ou com base na variação da taxa cambial” (art. 54 – parágrafo único).
- “... podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar –se o direito de resgate antecipado...” (art. 55).
- “... os resgates parciais deverão ser feitos mediante sorteio, ou se as *Debêntures* estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra em bolsa” (art.55, parágrafo 1º).
- “A *Debenture* poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso” (art. 56).
- “A *Debenture* poderá ser conversível em ações...” (art. 57).
- “A *Debenture* poderá , conforme estiver disposta a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia flutuante...” (art. 60).
- “Excetuados os casos previstos em lei especial, o valor das emissões de *Debêntures* não

poderá ultrapassar o capital social da companhia” (art.60).

- “A escritura de emissão, por instrumento público ou particular, de *Debêntures* distribuídas ou admitidas à negociação no mercado, terá obrigatoriamente a intervenção de agente fiduciário dos *debenturistas* (art.66 ao 70)”; (art.61 - parágrafo 1º)
- “O agente fiduciário representa , nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos *debenturistas* perante a companhia emissora.

§1º são deveres do agente fiduciário:

- a) proteger os direitos e interesses dos *debenturistas*, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;
- b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos *debenturistas*, dentro de quatro meses do encerramento do exercício social da companhia...;
- c) notificar aos *debenturistas*, no prazo máximo de 90 (noventa) dias, qualquer inadimplência, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura de emissão...” (art.68)

Da leitura da Lei das S/A's, no capítulo referente às *Debêntures*, constatamos toda uma preocupação legal e grande abertura na sua constituição. Se, por um lado isto é importante, pois facilita a estruturação das operações para as empresas, por outro cria inúmeras dificuldades para o mercado. Como podemos comparar *Debêntures* de duas empresas, o que já é difícil pelas diferenças das empresas, se uma delas tem garantias reais e outra não? Como compará-las se uma delas paga juros fixos e outra juros variáveis, ou se uma delas é na moeda local e a outra tem variação cambial? Todas estas aberturas da lei acabaram por desestimular o mercado secundário, ou, no mínimo, dificultá-lo.

A Lei permite a negociação em bolsa ou balcão para o mercado secundário. Esta é outra questão fundamental, pois o mercado de balcão só é transparente para títulos de grande liquidez.

É inegável que o mercado de balcão de Títulos Públicos, de CDI, Certificado de Depósito Interbancário, e de câmbio, funcionam muito bem em função da grande liquidez destes mercados e por serem negociados, na sua maioria, por instituições financeiras.

Quando não, os investidores têm um grande número de instituições financeiras prontas para representá-los, colocando toda sua competência a disposição dos mesmos. Os próprios investimentos em CDB, Certificado de Depósito Bancário, possuem grande visibilidade. O mais simples dos investidores, ao passar pela **rua dos bancos**, poderá fazer várias cotações, compará-las e negociar a taxa com seu banco de preferência.

No caso das *Debêntures*, o mercado de balcão é um grande inibidor do mercado secundário. Mesmo participantes competentes do mercado tais como: Fundos de Pensão, Fundos de Investimentos, e outros, representados por seus administradores, têm grandes dificuldades de precificação das *Debêntures*, quer pelas suas diferentes características, quer pela inexistência de um mercado organizado que dê o preço de referência das *Debêntures*. Os negócios de balcão são estabelecidos entre as partes, comprador e vendedor, com preços não divulgados ou pouco divulgados.

Com relação às pessoas físicas ou jurídicas não financeiras, essa situação é com certeza muito mais difícil, tanto na compra como na vendas das *Debêntures*, sem levarmos em consideração se este tipo de investidor está disposto a entrar em uma operação de longo prazo ou não.

Assim, do exposto já podemos obter algumas conclusões importantes sobre as *Debêntures*, tais como:

- a) o mercado de *Debêntures* deve ter um forte mercado secundário, de forma a tomar as operações a longo prazo em um conjunto de operações de curto prazo.
- b) Os preços de negociações das *Debêntures* devem ser função do menor número de variáveis possíveis, facilitando sua precificação e, com isto, as comparações de preços.
- c) A negociação secundária das *Debêntures* deve ser apenas em Bolsa para que o mer-

cado possa regular seus preços e dar visibilidades.

