

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
CENTRO DE ESTUDOS E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO**

**CRISTIANE COSTA DA ROSA**

**EMISSÃO DE DEBÊNTURES:  
uma ferramenta de captação de recursos ao setor público**

**Porto Alegre  
2014**

**CRISTIANE COSTA DA ROSA**

**EMISSÃO DE DEBÊNTURES:  
uma ferramenta de captação de recursos ao setor público**

Artigo apresentado como requisito à conclusão do curso de Extensão em Economia e Gestão Pública Contemporâneas, no Centro de Estudos e Pesquisas em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. PhD Gilberto de Oliveira Kloeckner

**Porto Alegre  
2014**

## RESUMO

O Estado do Rio Grande do Sul, por meio da empresa estatal Caixa de Administração da Dívida Pública Estadual S/A – CADIP, colocou no mercado de capitais onze emissões de debêntures num período de onze anos, totalizando o valor captado superior a 1 bilhão de reais alcançado aos cofres públicos do Estado. Dessa forma, os objetivos deste artigo são apresentar as principais características das emissões realizadas pela Companhia, assim como apontar as principais diferenças entre essas emissões em relação às do setor privado. O método de pesquisa adotado foi a pesquisa básica qualitativa, perpassando pelo estudo de caso, utilizando como técnicas de coletas de dados as entrevistas em profundidade e a observação participante. Assim, esta pesquisa aponta que as principais características das emissões da CADIP, como remuneração, garantias, forma, tipo de emissão e regime de colocação, não diferem das emissões realizadas por empresas de capital privado. Todavia, a forma de contratação dos agentes envolvidos nas emissões de debêntures é distinta das contratações realizadas por empresas de capital privado, pois aquelas seguem os rigores da Lei nº 8.666 de 1993. Além disso, o *rating* atribuído às emissões pelas agências classificadoras de risco é influenciado pela situação econômica, orçamentária e financeira do Estado.

**Palavras-chave:** Debêntures. CADIP. SIAC.

## ABSTRACT

The Rio Grande do Sul state, through its State Public Debt Administration Agency (CADIP S/A), has offered the capital markets eleven debenture issues over a period of eleven years, raising a total of more than 1 billion *reais* (Brazilian currency units) at the disposal of the state Treasury. That said, the aim of this article is to analyze the main characteristics of the issues carried out by the above-mentioned agency as well as to point out the key differences between these issues vis-à-vis those of the private sector. The adopted research methodology was that of the basic qualitative research, which contemplated the case study and employed in-depth interviews and participative observation as data collection techniques. Thus, the present research concludes that the main characteristics of CADIP issues, such as return on investment, guaranties, form and type of issue or placement method, do not fundamentally differ from those carried out by privately-held companies. Nonetheless, the engagement procedure of the agents involved in the debenture issues is distinct from that typical of private companies since the former is subject to the provisions of the Act 8666/1993. Moreover, the rating granted to the state issues by the credit rating agencies is impacted by the State's economic, financial and budgetary situation.

**Keywords:** Debenture. CADIP. SIAC.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>7</b>
2.1 DEBÊNTURES: CONCEITO .....	7
2.2 TIPOS .....	7
2.3 CLASSIFICAÇÃO .....	8
2.3.1 Classificação quanto à forma.....	8
2.3.2 Classificação quanto à classe.....	9
2.3.3 Classificação quanto às garantias .....	9
2.4 FORMAS DE REMUNERAÇÃO .....	9
2.5 CLASSIFICAÇÃO DE RISCO.....	10
2.6 REGIME DE COLOCAÇÃO.....	11
2.7 PROCESSO DE EMISSÃO .....	11
<b>3 O ESTADO VERSUS A LEGISLAÇÃO .....</b>	<b>13</b>
3.1 CONSTITUIÇÃO FEDERAL E RESOLUÇÕES DO SENADO .....	13
3.1.1 Lei de Responsabilidade Fiscal .....	13
3.1.2 Cessão de direitos creditórios .....	14
3.1.3 Sistema Integrado de Administração de Caixa.....	14
3.1.4 Lei das Licitações .....	15
<b>4 MÉTODO .....</b>	<b>16</b>
<b>5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....</b>	<b>19</b>
5.1 INSTRUMENTOS DE COLETA DE DADOS .....	19
5.1.1 Entrevistas em profundidade .....	19
5.1.2 Observação participante .....	20
5.2 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS .....	20
<b>6 CONCLUSÃO.....</b>	<b>27</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O volume de emissões de debêntures cresceu significativamente no Brasil nos últimos anos, conforme dados publicados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM e pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA. São muitos os motivos para as empresas optarem por esse modelo de operação em detrimento de outras formas de captação. As principais vantagens, segundo a ANBIMA (2014), são a flexibilidade, os menores custos e a atratividade das debêntures quando comparadas a outros instrumentos financeiros de captação.

