

### **3**

## **A DEBÊNTURE CONVERSÍVEL NO BRASIL**

Instrumentos financeiros relativamente recentes quanto à sua aceitação nos mercados brasileiros, as debêntures conversíveis dependem de dois fatores fundamentais para sua consolidação: um forte mercado secundário para a negociação das debêntures e uma bolsa de valores consistente para a negociação das ações.

### **3.1**

#### **Introdução**

Após mais de duas décadas de instabilidade econômica, onde havia inflação crônica com índices díspares e manipuláveis de correção monetária, já estamos no décimo ano de implantação do Plano Real, que nos trouxe razoável estabilidade econômica.

Até 1993, conforme Anderson (1996), os contratos de emissão de debêntures tinham cláusulas que periodicamente permitiam o resgate ou repactuação, para proteção contra o risco inflacionário.

Em um ambiente instável política e economicamente, foi quase impossível utilizar a emissão de Debêntures Conversíveis como instrumento financeiro de financiamento a longo prazo. Para Anderson (1996), que investigou 50 emissões do setor não financeiro entre 1989 e 1993, a contratação era dispendiosa por causa da inflação, da volatilidade dos títulos e também pela falta de regras estáveis por parte do governo.

Kimura e Suen (1998) indicaram como fundamental ao desenvolvimento e viabilização do mercado secundário de debêntures o estabelecimento de uma metodologia básica para a cotação das debêntures.

A principal vantagem na utilização das debêntures conversíveis é sua flexibilidade podendo atender simultaneamente aos interesses do emissor e do investidor, conforme Procianoy, Veisman (2000).

Para o investidor, a cláusula de conversibilidade é na realidade uma *call option* e para a empresa, a cláusula de chamada permite a possibilidade de emissão de ações em determinado momento no futuro.

As debêntures conversíveis já foram usadas no Brasil (1980 a 1984) para que os bancos pudessem driblar o contingenciamento imposto pelo Banco Central, quando foram criados Fundos Mútuos de Investimento, lastreados em debêntures conversíveis, gerando uma demanda por estas emissões.

No início da década de 90 quando os preços estavam bem abaixo do valor patrimonial e havia a necessidade de aporte de capital, as empresas passaram a emitir debêntures conversíveis com o objetivo de aumentar o capital próprio.

## **3.2 Conceitos**

Para um melhor entendimento das Debêntures Conversíveis, relacionamos os termos que são mais usados no Brasil :

### **3.2.1 Debêntures**

São títulos de crédito representativos de um empréstimo que uma companhia faz junto a terceiros e que assegura a seus detentores direito contra a emissora, nas condições constantes da escritura de emissão.

Uma emissão de Debêntures pode ser feita por uma S.A (Sociedade por Ações) de capital aberto ou fechado, mas só as que possuam capital aberto e registro na CVM - Comissão de Valores Mobiliários podem colocá-las publicamente.

A grande atratividade destas emissões é a possibilidade da empresa poder conciliar a amortização e a remuneração ao seu fluxo de caixa e às condições de mercado

### **3.2.2 Cédulas de Debêntures**

São títulos, lastreados em debêntures, com garantia própria, que conferirão a seus titulares direito de crédito contra o emitente, pelo valor nominal e o juros nela estipulados.

### **3.2.3 Debêntures Nominativas e Escriturais**

A debênture nominativa é aquela que consta o nome do titular e é registrada em livro próprio, sendo facultado à emissora contratar a escrituração e guarda dos livros de emissão e registro de transferência. A escritural é igualmente nominativa, diferenciando da primeira somente na inexistência da possibilidade de emissão de certificado e na obrigatoriedade de contratação de instituição financeira depositária.

### **3.2.4 Debêntures Conversíveis**

Títulos de longo prazo, emitidos por sociedades anônimas com finalidade de captar recursos visando investimento ou o financiamento de capital de giro, com ou sem garantia do ativo da companhia, com cláusula de conversibilidade em ações, em uma certa época a um determinado preço.

### **3.2.5 Cálculo do Valor de um Debênture**

Até a presente data cada instituição tem liberdade para adotar sua metodologia e seus parâmetros no apuração dos títulos, o que acarreta cotações divergentes para um mesmo debênture conversível.

A Andima está no momento editando instruções normativas que possibilitarão uniformizar a metodologia de cálculo.

### **3.2.6 Escritura de Emissão**

Documento que permite à empresa emitir as debêntures. Nela estão descritos todos os direitos conferidos pelos títulos, suas garantias e demais cláusulas e condições da emissão e suas características.

### **3.2.7 Agente Fiduciário**

O agente fiduciário é o representante legal dos interesses dos debenturistas, protegendo seus direitos junto à emissora. Sua presença é obrigatória nas emissões públicas.

### **3.2.8 Registro no SND - Sistema Nacional de Debêntures**

As Debêntures são registradas no SND - Sistema Nacional de Debêntures, administrado pela Andima (Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto) e operado pela CETIP (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos).

### **3.2.9 Banco Mandatário**

O banco mandatário é o responsável pela confirmação financeira de todos os pagamentos e movimentações efetuadas pelo emissor: pedidos de depósito e retirada no mercado secundário, de conversões, de permutas, e de outros atos referentes à emissão. Somente bancos comerciais podem exercer esta função.

### **3.2.10 Registro da Emissão na Comissão de Valores Mobiliários**

O registro da emissão junto à Comissão de Valores Mobiliários - CVM significa que encontram-se em poder da CVM e também da instituição financeira coordenadora da distribuição, os documentos e informações necessários à avaliação, pelos investidores, do investimento.