O Mercado de *Debêntures* no Brasil

A Lei das Sociedades Anônimas de 1976, além de introduzir vários instrumentos para o mercado de capitais e de organizá-lo, também consolidou todo um conjunto de práticas e legislações já existentes sobre ações e *Debêntures*. Conforme Rudge e Cavalcante (1993; pp. 84), “As *Debêntures* estão entre os mais antigos tipos de investimentos do Brasil. A legislação original, do tempo do Império, que regula a Comunhão de *Debenturistas*, mantém-se até hoje.”

Embora todo o histórico do mercado de *Debêntures*, devemos reconhecer que em nenhum momento este mercado supriu as necessidades quer dos investidores, como dos tomadores de recursos. Foram muitas e constantes as tentativas dos profissionais de mercado no sentido de dar clareza à formação do preço, de criar o mercado secundário e de valorização, como instrumento, das *Debêntures*.

A CVM e as ABAMEC's realizaram esforços neste sentido. Vários congressos e seminários foram criados com o intuito de posicionar as *Debêntures* em lugar importante dentro do Mercado de Capitais. O concurso de Monografias para a próxima reunião da ABAMEC de 1998, em Belo Horizonte, tem como um dos temas: “O Mercado das *Debêntures*”, o que é mais um exemplo da preocupação sobre o assunto.

Muito se fez sobre esse assunto. O VI Seminário sobre *Debêntures* da ABAMEC, de 1993, tratou de temas que são realidades em nosso mercado, tais como:

- *Debêntures* de Securitização de Recebíveis;
- *Debêntures* Permutáveis em Quotas de Condomínio;
- *Debêntures* Imobiliárias;
- Fundos de Investimentos em *Debêntures*.

Este Seminário (1993-pp.1) também aproveitou o evento “para aprofundar-se nos aspectos técnicos e legais, tendo, inclusive, sido proposta a criação de uma central de custódia e liquidação

de títulos imobiliários privados (CETIP) onde as *Debêntures* poderiam ser registradas para fins de facilitar e agilizar sua negociação no mercado secundário”.

Dentro desta mesma linha a ANDIMA, Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto e a CETIP, Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados, implantaram em setembro de 91 o SNA, Sistema Nacional de Ativos, com o objetivo de processar eletronicamente o registro de negócios, sua liquidação física e financeira, bem como de controle escritural da posição de títulos emitidos por instituições financeiras cadastradas no sistemas.

Este sistema conhecido por SND, Sistema Nacional de *Debêntures*, é hoje uma realidade e os negócios existentes entre *Debêntures*, realizados neste sistema, são divulgados pela *Gazeta Mercantil*.

De tudo que já foi exposto, constata-se um grande esforço no sentido de criarmos um Mercado de *Debêntures*.

Na realidade, apesar do muito que se conseguiu, não podemos afirmar que temos um grande Mercado de *Debêntures*, tão pouco que existe um mercado secundário pouco atuante, de baixa liquidez e de pequenos volumes negociados.

É dentro desse contexto que este artigo procura apresentar uma saída em termos de proposta do lançamento de um novo título que denominaremos, inicialmente, de Bônus Empresariais, do qual passamos a tratar.

Os Bônus Empresariais

A Continuidade do Mercado de *Debêntures*

Como já vimos, as *Debêntures* são títulos que existem há muito tempo e que possuem uma grande história. No entanto, em todos estes anos não se conseguiu criar um mercado secundário, apesar de todos os esforços realizados.

A ABAMEC-SP vem realizando, desde 1980, uma série de seminários no sentido de aprofundar os aspectos técnicos e legais, procurando ampliar o mercado de *debêntures*. Muitos profissionais de mercado e algumas ABAMEC de outros estados também vêm realizando grandes esforços nesse mesmo sentido. Na apresentação do texto do VI Seminário sobre *Debêntures*,

patrocinado pela ABAMEC-SP, temos, conforme Rioli (1993, pp. 1), “para este VI Seminário, a preocupação nossa foi a de colocar inovações ocorridas no Mercado, à disposição do público em geral e dos profissionais que lidam com este importante título, que tem a capacidade de instrumentalizar várias opções financeiras que podem se constituir e certamente se constituem em meios de capitalização de empresas e atrativo para investidores institucionais ou não.”