A flexibilidade dessa forma de captação se dá pela possibilidade de adequar as características da emissão de debêntures, tais como prazos, garantias, pagamento de juros e amortizações, de acordo com as disponibilidades financeiras da emissora. Sendo um título geralmente de longo prazo, as debêntures apresentam custo de captação menor do que os empréstimos e os financiamentos bancários de curto prazo. Além disso, os juros pagos podem ser dedutíveis, para efeitos fiscais, como despesas financeiras, ao contrário do pagamento de dividendos, caso a empresa, alternativamente, opte pela emissão de ações.

Tanto as empresas privadas quanto as públicas vêm utilizando-se desse modelo de captação de recursos como fonte alternativa de geração de caixa. A Constituição Federal, assim como outros dispositivos legais, proíbem estados e municípios de emitirem títulos públicos, entre eles, as debêntures, como será exposto na seção de revisão da literatura. Todavia, tal proibição não é extensiva à Administração Indireta, possibilitando que as estatais possam utilizar essa fonte de captação de recursos.

O Estado do Rio Grande do Sul, por meio da empresa estatal Caixa de Administração da Dívida Pública Estadual S/A – CADIP utiliza-se, também, desse instrumento. A CADIP é uma sociedade de economia mista, de capital aberto, controlada pelo Estado do Rio Grande do Sul e supervisionada pela Secretaria Estadual da Fazenda. Foi criada em dezembro de 1995 com o objetivo de auxiliar o Tesouro do Estado na administração da dívida pública estadual. Colocou no mercado onze emissões, num período de onze anos, totalizando o valor captado superior a 1 bilhão de reais alcançado aos cofres públicos do Estado.

Visando nortear o estudo, foi proposta a seguinte questão: quais são as principais características das emissões de debêntures prospectadas pelo Estado do Rio Grande do Sul quando comparadas às do setor privado? Assim, pode-se apontar que os objetivos deste artigo

são identificar as principais características das debêntures emitidas pela CADIP bem como apresentar as principais diferenças entre essas emissões em relação às do setor privado.

Esse estudo está dividido em cinco seções: a primeira é caracterizada pela introdução, em que são enfocados, especialmente, a problemática e os objetivos; a segunda, por sua vez, ocupa-se com a revisão da literatura, capturando referenciais teóricos sobre a área de conhecimento e outras afins; a metodologia, na terceira seção, estabelece o tipo da pesquisa, o método, os instrumentos de coleta e de análise dos dados; a análise dos dados coletados é apresentada na quarta seção; e, por fim, na quinta seção, apresentam-se as conclusões sobre o estudo e as sugestões para novas investigações.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Passa-se, a seguir, à revisão da literatura destinada à sustentação teórica do assunto abordado e de áreas afins.

### 2.1 DEBÊNTURES: CONCEITO

Para a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro – ANDIMA e a Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA (2008, p. 2), as debêntures “são valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora”. Já Fortuna (2011, p. 379) as define mais extensamente e as caracteriza como

[...] títulos emitidos apenas por sociedades anônimas não-financeiras de capital aberto (as sociedades de arrendamento mercantil e as companhias hipotecárias estão autorizadas a emití-las) com garantia de seu ativo e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira, que as lança no mercado para obter recursos de médio e longo prazos, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo.

Tomazette (2004, p. 291), por sua vez, conceitua as debêntures como “títulos representativos de um empréstimo público lançado pela sociedade”.

Enquanto para Oliveira (2005, p. 374), debênture é

[...] fração de um contrato de mútuo entre a sociedade anônima e pessoas do público, e conferem ao seu titular, designado de debenturistas, direito de crédito contra ela, consistente em pagamento, na data do seu vencimento, ou em conversão em ações da sociedade.