### **3.2.11 Procedimento da Distribuição das Debêntures**

A emissão de debêntures é decidida em Assembléia Geral de Acionistas ou pelo Conselho de Administração da emissora, ambos com poderes legais de estabelecer todas as condições da emissão.

A companhia deve escolher uma instituição financeira credenciada para estruturar e coordenar todo o processo de emissão, denominada coordenador-líder, que ficará responsável pela modelagem da operação, preparação da documentação e registro da emissão pública junto à CVM e pela colocação dos títulos junto aos investidores. A instituição coordenadora também elabora o prospecto da emissão que reúne as informações da emissora para serem distribuídas ao público investidor.

O Prospecto é obrigatório nas emissões públicas. Ele consolida as informações relevantes sobre a emissora, permitindo aos investidores interessados uma avaliação da companhia e das condições gerais da emissão.

No prospecto de emissão deve-se fornecer o *rating* da empresa, efetuada por empresa especializada independente, para avaliação sobre o risco envolvido indicando a probabilidade da companhia emissora honrar os compromissos financeiros assumidos na escritura de emissão.

### **3.2.12 Colocação**

A distribuição primária (primeira venda dos títulos após a sua emissão) das debêntures é conduzida por uma (ou mais) instituição financeira contratada pela emissora e denominada *underwriter*.

Mercado primário é aquele em que os títulos são ofertados pela primeira vez pela companhia emissora, através de um intermediário financeiro. O mercado secundário é aquele em que são efetuadas as operações de compra e venda de debêntures com os investidores finais.

Quando existem dúvidas sobre aceitação da emissão e definição de seu preço, procede-se ao *bookbuilding* uma espécie de consulta prévia ao mercado, para definição da remuneração das debêntures ou determinação do preço de

subscrição, tendo em vista a quantidade de debêntures, para diferentes níveis de taxa, que os investidores pretendem adquirir.

### **3.2.13 Negociação**

As Debêntures são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, no SND - Sistema Nacional de Debêntures e no SDT- Sistema de Distribuição de Títulos

O SND é um sistema para registro, negociação, custódia e liquidação financeira de operações com debêntures, através da rede de terminais da CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos.

Após o fechamento do negócio por uma mesa de operações, comprador e vendedor registram a operação no SND .

O SDT- Sistema de Distribuição de Títulos oferece suporte às colocações públicas primárias de valores mobiliários realizadas por companhias abertas, devidamente registradas na CVM - Comissão de Valores Mobiliários

No início, as instituições integrantes do *pool* de colocação, depositam em suas contas, junto ao SDT, a quantidade de debêntures que irão distribuir. E a emissora confirma estas posições na CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos. As instituições do *pool* iniciam o processo de distribuição, informando os dados dos investidores para a emissão dos recibos de subscrição. O SDT, através dos recibos de subscrição, emitidos automaticamente e com liquidação financeira sem emissão de cheques (por compensação bancária), agiliza o processo do mercado primário. O SND atua no mercado secundário, e todos os eventos relativos à emissão são eletrônicos e os valores são creditados e debitados diretamente nas contas dos participantes, permitindo a negociação com as debêntures e formando mercado.

A BOVESPA e a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia), criaram o BOVESPA FIX, um ambiente integrado para a negociação, liquidação e custódia de títulos de renda fixa privada, onde se pode negociar debêntures eletronicamente .

Os negócios com títulos de renda fixa no BOVESPA FIX são realizados por meio do sistema eletrônico SISBEX, que proporciona total transparência uma vez que, as ofertas e preços de fechamento são disponibilizados para todo o mercado, em tempo real, permitindo uma melhor formação de preços e uma "marcação a mercado" das carteiras de títulos, com benefícios aos emissores e aos investidores.

### **3.3 As Escrituras das Debêntures**

As Debêntures tem nas suas escrituras de emissão todas suas características explicitadas.

#### **3.3.1 Data de Emissão, Prazo e Vencimento**

Data de Emissão das Debêntures é o dia inicial para cômputo de rendimentos com prazo em anos e data final de vencimento

#### **3.3.2 Quantidade de Debêntures e Números de Séries**

Número e séries constantes da emissão

#### **3.3.3 Valor Nominal e Valor Total da Emissão**

Valor na data da emissão e o valor total.

#### **3.3.4 Forma e Espécie**

As Debêntures são classificadas por tipo:

- Nominativas, onde a empresa dispõe do Livro de Registro das Debêntures Nominativas e nele anota registro e controle das transferências.

- Escriturais, quando a custódia e escrituração são delegadas a uma instituição financeira (credenciada pela CVM)

As Debêntures são classificadas por espécie em função da garantia oferecida aos investidores:

Garantia Real, quando ativos da empresa ou de terceiros garantem a emissão

Garantia Flutuante, são garantidos privilégios sobre os ativos da empresa em caso de falência, mas sem vinculação de bens à emissão.

Garantia Quirografária, sem privilégios a emissão concorre em igualdade de condições com os demais credores em caso de falência

Subordinada, onde em caso de falência, a preferência do pagamento é dos acionistas

### **3.3.5 Conversibilidade das Debêntures**

Cláusula que define, por opção dos debenturistas, como, quando e de que forma dar-se-á a conversão do investimento em ações da empresa emitente. É o fator que definirá a aceitação pelo mercado da emissão, pois é, na realidade, uma opção de compra que pode ser avaliada financeiramente à época da decisão do investimento, complementando, assim, a taxa de juros oferecida.

### **3.3.6 Vencimento Antecipado**

Cláusula que permite ao Agente Fiduciário declarar antecipadamente vencidas todas as obrigações das Debêntures em determinadas situações, para proteção dos investidores.