De tudo que tratamos, é inegável a importância das *Debêntures* para o mercado financeiro brasileiro. Apesar de todas as críticas que fizemos, acreditamos que a importância desses títulos ainda é grande para muitas empresas, principalmente para as operações de securitização ou outras operações estruturadas.

Nossa proposta é a de criação de um novo título que denominaremos, nesse primeiro momento, de Bônus Empresarial. Trata-se de um título que no seu conceito amplo nada mais é que uma *Debênture*, mas que no sentido específico tem características que devem suplantar os pontos fracos das *Debêntures*, como passamos a tratar.

Os Bônus Empresariais

Os Bônus Empresariais serão títulos de longo prazo emitidos pelas empresas com as seguintes características:

- a) esses títulos poderão ser emitidos por Sociedades Anônimas de capital aberto ou fechado. Também poderão ser emitidos por empresas que não são Sociedades Anônimas, desde que tenham um patrimônio mínimo a ser fixado.
- b) A CVM, Comissão de Valores Mobiliários seria o órgão fiscalizador e responsável pela autorização e emissão de Bônus Empresariais.
- c) Para solicitação da autorização, a empresa deveria percorrer os atuais passos necessários para a emissão de Ações ou *Debêntures*.
- d) Não haveria a figura do Agente Fiduciário, mas um Banco de Investimento seria o responsável pelo lançamento do título. Essa responsabilidade está diretamente ligada ao conjunto de informações sobre a empresa

por ocasião do lançamento do título. O Banco de Investimento deve apresentar uma análise completa da empresa e projeções de seus demonstrativos financeiros e indicações claras do risco a que os investidores estarão sujeitos ao adquirir o título. Deverão, também, mostrar claramente os critérios de precificação dos títulos, qualidades dos administradores e posição da empresa em seu setor. Esse documento, assinado por um único Banco de Investimento, deve fazer parte da documentação entregue a CVM, que deverá tomar as providências competentes no caso da ocorrência de informações incompletas ou não verdadeiras que possam prejudicar os investidores.

- e) O Banco de Investimento responsável pelas informações assume sozinho a responsabilidade das mesmas, mas poderá juntar-se a outros Bancos de Investimento e Corretoras de Valores na colocação dos títulos.
- f) Os Bônus Empresariais teriam como características específicas as que segue:

- i – prazo mínimo de 2 anos;

- ii – pagamento de juros semestrais, não sendo permitida amortização parcial do principal do título;

- iii – a taxa de juros será pré-fixada, não podendo ocorrer nenhum tipo de indexador atrelado ao título;

- iv – o título só poderá ser emitido em reais;

- v – os títulos serão nominativos;

- vi – a emissão dos títulos será escritural e de responsabilidade de Banco Comercial ou de Investimentos que se disponha a prestar esses serviços;

- vii – a liquidação financeira dos títulos deverá ser feita por meio da CETIP por ocasião do seu lançamento. O Banco de Investimento responsável pelas informações da empresa será o Banco centralizador das liquidações;

- viii – os títulos serão emitidos com valor de face de R\$ 100,00 (cem reais) e poderão ser fixados lotes mínimos para negociação.

- g) O mercado secundário dos Bônus Empresariais terá as seguintes características:

- i – os Bônus Empresariais só poderão ser negociados em Bolsas de Valores;

- ii – o Banco de Investimento responsável pelas informações da empresa deverá estabelecer contrato com Corretora de Valores com objetivo de dar liquidez ao título no mercado secundário, por ocasião de seu lançamento;

- iii – propomos que 20% dos recursos captados pela empresa fiquem à disposição do Banco de Investimento responsável pelas informações da empresa, para que cumpra os objetivos de liquidez pelo prazo mínimo de 30 dias, a contar da data de lançamento do título em Bolsa de Valores;

- iv – os Bônus Empresariais serão cotados em termos de PU: Preço por Unidade a receber, com base no valor do principal de R\$ 100,00 (cem reais), com lotes padrão fixados pelas Bolsas de Valores.

As características aqui enumeradas, além daquelas que outros estudos puderem estabelecer, têm como principal objetivo facilitar a existência de um mercado secundário, formador de preços e fundamental para a existência do mercado primário.

Acreditamos que o Bônus Empresarial aqui proposto tem as mesmas características das *Debêntures*, com a imposição de algumas limitações. As principais delas são:

- taxa de cupom pré-fixada;
- pagamento de juros semestrais;
- prazo mínimo de dois anos.