Em suma, as debêntures são valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas e representam uma dívida para a empresa emissora e um direito de crédito para o comprador, em determinados prazos e taxas fixados na escritura de emissão.

### 2.2 TIPOS

As emissões de debêntures podem ser públicas, reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM através da Instrução nº 400/2003, ou privadas. Para a ANDIMA e a ABRASCA (2008, p. 6), a emissão pública “é direcionada ao público investidor em geral, feita por companhia aberta, sob registro na CVM”, enquanto a emissão privada “é voltada a um grupo restrito de investidores, não sendo necessário o registro”.



Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários deverá ser registrada previamente na CVM, conforme dispõe o artigo segundo da Instrução CVM nº 400. Esta mesma Instrução, em seu artigo terceiro, considera atos de distribuição pública a venda, a promessa de venda, a oferta à venda ou a subscrição de valores mobiliários. Já o parágrafo segundo do artigo terceiro determina que a distribuição pública somente pode ser feita com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (“Instituições Intermediárias”). Além disso, nas emissões públicas é obrigatória a presença do agente fiduciário, que é o representante legal dos debenturistas junto à emissora (ANDIMA e ABRASCA, 2008).

Em 2009, a CVM, através da Instrução nº 476, introduziu a figura das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, aplicadas às ofertas públicas de debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações, entre outros valores mobiliários. São destinadas apenas a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Fortuna (2011, p. 388) explica:

[...] a operação tem que ser oferecida a poucos investidores qualificados. É um público que inclui investidores institucionais, tais como os fundos de pensão e as gestoras de recursos e outros com, no mínimo, R\$ 1 milhão para investir. O banco coordenador só pode ofertar a debênture a, no máximo, 50 investidores qualificados, sendo que os valores mobiliários deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 20 deles.

Por fim, a emissão privada, segundo a ANDIMA (2008), pode ser feita por companhia aberta ou fechada, não sendo necessária a aprovação prévia da CVM. Porém, no caso de companhia aberta, a emissora deve prestar informações à autarquia. Geralmente, a emissão privada é utilizada para colocação entre os próprios acionistas da empresa ou grupo de pessoas que sejam vinculadas a ela, completa.

## 2.3 CLASSIFICAÇÃO

As debêntures são classificadas em função da sua forma, conversibilidade (classe) e garantias (ANBIMA, 2013, p. 3).

### 2.3.1 Classificação quanto à forma

As debêntures podem ser emitidas sob duas formas:

a) Nominativa: quando são registradas pela companhia emissora no Livro de Registro de Debêntures Nominativas e as transferências de titularidade são lá registradas. Além disso, há emissão de um certificado (ANDIMA e ABRASCA, 2008, p. 4 combinado com ANDIMA, 2008, p. 59);

b) Escritural: são nominativas, mas não há emissão de certificado e a custódia e a escrituração são feitas por instituição financeira autorizada pela CVM para prestar esses serviços, completam.

### **2.3.2 Classificação quanto à classe**

Podem ser simples, quando não dão direito à conversão em ações da companhia ou conversíveis, quando permitem essa possibilidade.

Para ANDIMA (2008, p.59), há um terceiro tipo de classe, as permutáveis, cuja escritura de emissão prevê a possibilidade de permuta por bens de qualquer natureza, como ações de outras companhias, títulos de crédito, fração ideal de imóveis, entre outros.

### **2.3.3 Classificação quanto às garantias**

As garantias podem ser reais, flutuantes, quirografárias ou subordinadas (ANDIMA e ABRASCA, 2008, p. 5).

Segundo a BM&FBovespa (2006), a garantia real é integrada por bens do ativo da emissora, ou de terceiros, sob a forma de hipoteca, penhor ou anticrese. A garantia flutuante assegura privilégio geral sobre o ativo da empresa em caso de falência, porém os bens não ficam vinculados à emissão. A garantia quirografária não oferece privilégio sobre o ativo em caso de falência da empresa; e as subordinadas oferecem preferência somente sobre os créditos dos acionistas. Fortuna (2011, p. 383) apresenta as garantias acessórias:

[...] a fidejussória (fiança e aval de terceiros); a cláusula de não alienar (assegura a propriedade do bem por parte da emissora); e os convenants (obrigação extraordinária, como a determinação de atuação da emissora em alguma atividade ou de limites de endividamento, por exemplo).