### **3.3.7 Exercício da Cláusula de Conversibilidade Das Debêntures**

As empresas usam Debêntures Conversíveis para levantarem capital e estes são vistos pelo mercado como um papel híbrido, misto de ação e Debênture, uma vez que apresenta opção de conversibilidade do principal em ações.

Cada emissão especifica o prazo de conversibilidade e o preço de conversão e, portanto, uma vez exercida a cláusula de conversibilidade, a divisão entre o principal da Debênture e o preço de conversibilidade, dará o número de ações em que cada título será convertido.

Algumas emissões apresentam cláusulas de chamada que permitem o pagamento antecipado das Debêntures, mediante condições estipuladas. Assim, antecipam a necessidade da decisão do investidor sobre a conversão. São

utilizados quando a empresa necessita tomar alguma importante decisão ou quando há mudanças significativas de taxas de juros, ou mesmo quando o planejamento estratégico indicar necessidades de mudanças no perfil da dívida.

### **3.4**

#### **Base Legal e Tributária das Debêntures**

A legislação que deu uma base legal para a emissão de Debêntures foi a Lei 6385 de 07/12/76 (antiga Lei das S/A).

#### **3.4.1**

##### **A base legal para a Natureza Jurídica**

Pela Lei 6385 de 07/12/76 em seu artigo 2º, com redação atualizada pela lei 10303/01, às debêntures foi dado o respaldo legal; na lei 6404 de 15/12/76, artigo 52 (com redação atualizada pela lei 10303/01), foi conferido o direito das empresas de emitirem debêntures; pela Lei 5869 de 11/01/73, artigo 585 (atualizado em sua redação pelas leis de 5925/73 e 8953/94), as debêntures foram considerados títulos executivos extrajudiciais, tais como a letra de câmbio, a nota promissória, a duplicata e o cheque.

#### **3.4.2**

##### **A base legal para a Classificação quanto à forma**

Pela Lei 6404 de 15/02/76 artigos 31, 34 e 63 (com redação dada pelas Leis 9457/97 e 10303/01) podem ser Nominativas ou Escriturais.

Na Lei 4728 de 14/07/65 Art 44 foi estabelecida a conversibilidade, regulamentada na lei 6404, de 15/12/76, artigo 57, que no artigo 58 estipula a caracterização quanto à garantia ou Espécie: Real, Flutuante, Quirografária ou Subordinada.

#### **3.4.3**

##### **A base legal para a Emissão**

A emissão primária de Debêntures, é aquela ofertada inicialmente ao mercado, seja por intermediário financeiro ou conjunto de participantes na colocação. Ela está regulamentada na Lei 6385, de 7/12/76, artigo 19 e na Lei

6404 de 15/12/76, artigo 52, passando a ter suas emissões públicas; necessidade de anuência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Pela Resolução 1777 do CMN ( Conselho Monetário Nominal), de 19/12/90 que em seu artigo 3º praticamente só admite a negociação das debêntures registradas na CVM.

Transcreve-se por importância o Artigo 1092 da Lei 10406, de 10/01/02 (Novo Código Civil), *“A Assembléia Geral não pode, sem o consentimento dos diretores, mudar o objeto essencial da sociedade, prorrogar-lhe o prazo de duração, aumentar ou diminuir o capital social, criar debêntures, ou partes beneficiárias”*.

Que portanto reformou a Lei 6404 de 15/12/76, artigo 54, que dava competência à Assembléia Geral para deliberar sobre emissão de Debêntures sem ser necessário permissão dos diretores.

Pela Resolução 1517 do CMN de 21/09/88, as emissões de debêntures por empresas não controladas por capitais nacionais foram isentadas de ingresso de recursos externos.

Em 30/11/94, a Resolução 2122 do CMN, permitiu às Companhias Hipotecárias emitir debêntures (artigo 4).

Pela Instrução 281 do CMN, em 04/06/98, com redação pela Instrução 307 de 07/05/99, as Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros foram autorizadas, apenas, a emitir debêntures simples.

#### **3.4.4 As Resoluções do Banco Central do Brasil**

A Previdência Privada foi regulamentada em 15/07/77 (lei 6435), com diretrizes formuladas pela Resolução BC 460 de 23/02/78.

Em 24/04/81, o Comunicado Conjunto BC/CVM nº 1 permitiu aos Fundos de Pensão operar nos mercados futuro e de opções.

A Resolução BC 794, em 11/01/1983, reformulou a BC 460 e impôs um mínimo de 20% (vinte por cento) das aplicações em Ações e Debêntures Conversíveis.

A Resolução BC 1025, de 05/06/85 retirou as debêntures do limite mínimo permanecendo apenas as ações.

A Resolução BC 1612, de 23/06/89 determinou que os fundos de pensão de empresas públicas teriam 25% (vinte e cinco por cento) no mínimo em Obrigações do FND e outros títulos, entre eles, debêntures conversíveis de empresas estatais.

Na Resolução BC 2038, de 23/12/93, os Fundos de Pensão de empresas do setor público são obrigados a aplicar no mínimo 35%(trinta e cinco por cento) em NTN série R e cancelando a obrigação de aplicação em obrigações do FND e debêntures de empresas estatais.

Na Resolução BC 2109, de 20/09/94, cessaram as obrigatoriedades de aplicações mínimas, inclusive, em títulos públicos.

A Resolução BC 2324, de 30/10/96, alterou as normas reguladoras dos Fundos de Pensão e entre elas estipulou, no máximo 5% (cinco por cento) em quotas de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (antes de até 50%), além de outras medidas de forma a não haver riscos.