Essas limitações são, no entanto, extremamente importantes, pois permitem estabelecer

maiores facilidades para a existência do mercado secundário.

A medida que os Bônus Empresariais sejam negociados no mercado secundário em termos de PU, preço por unidade, estarão definidas as taxas internas de retorno para cada título, deixando claro para os investidores o risco, segundo a visão de mercado, do Bônus da empresa em análise.

Para garantir essa visão de risco e propiciar um incentivo à negociação desses títulos é que parte dos recursos captados pela empresa deverão estar disponíveis para estabelecer a liquidez dos Bônus no mercado secundário.

A obrigatoriedade do mercado secundário ser desenvolvido em Bolsas de Valores é uma clara colocação de que os preços dos Bônus Empresariais devem ser livres e disponíveis a qualquer momento, segundo as forças de mercado. Se um Bônus Empresarial, passados 30 dias ou consumidos os 20% do colchão de liquidez, não apresentar mais liquidez no mercado, isso deverá ser entendido pelo investidor como aumento do risco do título, o que acabará por intervir em seu preço.

Assim, as empresas responsáveis que desejarem manter suas portas abertas para este tipo de captação e os Bancos de Investimentos responsáveis pelas informações da empresa no lançamento do título, deverão assumir posturas competentes em relação ao mercado. Este último pagará o preço dos maus lançamentos, mas aprenderá a cobrar daqueles que forem incompetentes em suas operações.

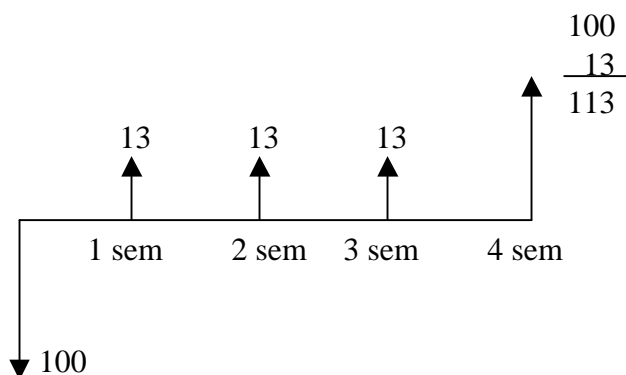
A Negociação dos Bônus Empresariais

Acreditamos que a negociação, em mercado primário ou secundário, será muito semelhante àquela dos Bônus existentes no exterior, tais como no mercado americano, japonês ou em vários países europeus. Em termos de práticas internacionais, mais comuns aos brasileiros, os Bônus Empresariais terão características muito semelhantes aos Eurobônus de empresas brasileiras lançados no exterior.

Em termos de mercado primário, a empresa e seu banco responsável deverão definir o prazo do título e a taxa de cupom do mesmo. Após a aprovação pela CVM, deverão estabelecer um prazo, por exemplo de 90 dias, para o final do lançamento do título. Neste período é que será fixada a verdadeira taxa de negociação do título, pois ele poderá ser vendido com ágio ou deságio sobre o principal ou até mesmo ao par, significando que a taxa de cupom é, naquele momento, uma precificação aceitável do título pelo mercado.

Consideremos o caso de um Bônus Empresarial de 2 anos, lançado à taxa de cupom semestral de 26 % a.a., no volume de R\$ 20.000.000,00.

O fluxo de caixa de cada Bônus será dado por:



Como no caso dos títulos no exterior, estamos considerando a cotação nominal em taxas ao ano e a taxa efetiva como sendo semestral. Daí tomarmos R\$ 13,00 de juros de cupom ao fim de cada semestre.

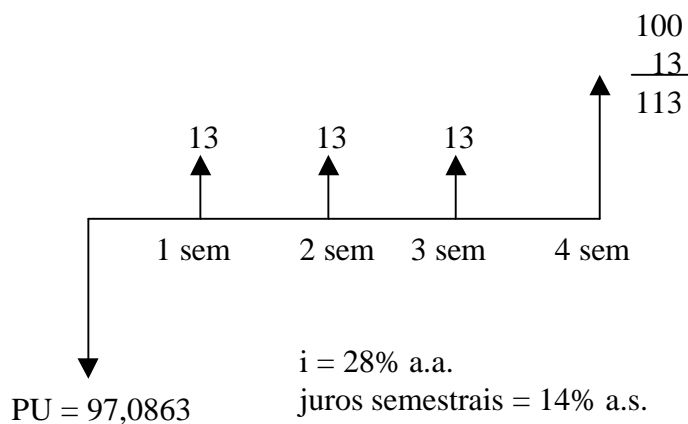
Dessa forma, conforme o mercado avaliar o título ele poderá negociá-lo ao par, com ágio ou