## **2.4 FORMAS DE REMUNERAÇÃO**

A remuneração proporciona o retorno do investimento do capital aplicado pelo debenturista. O parágrafo primeiro do artigo 54 da Lei nº 6.404/76 estabelece que a debênture

poderá ser corrigida monetariamente com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei.

Além disso, a Lei nº 6.404/76 estabelece em seu artigo 56 que a debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso. O prêmio de reembolso, ou simplesmente prêmio, é 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, segundo a ANDIMA (2008).

## 2.5 CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

Por força do mercado de capitais, com o intuito de mitigar o risco dos investidores na compra de debêntures e melhorar a aceitação do mercado, a companhia emissora submete sua operação à avaliação de uma empresa de classificação de risco. Conforme ANDIMA e ABRASCA (2008), essa avaliação estabelece uma nota (*rating*) que identifica a probabilidade de a emissora não honrar o pagamento dos compromissos financeiros assumidos na escritura de emissão.

Estudos como os de Sheng (2005), Aguiar (2012) e Batista (2013) apontam o *rating* como um dos fatores determinantes da remuneração das debêntures, por isso a relevância do tema. Sheng (2005), em sua dissertação de doutorado, analisou 138 emissões de debêntures no período de 1999 a 2002 e concluiu que quanto maior o *rating*, menor o *spread* (margem, acréscimo), independentemente do indexador.

Aguiar (2012), por sua vez, analisou 327 emissões realizadas entre 2000 e 2011 e concluiu que em todos os grupos de regressões realizadas, o *rating* mostrou-se significativo e negativamente relacionado com a remuneração, ou seja, quanto maior o *rating*, menor a taxa de retorno exigida pelo investidor.

E, por fim, Batista (2013), em sua pesquisa sobre 255 emissões de debêntures realizadas no mercado brasileiro, no período de 1995 a agosto de 2012, cujo objetivo era testar se emissões públicas de debêntures realizadas por companhias brasileiras de capital aberto implicariam retornos extraordinários nas ações das respectivas emissoras no dia do registro da emissão, não pode confirmar sua hipótese. Todavia, o estudo também avaliou quais variáveis seriam determinantes nos retornos extraordinários e concluiu que dentre as variáveis significativas se encontravam as notas atribuídas pelas agências de *rating*.

## 2.6 REGIME DE COLOCAÇÃO

As debêntures podem ser colocadas no mercado sob o regime de garantia firme ou de melhores esforços. O Guia de Debêntures da BM&FBovespa (2006, p. 21) explica que, na garantia firme, “a instituição financeira coordenadora da operação garante a colocação da emissão [...]. Caso elas não sejam aceitas em sua totalidade pelo mercado, o intermediário financeiro subscreve o restante das debêntures.” Para Kuwabara (2006), é a melhor opção de distribuição, pois dá a certeza de que, se não forem encontrados investidores, a instituição financeira coordenadora os comprará.

Por outro lado, o regime de melhores esforços não obriga o coordenador a comprar as debêntures não subscritas, como o Guia de Debêntures da BM&FBovespa (2006, p. 21) esclarece:

[...] a instituição coordenadora assume o compromisso de se empenhar na colocação das debêntures, de maneira a conseguir para a empresa emissora as melhores condições e o maior montante possíveis até a data de encerramento da colocação. Não assume, entretanto, nenhuma garantia relativa à sua aceitação pelo mercado.

## 2.7 PROCESSO DE EMISSÃO

A competência para deliberar sobre a emissão de debêntures é exclusiva da Assembleia Geral, sendo permitido ao Conselho de Administração das companhias abertas a deliberação sobre debêntures não conversíveis em ações, conforme dispõe o artigo 59 da Lei nº 6.404/76. A Assembleia Geral ou o Conselho de Administração, quando for o caso, fixará o montante da emissão, as garantias, a correção monetária, o prazo, a amortização, a conversibilidade em ações e as demais características das debêntures.