#### **3.4.5**

#### **Requisitos para Aquisição de Debêntures (Resoluções do Conselho Monetário nacional)**

As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central somente podem subscrever, adquirir ou intermediar debêntures destinados à subscrição pública e, portanto, sob prévia anuência do CMN (Resolução 1777 do CMN em 19/12/90), registrados conforme o caso no SELIC Sistema Especial de Liquidação e Custódia) ou CETIP (Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos), conforme resolução 1779 do CMN de 20/12/90), cujo registro para Fundos de Investimentos já era regulado pela Instrução 302 de 05/05/99 e 303 de 05/05/99 da CVM.

Em 29/10/02, a Resolução 3034 da CMN deu poderes à SUSEP, Banco Central e CVM nas suas áreas de competência autorização para regulamentá-la quanto às normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas, provisões e dos fundos das Sociedades Seguradoras das Sociedades de Capitalização e das Entidades Abertas de Previdência Complementar, sendo que a Resolução 98 do CNSP (Conselho Nacional de Seguros Privados) de 30/09/02 definiu que as debêntures adquiridas devem ter sido previamente registrados na CVM.

O Regulamento Anexo à Resolução 2829 da CMN, de 30/03/01, e relativo às entidades fechadas de Previdência Complementar definiu a classificação das debêntures na carteira de renda fixa, conforme o risco de crédito (artigos 10 e 11). E que no caso de conversão, as ações devem ser transferidas do segmento da renda fixa para o segmento de renda variável (artigo 18) bem como a Resolução 2850/01, em seu artigo 1º inclui na carteira de participações, as debêntures da emissão de sociedades de propósito específico, constituídas com a finalidade de viabilizar o financiamento de projetos

### **3.4.6**

#### **Modificações na nova Lei das S.A**

O Capítulo V da **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**, em seus artigos 52 a 74, trata das Debêntures. As mudanças havidas pela **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**, não foram significativas e apenas deram respaldo legal a algumas práticas de mercado:

- No artigo 52 foi tornada opcional a emissão do certificado.
- No artigo 54 foram ampliados os índices de correção monetária e permitidos pagamentos do principal em bens.
- No artigo 59 foi permitido ao Conselho de Administração poderes para emissão de Debêntures Simples.
- No artigo 62 o Registro que era feito em livros especiais do Registro de Imóveis passou a livros do Registro de Comércio.
- No artigo 63 foi permitida a custódia sem emissão de certificados.
- No artigo 68 o prazo de notificação passou de 90 dias para 60 dias para que o Agente Fiduciário notificasse os debenturistas da ocorrência de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.

### **3.4.7**

#### **A Tributação nas Debêntures**

A partir de 01/01/98, a lei 9532, de 10/12/97, em seu artigo 35, estabelece a alíquota de 20% (vinte por cento) para taxação de todos os rendimentos obtidos

por qualquer beneficiário, inclusive, pessoa jurídica, imune ou isenta de Imposto de Renda, variando apenas a forma do recolhimento:

- a) Pessoa física, pessoa jurídica, isenta ou pelo regime “simples”;  
IR exclusivo na Fonte.
- b) Pessoa jurídica tributada pelo lucro real, compensado-se o IR na fonte,  
com o devido na declaração anual;  
Rendimento integra o lucro real.
- c) Pessoas jurídicas tributadas pelo lucro presumido ou arbitrado;  
Rendimentos adicionados à base de cálculo.
- d) Carteira das Contribuições Financeiras;  
Não é aplicada a tributação na fonte.
- e) Entidade Aberta ou Fechada de Previdência Complementar, Sociedade Seguradora com plano previdenciário e Fundo de Aposentadoria Programada Individual. Tributação por opção ou situação específica, conforme disposto na Lei 10431, de 24/04/02, na Medida Provisória 2222/01 e na Instrução Normativa SRF nº 126.

### 3.5

#### **Emissão no Brasil: 2ª Emissão de Debêntures da Companhia Brasileira de Distribuição – 1ª série**

##### 3.5.1

#### **Apresentação da Emissão das Debêntures Conversíveis da CBD (Cia Brasileira de Distribuição)**

A apresentação desta emissão pretende demonstrar como as Debêntures Conversíveis podem atender simultaneamente aos interesses da empresa e dos investidores, com bons resultados para ambos.

- **Características da 2ª Emissão:**

Banco Mandatário: Itaú

Agente Fiduciário: Pentágono SA DTVM

Autorizada pela AGE de 13/07/98

Registro: CVM

- a) Colocação – mercado de balcão por instituições financeiras, ofertadas somente no Brasil
- b) Negociação – a ser registrada na Bovespa ou na SND (ANDINA)
- c) Data de emissão: 01/07/98
- d) Quantidades
  - 1ª série: 175.000
  - 2ª série: 25.000
- e) Valor nominal na data da emissão
  - R\$ 1.000,00 (um mil reais)

- **A Série Estudada**

A primeira série com 175.000 debêntures conversíveis em ações preferenciais nominativas da emissora é o objeto do estudo, já que na segunda série foram emitidas 25000 debêntures simples. O vencimento da emissão em 01/07/03 permitiu o acompanhamento durante a vida dos papéis.

- **Vencimento:**

Em 01/07/2003, quando a emissora procedeu à liquidação das Debêntures em circulação, pelo valor nominal atualizado, acrescido dos rendimentos na forma de escritura de emissão.