deságio. As informações do banco responsável pelo lançamento e seu histórico serão fundamentais para esta avaliação. Em termos finais, o mercado definirá se a taxa de 26 % a.a. é uma boa ou má remuneração para os riscos envolvidos. A tabela seguinte nos mostra o valor do PU para cada tipo de taxa interna de retorno fixada.

PU TÍTULO (\$)	TAXA INTERNA DE RETORNO (SEMESTRAL)
100,0000	26 % a.a.
97,0863	28% a.a.
94,2900	30% a.a.
103,0373	24% a.a.
109,5096	20% a.a.

Assim, se o mercado exigir no lançamento do título a taxa de 28 % a.a., ou seja, 14 % a.s., então o investimento será de PU = 97,0863 pelo

fluxo de caixa adquirido na compra do Bônus Empresarial em questão, como segue:



Com relação ao mercado secundário, a negociação seria feita em termos de valores de PU do Bônus, podendo ser a viva voz ou, o que acreditamos seja mais apropriado, por sistemas computacionais.

É importante notar que, encerrado o lançamento do título, a empresa tem seus preços fixados e os investidores estão diante de um título de renda variável.

Vamos considerar o caso em que é encerrada a operação no mercado primário à taxa de retorno de 28% a.a., que representa o equilíbrio entre o risco que o investidor concorda em correr e as necessidades de recursos da empresa. Se a empresa, com os recursos captados, sofrer transformações positivas visíveis ao mercado, então o título será negociado a taxas menores, que estarão refletidas no PU negociado em Bolsa. Nessas condições, o investidor inicial poderá liquidar sua operação, antecipadamente, com uma remuneração maior que aquela esperada. De forma contrária, se o mercado observar uma situação declinante da empresa, as taxas aumentarão. Nessas condições, se o investidor inicial liquidar sua posição, não obterá a remuneração do início da negociação. Para que receba os 28% a.a. iniciais, deverá carregar o título até o seu resgate, correndo os riscos da situação da empresa. É importante notar que embora a rentabilidade do título seja variável para o investidor, o mesmo não ocorre para as empresas que pagarão uma parcela constante de juros durante a vida do Bônus.

Dessas poucas descrições de possíveis situações existentes entre o investidor e a empresa, com a participação dos agentes do mercado financeiro, já podemos imaginar o crescimento desse mercado.

Em primeiro lugar esse crescimento é diretamente voltado para a produção, pois permitirá às empresas captar recursos de longo prazo para seus investimentos. Também é um crescimento nas relações entre as Empresas e os Bancos de Investimentos, Corretoras e Analistas que precisarão ter posturas mais íntimas, claras e éticas. Os investidores, institucionais ou não, deverão estar mais cientes dos riscos a que estarão sujeitos e exigirão dos Intermediários Financeiros um maior conjunto de informações e competência no seu trato.

Todas essas relações já estão disponíveis no mercado brasileiro, que está em crescimento em todos os sentidos. É inegável a capacidade de trabalho e a crescente competência de toda uma juventude, aliada à experiência de grandes profissionais, disponível para o aparecimento desse novo mercado.

Outros produtos Obtidos a partir dos Bônus Empresariais

A exemplo do que ocorre com os mercados internacionais podemos considerar os inúmeros produtos que serão decorrentes dos Bônus Empresariais. Como exemplo podemos citar:

- negociação separada dos cupons de juros e do principal do título, operação conhecida como *stripped*;
- derivativos sobre as taxas de juros dos Bônus Empresariais do tipo futuros, opções de compra e opções de venda;
- a existência do mercado secundário de Bônus Empresariais e o conseqüente estabelecimento das taxas destes Bônus serão indicadores importantes para o estabelecimento da qualidade das empresas em relação ao risco. Estes elementos serão de grande importância no estabelecimento do *rating* das empresas;
- os fundos de Bônus Empresariais serão, com certeza, outro produto de existência imediata e que estarão ligados à geração de liquidez para as empresas.