A emissora contrata uma instituição financeira (coordenador líder) para estruturar e coordenar todo o processo de emissão. A ANDIMA e a ABRASCA (2008) resumem as funções do coordenador líder, entre outras, em fazer a modelagem da operação, o registro da emissão na CVM, a formação do consórcio de distribuição, as apresentações aos investidores (*road show*) e a colocação dos títulos no mercado. Além disso, o coordenador, com a participação da emissora, elabora a escritura e o prospecto de emissão, documentos em que constam as características das debêntures, direitos dos investidores e deveres da emissora, completam.

Ademais, a emissora contrata um agente fiduciário para representar legalmente os interesses dos debenturistas, protegendo seus direitos. O agente fiduciário elabora relatório

anual informando os fatos relevantes ocorridos no exercício e notifica os debenturistas de qualquer inadimplemento assumido pela emissora na escritura de emissão.

### **3 O ESTADO *VERSUS* A LEGISLAÇÃO**

O tema em tela, ou seja, as emissões de debêntures pelo Estado do Rio Grande do Sul, está disposto, direta ou indiretamente, em diversos dispositivos legais do ordenamento jurídico. Os principais aparatos legais que tratam do assunto são apresentados a seguir.

#### **3.1 CONSTITUIÇÃO FEDERAL E RESOLUÇÕES DO SENADO**

Os entes subnacionais foram proibidos de emitirem títulos públicos conforme dispõe a Emenda Constitucional nº 3 de 1993 e a Resolução do Senado nº 43/2001, até o ano de 2020, exceção permitida ao refinanciamento de títulos da dívida pública já emitidos. Dessa forma, os estados e municípios não podem emitir debêntures ou qualquer outro valor mobiliário, frustrando assim uma fonte alternativa de incremento para suas receitas. Todavia, essa vedação não se estende às estatais independentes, que podem ir ao mercado de capitais captar recursos financeiros.

##### **3.1.1 Lei de Responsabilidade Fiscal**

A Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF) em seu artigo primeiro estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal. Tal responsabilidade inclui, entre outros, a observância a limites e condições para destinação de recursos para o setor privado; a renúncia de receitas, dívida consolidada e mobiliária; operações de crédito, inclusive por antecipação de receita e concessão de garantias. Nas palavras de Martins e Nascimento (2011, p. 45), a LRF “constitui, pois, um código de conduta gerencial a ser observado, doravante, na condução da coisa pública”.

O artigo 26 da referida norma trata da transferência de recursos públicos para o setor privado, incluindo o aumento de capital de empresas estatais. Tal destinação de recursos deve ser autorizada mediante lei específica, atender às condições estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO e estar prevista na Lei Orçamentária Anual – LOA ou em seus créditos adicionais.

### **3.1.2 Cessão de direitos creditórios**

O Conselho Nacional de Política Fazendária – CONFAZ, integrado por Secretários de Estado da Fazenda, representantes dos estados e do Distrito Federal e pelo Ministro de Estado da Fazenda, representante da União, tem entre outras finalidades, nos termos do artigo primeiro do seu regimento, instituído pelo Convênio ICMS nº 133/97, “promover ações necessárias à elaboração de políticas e harmonização de procedimentos e normas inerentes ao exercício da competência tributária”. Através do Convênio nº 104/02, o CONFAZ autorizou os estados conveniados a cederem a título oneroso seus créditos tributários parcelados. Essa cessão, como o próprio convênio estabelece, não modifica a natureza do crédito tributário cedido.

### **3.1.3 Sistema Integrado de Administração de Caixa**

Em 1991 foi instituído, no estado do Rio Grande do Sul, o Sistema Integrado de Administração de Caixa – SIAC, através do Decreto nº 33.959. O SIAC é destinado a centralizar em conta bancária única, em nome do Estado, as disponibilidades financeiras dos órgãos integrantes da Administração Direta e Indireta do Estado, propiciando a flexibilização no direcionamento dos recursos para alcançar o cumprimento de metas e programas do Governo Estadual. A finalidade do Sistema é, especialmente, potencializar os ganhos nas aplicações financeiras e maximizar o uso dos recursos no âmbito do Estado. O SIAC é administrado pela Secretaria de Estado da Fazenda e operacionalizado pelo Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A – BANRISUL, conforme dispõe o parágrafo segundo do artigo primeiro do referido decreto.