- **Forma:**

Debêntures escriturais

- **Espécie:**

Debêntures de espécie subordinada

- **Direito de Preferência:**

Não existe (acionistas não têm a preferência na subscrição). Mas foram concedidos 2 dias (após publicado o anúncio da distribuição) para prioridade na aquisição, na mesma proporção de ações detidas (não valendo para uma “US Person”)

- **Amortização Programada:**

01/07/2001                    33,3% sobre, valor nominal mais IGP-M

01/07/2002                    33,3% sobre, valor nominal mais IGP-M

- **Cláusula Específica de Amortização:**

Só haverá amortização se existirem condições consistentes de negociação das ações (PCAR4) objeto da cláusula de conversão por um preço no mínimo 30% superior ao preço de conversão da escritura, mais IGP-M “pro rata dia”.

Definidas “condições consistentes” como ocorrência de negociações em 90 pregões anteriores à data de amortização de pelo menos 81 cotações diárias de referência no valor antes referido.

- **Análise Comparativa:**

Cabe ao Agente Fiduciário (ou árbitro indicado) realizar análise nos 33º, 34º, 45º e 46º de vigência das Debêntures, para apurar diariamente o preço de conversão que nesta data é de R\$ 30,00 por lote de 1.000 ações, a ser corrigido pelo IGP-M “pro rata dia” e multiplicado por 1,3.E, então, calculando-se a cotação diária de referência, emitir relatório com o confronto das variáveis para determinar se haverá a amortização programada independente das condições de preço e volume na Bovespa.

A emissora em 01/06/01 e 01/06/02 deve informar sua intenção de efetivar a amortização.

- **Conversibilidade:**

Cada Debênture é conversível em 33.333 ações preferenciais nominativas a partir da emissão, por opção dos debenturistas.

Havendo uma só amortização em 01/07/01 ou 01/07/02 a conversão cai para 22.233 ações e havendo as 2 amortizações em 01/07/01 e 01/07/02 a conversão cai para 11.133 ações.

O preço de conversão foi estipulado pela média ponderada dos 20 pregões anteriores a 30/06/98 apurados R\$ 25,26 ( vinte e cinco reais e vinte e seis centavos) por lote de 1000 ações e, então, aplicado um ágio de 18,77% resultando no preço de conversão de R\$ 30,00 (trinta reais), conforme Parecer de Orientação 01/78 de CVM e no disposto no artigo 170 §1º da lei 6404/76.

A Emissora justificou o ágio de 18,77% por haver uma opção atrelada a um título de renda fixa de longo prazo (5 anos).

A quantidade de ações convertidas será ajustada nos casos de aumento de capital por bonificação, desdobramento ou grupamento de ações preferenciais e terão os mesmos direitos das ações preferenciais, inclusive ao recebimento de dividendos integrais correspondentes ao exercício social em que ocorrer a conversão.

Os debenturistas terão, no caso de aumento de capital com emissão de novas ações, 20 dias para converter suas debêntures ao novo preço fixado para a emissão destas novas ações. Se houverem novas emissões de Debêntures Conversíveis posteriores a esta emissão, os debenturistas desta 1ª série terão opção para adotar os mesmos critérios destas novas emissões.

- **Remuneração:**

As debêntures são remuneradas com base na variação de IGP-M acrescido de 13% de juros anuais, computados em base de 360 dias e pagos anualmente a cada dia 1 de julho, com primeiro pagamento em 01/07/99 e o último, em 01/07/03 (vencimento).

Haverá elevação dos juros anuais de 13% para 14% no caso de impontualidade e cobráveis até o efetivo pagamento da parcela atrasada.

- **Preço de Subscrição:**

É o valor nominal atualizado pelo IGP-M mais 13% de juros anuais “pro rata temporis”, desde 01/07/98 até a data da efetiva subscrição.

- **Aquisição Facultativa:**

A emissora poderá adquirir no mercado, Debêntures em circulação por preço não superior ao valor nominal atualizado e acrescido dos juros pactuados e deixar estas Debêntures em tesouraria, cancelá-las ou recolocá-las no mercado.

- **Vencimento Antecipado:**

O agente Fiduciário pode declarar vencidas as obrigações desta escritura nos casos de protesto de títulos, pedido de concordata, falência ou falta de cumprimento de cláusulas pactuadas.

- **Custódia Vinculada:**

A emissora constituiu em favor dos debenturistas uma custódia vinculada de 130% do total da emissão em títulos, vale-alimentação e cartões de crédito.

- **Remuneração do Agente Fiduciário:**

- R\$ 8.000,00 (oito mil reais) pela implantação do serviço
- R\$ 30.000,00 (trinta mil reais) a cada 6 meses até o vencimento integral
- 1% (limitado a R\$ 500.000,00) se participar da execução da garantia
- parcelas corrigidas pelo IGP-M
- despesas de publicação, viagem, estadias custeadas pela emissora

Fonte: extraído da escritura original(<http://www.e-bond.com.br> em 11/06/2003)

### 3.5.2

#### O Problema

Em 1998 a Cia Brasileira de Distribuição (Supermercados Pão de Açúcar, código na Bovespa = PCAR4) necessitava de recursos para financiar sua expansão (aquisição de novas lojas, de terrenos e melhoria de instalações existentes) mas devido a conjuntura econômica os recursos internos e externos estavam caros e difíceis. O problema para a Cia Brasileira de Distribuição era como captar algo em torno de US\$ 150 milhões de dólares sem correr o risco cambial e com taxas de juros isentas de contaminação pela política econômica e por fatores externos.

A solução, que foi emitir debêntures conversíveis, foi perfeita pelos acontecimentos que se seguiram.

- **A Situação Econômica no Brasil, à época da Emissão**

Em 20/05/98 o Copom reduziu a TBC de 23,25% para 21,75% em meio às dificuldades já existentes com a crise asiática (desde outubro 97) e com a

eminente crise russa. O mercado exigiria, então, prêmios elevados para os papéis prefixados. O Banco Central então passou a colocar títulos indexados à Selic.