Enfim, acreditamos que teremos um novo mercado a ser desenvolvido ao redor dos Bônus Empresariais, tomando por base o que ocorre no exterior e as características próprias do mercado a ser desenvolvido no Brasil.

CONSIDERAÇÕES FINAIS: BÔNUS EMPRESARIAIS *VERSUS* DEBÊNTURES

O título deste item de nosso trabalho tem apenas o motivo de uma provocação.

Na realidade acreditamos, que as *Debêntures* continuarão e serão cada vez mais utilizadas em operações estruturadas como vem ocorrendo em nossos dias.

As operações de securitização são o grande exemplo de uso das *Debêntures* como elemento de lastro para a estruturação das operações. São operações com base em recebíveis que passam a garantir a emissão da *Debênture* por meio da ação de um Agente Fiduciário.

Essas operações são bastante interessantes e estão sendo usadas por vários participantes do mercado. Podemos citar alguns casos, tais como:

- Securitização de recebíveis do Mappin de 1994, no valor de US\$ 5 milhões.
- Conforme a *Gazeta Mercantil* de 19/03/98, temos algumas securitizações em andamento para a construção civil, tais como:

Agente Financeiro	Incorporadora	Valor da Operação
BankBoston	Schain Cury Tecnisa Bogosian Rossi	US\$ 25 milhões
BBA	Rossi	US\$ 5 milhões
Citibank	Operações em estudo	Valor a definir

- Outro caso interessante é o do Colégio Educacional da Lagoa (CEL), do Rio de Janeiro, que faz a captação de R\$ 7 milhões por meio de *debêntures*, com prazo de oito anos e garantia de recebíveis, conforme *Gazeta Mercantil* de 2/4/98.

Além das operações de securitização, as *debêntures* continuarão a ser utilizadas de várias formas em operações de recomposição de dívidas, ou de características estruturais próprias para resolver algum tipo de situação problema, ou de oportunidade, daí a sua importância e de uma ampla legislação.

Os Bônus Empresariais, no entanto, estarão ligados mais diretamente aos investimentos das empresas e às perspectivas de crescimento. Embora tenham uma estrutura muito parecida com as *debêntures*, em relação à existência de juros, eles também têm uma forte componente de renda variável durante a vida do Bônus.

Assim, ambos os títulos, Bônus e *Debêntures*, passam a ter objetivos bem distintos. Enquanto as *Debêntures* têm sido utilizadas em operações que procuram minimizar as componentes de risco, como são os casos das operações de securitização de recebíveis e as *Debêntures* emitidas

por empresas de *leasing*, os Bônus Empresariais deverão mostrar claramente o risco envolvido na operação, que deverá estar claro aos investidores, por meio da precificação das taxas de juros.

Como última argumentação, os Bônus Empresariais poderiam ter um tratamento diferenciado em relação à tributação. Nossa proposta seria a de manter o imposto de renda sobre os juros de cupom, que seriam recolhidos pela própria empresa emissora, por ocasião do seu pagamento.

No entanto, os ganhos de capital por compras e vendas de PU no mercado secundário, seriam isentos de impostos, o que incentivaria a compra e venda dos Bônus e, portanto, sua liquidez. Com isto obtemos dois títulos que, apesar das semelhanças, estarão dirigidos a mercados distintos, sendo que o mercado de Bônus Empresariais estará diretamente ligado aos investidores finais.

Com certeza, não conseguimos neste texto apresentar um produto acabado, mas esperamos que nossa contribuição seja um documento para tornar realidade um tipo de título que sempre esteve na cabeça de muitos profissionais do mercado e que deverá estar ligado diretamente ao processo produtivo das empresas.

BIBLIOGRAFIA

HOLANDA FERREIRA, Aurélio B. “Novo Dicionário da Língua Portuguesa” Rio de Janeiro, Nova Fronteira, 1975, 11^o Impressão.

CAVALCANTE, Francisco; **RUDGE**, Luiz Fernando. “Mercado de Capitais” Belo Horizonte, Comissão nacional de Bolsa de Valores, 1993, pp. 84.

VI SEMINÁRIO SOBRE DEBÊNTURES – ABAMEC – SP – 1993. Texto de Apresentação de Vladimir Antônio Rioli.

GAZETA MERCANTIL