A conta única é desdobrada em subcontas próprias, representativas de órgãos, entidades, fundos, contratos, convênios, e evidencia a movimentação e o saldo de seus integrantes. O economista e professor Meneghetti Neto (2004, p. 55), explica que há

a possibilidade de remuneração com base nos rendimentos dos títulos que compõem a Carteira da Dívida Pública Estadual. Portanto, a Conta Única representa o somatório das disponibilidades diárias apresentadas em todas as contas integrantes do Sistema, cujo montante é remunerado pelo Banco. Quando da necessidade de se efetuar um pagamento cujos recursos correspondentes estão aplicados no SIAC, é feita a transferência da Conta Única para a respectiva conta integrante do SIAC e desta para a conta pagamento de cada órgão, fundo ou entidade.

### **3.1.4 Lei das Licitações**

A Lei nº 8.666/93 apresenta normas para licitações e contratos da Administração Pública, em cumprimento ao estabelecido no artigo 37, inciso XXI, da Constituição Federal, cujo teor determina que obras, serviços, compras e alienações serão contratados mediante processo licitatório que assegure igualdade de condições aos concorrentes. Submetem-se a essa lei, além da Administração Direta, os fundos especiais, as autarquias, as fundações públicas, as sociedades de economia mista e demais entidades controladas direta ou indiretamente pelos entes federados. Dessa forma, as contratações realizadas pela CADIP devem necessariamente cumprir as exigências da referida lei.



## 4 MÉTODO

A seguir, passa-se à abordagem do método de pesquisa utilizado na elaboração deste estudo, em consonância com a literatura.

De acordo com Almeida (2011), se a pesquisa articula conceitos e sistematiza ideias para melhorar o próprio conhecimento, trata-se de pesquisa pura, também conhecida como básica. Já a pesquisa aplicada, de acordo com o autor, faz uso dos conhecimentos já sistematizados, com o intuito de solucionar problemas organizacionais ou do ser humano.

Segundo Gil (2008, p. 26), a pesquisa pura “busca o progresso da ciência, procura desenvolver os conhecimentos científicos sem a preocupação direta com suas aplicações e consequências práticas” ao passo que a aplicada “tem como característica fundamental o interesse na aplicação, utilização e consequências práticas dos conhecimentos”.

A pesquisa científica também pode ser classificada quanto aos seus objetivos, segundo Gil (2008), em exploratórias, descritivas ou explicativas. Para o autor são exploratórias quando visam desenvolver, esclarecer ou modificar conceitos e ideias. Gil (2008) e Vergara (1998) corroboram em afirmar que é o tipo de pesquisa a ser utilizado quando o tema escolhido é pouco explorado. As pesquisas descritivas, por sua vez, descrevem as características de uma população ou fenômeno e podem estabelecer relações entre as variáveis estudadas, conforme os relatos dos autores. Por fim, as pesquisas explicativas estabelecem a relação de causa e efeito entre os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de um fenômeno: “[...] explica a razão, o porquê das coisas” (GIL, 2008, p. 28). Para Vergara (1998), torna algo inteligível, ou seja, compreensível.

Do ponto de vista da abordagem do problema, as pesquisas podem ser qualitativas ou quantitativas (ALMEIDA, 2011). Segundo o autor, a abordagem qualitativa

[...] tem o ambiente natural como fonte direta de dados e o pesquisador como instrumento fundamental” (GODOY, 1995, p. 62), utilizando o enfoque indutivo na análise de dados e dando maior importância aos significados atribuídos pelas pessoas às coisas e à vida. Não é necessária a utilização de ferramentas estatísticas de análise de dados, e ainda assim a pesquisa é eminentemente descritiva.

Por outro lado, a abordagem quantitativa, na opinião do autor, utiliza a estatística para o tratamento dos dados, medindo as relações existentes entre as variáveis.

As pesquisas são, ainda, classificadas em função dos procedimentos adotados para sua realização. Almeida (2011) apresenta os procedimentos mais comuns em trabalhos de conclusão de cursos de graduação, quais sejam, as pesquisas bibliográfica, documental,

experimental, *ex-post-facto*, estudo de campo, estudo de caso e levantamento. Tendo em vista que o objetivo desse artigo é apresentar as principais características das emissões de debêntures da CADIP, perpassa esta pesquisa por estudo de casos.