O Ipea no Boletim Conjuntural nº 42, de julho de 1998, reportava que em fins de abril o Banco Central iria gradualmente aumentar a mini-banda flexibilizando o regime de câmbio. Em agosto de 1998, a Bovespa perdeu 39,55%; seu pior resultado desde a estabilização da moeda (Plano Real).

A Secretaria de Política Econômica, ao analisar a política monetária vigente<sup>15</sup>, já reportava que a crise russa (em meados de agosto a Rússia pediu moratória) era eminente já no 1º semestre de 2003, quando suas exportações tinham caído pela metade, em parte pela queda do preço do petróleo.

Em agosto, com a moratória russa já declarada, houve pânico com os títulos dos países emergentes, inclusive, com os C-bonds e os IDU do Brasil, cujas cotações despencaram.

Consoante o boletim<sup>16</sup> do SPE de setembro de 1998:

“.....o financiamento para déficits em transações correntes ficaria caro e escasso. No caso brasileiro isto representa cerca de U\$ 30 bilhões. Além disso as saídas líquidas de capitais começaram a se intensificar....”.

O Banco Central aumentou o cupom cambial de 10% para 15% e deu incentivos aos fundos estrangeiros de renda fixa (reduziu o imposto de renda de 15% para 0%). Em 10 de setembro, o Banco Central informou ter havido uma perda líquida de reservas da ordem de U\$ 18 bilhões desde o final de julho (caíram de U\$ 70 bilhões para U\$52 bilhões) e as Agências de Classificação rebaixaram o *rating* do Brasil. O Copom, então, elevou a TBAN para 49,75%, mas deixou a Selic em 39,75%.

- **A escolha do indexador na Emissão das Debêntures Conversíveis da CBD (Cia Brasileira de Distribuição)**

Segundo Gonçalves (2003) o IGP-M responde mais rápido a certos eventos tais como uma maxidesvalorização cambial. O mercado quando há pressões cambiais escolhe os papéis com este tipo de correção.

15- Site do IPEA: <http://www.ipea.gov.br> em 13/06/03

16- <http://www.fazenda.gov.br/spe/boletins/1998/bol1998set02html>

Os poucos investidores que não converteram suas debêntures obtiveram 24,71% acima da Selic (no total de 5 anos).

A tabela, a seguir, mostra a evolução das taxas Selic vigentes durante a vida das Debêntures, comparando-as com o rendimento proposto pela emissão

Período	Selic	Acumulada	IGP-M+13%	Acumulada	IGPM+13% x Selic
julho98 a junho99	31,32	131,32	22,1	122,21	0,93
julho99 a junho00	19,12	156,43	19,67	146,25	0,93
julho00 a junho01	16,05	181,54	25,64	183,75	1,01
julho01 a junho02	18,53	215,17	23,71	227,31	1,06
julho02 a junho03	22,74	264,10	44,89	329,35	1,25

Tabela 1: Taxa de Juros vigentes durante a emissão

Acompanhamos o preço da ação na Bovespa e a evolução do preço de conversão, corrigido pelo IGP-M, cuja escalada pode ser sentida a partir de junho de 2002, por pressão política (eleições de 2002).

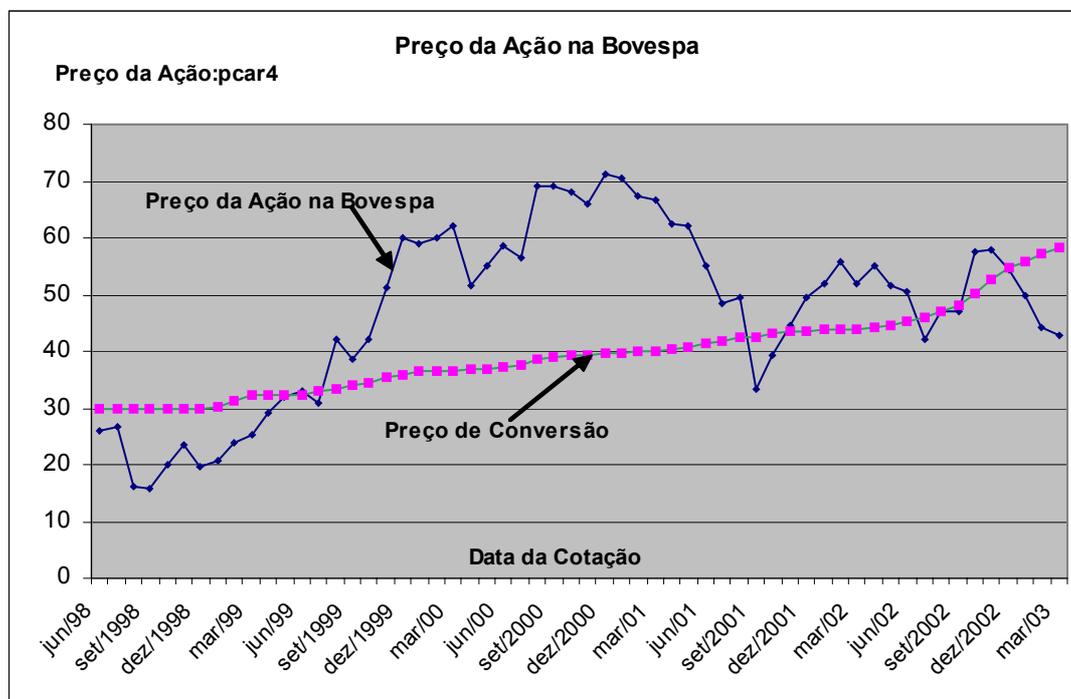


Figura 7: Cotações na Bovespa e Preço de Conversão

Na tabela 2 estão os dados do gráfico

### Movimento Mensal dos preços Bovespa e do preço de conversão pelo IGP-M

<b>Dia 30</b>	<b>pcar4</b>	<b>conversão</b>	<b>Dia 30</b>	<b>pcar4</b>	<b>conversão</b>
jun/1998	26,00	30,0000	jan/2001	70,60	39,7815
jul/1998	26,80	29,9490	fev/2001	67,50	39,8730
ago/1998	16,20	29,9011	mar/2001	66,50	40,0963
set/1998	15,80	29,8772	abr/2001	62,30	40,4973
out/1998	20,00	29,9011	mai/2001	62,20	40,8455
nov/1998	23,50	29,8054	jun/2001	55,00	41,2458
dez/1998	19,50	29,9395	jul/2001	48,50	41,8563
jan/1999	20,60	30,1910	ago/2001	49,50	42,4339
fev/1999	24,00	31,2809	set/2001	33,25	42,5654
mar/1999	25,30	32,1661	out/2001	39,40	43,0677
abr/1999	29,00	32,3945	nov/2001	44,50	43,5414
mai/1999	32,00	32,3006	dez/2001	49,49	43,6372
jun/1999	32,95	32,4169	jan/2002	52,00	43,7943
jul/1999	30,94	32,9193	fev/2002	55,89	43,8206
ago/1999	41,99	33,4329	mar/2002	51,77	43,8600
set/1999	38,70	33,9176	abr/2002	55,00	44,1057
out/1999	42,00	34,4942	mai/2002	51,45	44,4717
nov/1999	51,20	35,3186	jun/2002	50,50	45,1566
dez/1999	60,00	35,9579	jul/2002	42,00	46,0371
jan/2000	59,00	36,4038	ago/2002	46,95	47,1052
fev/2000	59,90	36,5312	set/2002	47,00	48,2357
mar/2000	62,00	36,5860	out/2002	57,50	50,1025
abr/2000	51,50	36,6702	nov/2002	58,00	52,7028
mai/2000	55,00	36,7838	dez/2002	54,50	54,6791
jun/2000	58,50	37,0965	jan/2003	49,70	55,9532
jul/2000	56,60	37,6789	fev/2003	44,30	57,2289
ago/2000	69,00	38,5794	mar/2003	42,70	58,1045
set/2000	69,19	39,0270	abr/2003	43,59	58,6391
out/2000	68,01	39,1753	mai/2003	44,38	58,4866
nov/2000	66,10	39,2889	jun/2003	43,89	57,9017
dez/2000	71,30	39,5364			

Tabela 2 – Preços na Bovespa e de Conversão (pelo IGP-M)

Na tabela 3 relacionamos as conversões realizadas nesta emissão :

### Movimento de Conversão

<b>Dia 30 do mês</b>	<b>Cotação Bovespa</b>	<b>Preço Conversão</b>	<b>Conversão efetiva</b>
Jun-98	26,00	30,00	0
set/1998	15,80	29,88	0
dez/1998	19,50	29,94	0
Mar-99	25,30	32,17	0
Jun-99	32,95	32,42	66.666
set/1999	38,70	33,92	128.332
dez/1999	60,00	35,96	584.161
Mar-00	62,00	36,59	433.329
Jun-00	58,50	37,10	33.333
set/2000	69,19	39,03	350.630
dez/2000	71,30	39,54	0
mar/2001	66,50	40,10	0
jun/2001	55,00	41,25	4.171.492
set/2001	33,25	42,57	0
dez/2001	49,49	43,64	0
mar/2002	51,77	43,86	0
jun/2002	50,50	45,16	0
set/2002	47,00	48,24	0
dez/2002	54,50	54,68	0
		<b>Ações Emitidas</b>	<b>5.767.943</b>
		<b>Debêntures</b>	<b>173.040</b>
		<b>Saldo para Vencimento</b>	<b>1.960</b>
		<b>Total da Emissão</b>	<b>175.000</b>

Tabela 3 – Movimento de Conversão das Debêntures em Ações Preferenciais

Observa-se na Tabela 3 que 72,32% das conversões ocorreram perto da 1<sup>a</sup> chamada de resgate, em 1/07/01 (depois desta data não houve mais conversão).E como os investidores poderiam estar fazendo *hedge*, vendendo o papel a descoberto<sup>17</sup>, desde dezembro, quando o prêmio de conversão era de 80% (a debênture convertia a R\$39,54 e o mercado pagava R\$71,30 por cada ação)

17- existe um mercado de aluguel de ações para a venda física e posterior devolução por recompra com o investidor embolsando a diferença.

Esta emissão permitiu que a CBD convertesse 98,88% do principal em ações

### Aumento do número de Ações

Data Trimestral	Ordinárias	Preferenciais	Total de Ações
31/12/1998	50.066.372	28.049.753	78.336.757
31/03/1999	50.287.004	28.049.753	78.336.757
30/06/1999	50.287.004	28.118.276	78.405.280
30/09/1999	62.849.700	28.246.608	91.096.308
31/12/1999	62.858.755	34.402.519	97.261.274
31/03/2000	62.858.755	34.835.848	97.694.603
30/06/2000	62.858.755	34.869.181	97.727.936
30/09/2000	62.858.755	44.339.512	107.198.267
31/12/2000	62.858.755	44.513.279	107.372.034
31/03/2001	62.858.755	44.515.279	107.374.034
30/06/2001	63.470.811	48.998.943	112.469.755
30/09/2001	63.470.811	48.998.943	112.469.755
31/12/2001	63.470.811	49.590.328	113.061.139
31/03/2002	63.470.811	49.590.328	113.061.139
30/06/2002	63.470.811	49.593.728	113.064.539
30/09/2002	63.470.811	49.593.728	113.064.539
31/12/2002	63.470.811	49.715.328	113.186.139