Segundo Gil (2008), o estudo de caso é profundo e exaustivo e está limitado a um ou poucos objetos permitindo o seu conhecimento amplo e detalhado.

Nas palavras de Fonseca (2002, p. 34), no estudo de caso:

O pesquisador não pretende intervir sobre o objeto a ser estudado, mas revelá-lo tal como ele o percebe. O estudo de caso pode decorrer de acordo com uma perspectiva interpretativa, que procura compreender como é o mundo do ponto de vista dos participantes, ou uma perspectiva pragmática, que visa simplesmente apresentar uma perspectiva global, tanto quanto possível completa e coerente, do objeto de estudo do ponto de vista do investigador.

Para a realização de uma pesquisa, é fundamental a correta coleta dos dados a serem analisados. Há diversas técnicas descritas na literatura. Roesch (2012) divide as técnicas em função da abordagem da pesquisa. Para as pesquisas qualitativas, a autora apresenta as técnicas de entrevista em profundidade, observação participante, entrevista em grupo, incidentes críticos, diários, técnicas projetivas, documentos e histórias de vida.

A entrevista em profundidade objetiva “entender o significado que os entrevistados atribuem a questões e situações em contextos que não foram estruturados anteriormente a partir das suposições do pesquisador” (ROESCH, 2012, p. 159). Na opinião de Gil (2008, p.109), entrevista é “uma forma de diálogo assimétrico, em que uma das partes busca coletar dados e a outra se apresenta como fonte de informação”.

A observação participante consiste na vivência do pesquisador no ambiente, grupo ou organização a ser estudado. Roesch (2012) divide a técnica em duas formas: encoberta e aberta. Encoberta quando o pesquisador não informa ao grupo, comunidade ou organização a sua intenção de fazer a pesquisa. Ele adentra o grupo, a comunidade ou a organização como se fosse um deles. A mesma autora assevera que essa forma de pesquisa pode gerar conflito de identidade ao pesquisador; e a técnica é dita aberta quando o pesquisador tem permissão para fazer a pesquisa.

Após a coleta dos dados para uma pesquisa, faz-se necessário analisá-los utilizando técnicas apropriadas. A análise de conteúdo é uma técnica que, segundo Weber (1990 apud ROESCH, 2012, p. 170), “usa uma série de procedimentos para levantar inferências válidas a partir de um texto. O método busca classificar palavras, frases ou mesmo parágrafos em

categorias de conteúdo”. Esses procedimentos geram indicadores através dos quais as conclusões são feitas.

De tudo o que foi estudado, a alternativa que se apresentou como a mais adequada para esta pesquisa foi a adoção do tipo de pesquisa básica qualitativa, perpassando pelo estudo de caso. Como técnicas de coletas de dados, as entrevistas em profundidade e a observação participante. Como técnica de análise, a análise de conteúdo.

## **5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

Este item ocupa-se com a descrição dos dados coletados e sua respectiva análise, mediante técnicas definidas no método, comparando os resultados com as assertivas dos diversos autores estudados na revisão da literatura.

### **5.1 INSTRUMENTOS DE COLETA DE DADOS**

Como já anunciado na seção destinada à exposição do processo metodológico que envolveu a pesquisa, utilizou-se para a realização deste estudo duas técnicas de coleta de dados: as entrevistas em profundidade e a observação participante.

#### **5.1.1 Entrevistas em profundidade**

Visando à ampliação do espectro observado, decidiu-se pela abordagem de dois perfis de respondentes:

- a) o primeiro, voltado ao representante do Estado do Rio Grande do Sul, diretamente envolvido na prospecção e captação de recursos, no mercado de capitais, através da emissão de debêntures; e
- b) o segundo, voltou-se, diretamente, ao representante da CADIP, companhia que medeia a operação entre o Estado e o mercado de capitais, haja vista que somente uma companhia aberta consegue operar com emissões desse tipo de papel.

O respondente escolhido para o primeiro perfil de abordagem foi o atual Diretor-Técnico da Junta de Coordenação Financeira da Secretaria da Fazenda do Estado do Rio Grande do Sul.