Tabela 4 – Aumento do número de ações

### 3.5.3 Resultados

- **Conversão na cotação máxima das ações**

Uma análise *ex post facto* indicaria como a estratégia correta um investidor (0,60% foram convertidos perto desta cotação) que convertesse na cotação do papel a R\$ 69,19 ,em 30/09/2000, (sinalizado por potencial diluição a ser causada por uma nova emissão de debêntures conversíveis ), obtendo por debênture:

- a) Valor recebido de juros em 01/07/99 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$282,25

b) Valor recebido de juros em 01/07/00 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$271,14

c) Valor obtido pela conversão (sem taxas de corretagem), seriam 33.333 ações a R\$ 69,19 aproximadamente R\$2.300,00 (dois mil e trezentos reais) por cada debênture.

d) Reaplicando R\$ 2.300,00 pela taxa Selic (quase igual ao CDI) entre 1/10/00 e 30/6/03, teriam sido obtidos R\$ 3730,18 (três mil, setecentos e trinta reais e dezoito centavos).

**Total a+b+d= R\$ 4.283,57 (quatro mil, duzentos e oitenta e três reais e cinquenta e sete centavos)**

- **Resultado, se as debêntures não fossem convertidas (reaplicando cupons pela Selic) e com as amortizações conforme a escritura de emissão.**

Estavam previstas: uma amortização de 1/3 em 01/07/01, e outra de 1/3 em 01/07/02:

a) Valor recebido de juros em 01/07/99 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$282,25

b) Valor recebido de juros em 01/07/00 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$271,14

a) Valor recebido de juros, mais 1/3 de amortização em 01/07/01 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$ 925,67

b) Valor recebido de juros em 01/07/02 (sobre 2/3) e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$159,96

c) Valor recebido de mais 1/3 de amortização em 01/07/02 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$615,22

d) Valor recebido de juros (sobre 1/3), mais 1/3 de amortização em 01/07/03: R\$ 726,96

**Total= R\$2.981,20 (dois mil, novecentos e oitenta e um reais e vinte centavos)**

- **Resultado de quem converteu em junho de 2001 (72,32% das debêntures convertidas)**

Em 01/07/2001, a CBD usou a cláusula de amortização, chamando para o resgate de 1/3 das debêntures por R\$ 458,33. Isto configurou uma conversão forçada pois o preço da ação estava a R\$55,00 (por lote de mil), contra um preço de conversão de R\$ 41,25.

- a) Valor recebido de juros em 01/07/99 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$282,25
- b) Valor recebido de juros em 01/07/00 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$271,14
- c) Valor recebido de juros em 01/07/01 e reaplicado pela Selic até 01/07/2003: R\$259,72
- d) Resultado da venda das ações convertidas a R\$55,00 foi de R\$ 1.833,32, e reaplicado até 01/07/03 pela Selic: R\$2.663,79

**Total a+b+c+d= R\$3.476,90 (três mil, quatrocentos e setenta e seis reais e noventa centavos)**

### **3.6 Conclusões sobre a Emissão**

Esta emissão pode, mesmo aqui no Brasil, explicar a grande atração que empresas e investidores sentem pelas Debêntures Conversíveis:

- De um lado a empresa captou recursos abaixo da Selic projetada para 1998 e teve a oportunidade de forçar a conversão, quando estes recursos ficaram onerosos (entre julho/2000 e junho/2001, a taxa Selic variou 16,05% e o IGP-M+13% custou 25,64%).

- Do outro lado os investidores tiveram lucro na chamada (o preço da ação estava a R\$55,00 contra um preço de conversão de R\$41,25 (33,33% de prêmio).

Nas emissões anteriores de Debêntures Conversíveis, não encontramos evidências de que as taxas de juros favoreceram os emissores. Nem se as emissões tinham o propósito de obter as vantagens que podem ser proporcionadas pelo instrumento. Naquelas emissões, não tivemos dados para comprovar os ganhos com a valorização das ações e se os investidores avaliavam corretamente as Debêntures.

A emissão da CBD foi a primeira onde encontramos evidências do uso adequado do instrumento financeiro, seja para uma captação de taxas de juros mais favoráveis (captou a IGP-M mais 13% a.a., em vez dos IGP-M mais 14% pagos por uma emissão simples) ou por ter forçado uma conversão quando os capitais ficaram onerosos. Além disso ainda melhoraram sua estrutura de capital pela conversão.

Mas algumas dúvidas ainda persistem, especialmente quanto ao valor que calculamos para as Debêntures Conversíveis em 01/07/1998. Conforme a teoria, os papéis que foram ofertados a R\$1.000,00 (um mil reais), podiam ser avaliados em até R\$1.170,00 (um mil cento e setenta reais) pagando então um alto prêmio ao investidor.

Esta distorção foi causada pelo baixo preço estipulado para a conversão (R\$30,00) ou seja 20% acima do preço a vista na Bovespa, à época da emissão. Nosso entendimento é de que a empresa face às circunstâncias e turbulências econômicas queria ter o máximo de certeza de poder forçar uma conversão durante a emissão.

Mesmo assim, esta emissão serviu para apresentar os benefícios que podem resultar tanto para a empresa, quanto para os investidores e sobretudo sem criar conflitos com acionistas.