Para o segundo perfil de respondente, foi selecionado o atual presidente da CADIP, protagonista e, por que não dizer, um de seus principais mentores, atuante em todas as onze operações.

Para a entrevista, foram criados diversos quesitos visando garantir a obtenção de informações oferecidas pelos respondentes que possam satisfazer a questão de pesquisa e aos objetivos deste artigo. Os referidos quesitos foram construídos e testados previamente objetivando a identificação de perguntas mal formuladas ou ininteligíveis.

### 5.1.2 Observação participante

A escolha da técnica de observação participante se deu, essencialmente, pela convivência estabelecida com a Diretoria Executiva da CADIP e com os representantes do Estado do Rio Grande do Sul, responsáveis pelas emissões de debêntures. Mais do que isso, a posição de Conselheira Fiscal da CADIP possibilitou à autora o acesso aos documentos, relatórios e pareceres que deram base às emissões da Companhia.

## 5.2 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

A seguir, passa-se à apresentação e à análise dos dados obtidos nas entrevistas em profundidade e através da observação participante.

Acerca de suas percepções sobre a emissão de debêntures, o respondente representante da CADIP frisou a diferença existente entre as emissões da Companhia em relação a outras estatais emissoras, ou com potenciais para tal. Enquanto outras companhias “buscam recursos no mercado de capitais de emissão de debêntures para atender suas necessidades”, ou seja, utilizam a emissão como fonte alternativa de captação de recursos para atender ao seu objeto social, a CADIP “busca recursos para atender aos interesses do Estado”, alinhando-se, portanto, ao seu objeto social. Afirmou que a CADIP é “o braço do Estado que vai ao mercado de capitais buscar recursos de emissão de debêntures, uma vez que o estado não pode emitir debêntures”, em consonância com a Carta Magna e a Resolução do Senado, conforme observou-se na revisão da literatura

Com relação aos tipos de emissões, se públicas ou privadas, o entrevistado representante da CADIP relatou que três emissões foram privadas, sendo subscritas pelo BNDES Participações S/A – BNDESPAR, subsidiária integral do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, enquanto que as demais foram públicas. Além disso, todas as emissões da Companhia foram do tipo simples, ou seja, não conversíveis em ações da emissora, excluindo, portanto, a sensibilização do valor do lucro diluído por ação, provocável por instrumentos potencialmente dilutíveis, no caso a hipótese de conversão. Todavia, algumas debêntures da CADIP poderiam ser transformadas em ações de outras estatais gaúchas, como a Companhia Estadual de Telecomunicações (CRT) e a Companhia Estadual de Energia Elétrica (CEEE). Essa possibilidade de transformação das debêntures em ações de outras companhias foi utilizada como garantia real em algumas emissões, enquanto em outras a garantia era subordinada mesmo havendo essa possibilidade de transformação.

No tocante às garantias, duas emissões tiveram garantias reais enquanto as demais não possuíram lastros, as chamadas emissões subordinadas, em que o *collateral* limita-se à capacidade de solvência dos elementos que constituem o patrimônio das entidades. Todavia, a maioria dessas emissões subordinadas permitiu a transformação das debêntures em ações de outras estatais, que embora afetando negativamente o valor do lucro diluído por ação de certa forma valoriza os títulos, dando maior aceitação no mercado de capitais a esses papéis. As garantias reais oferecidas foram ações de estatais no primeiro caso e, no segundo caso, o direito ao recebimento do fluxo financeiro decorrente do pagamento do parcelamento de créditos tributários do imposto sobre circulação de mercadorias e prestação de serviços – ICMS.

Necessário se faz, para o entendimento das características das emissões e conseqüentemente das suas diversidades, o relato dos respondentes acerca da conjuntura econômica e política do estado do Rio Grande do Sul nos períodos de algumas emissões. A começar pela primeira emissão, realizada em 1996, período em que estava em vigor o Programa de Reforma do Estado, instituído pela Lei nº 10.607 de 1995, que autorizava a desestatização do Estado. Foi o período das privatizações. Nas palavras do respondente representante da CADIP, “o processo de privatização, quando definido, leva até um ou dois anos para ser acabado”.

Dessa forma, visando antecipar ao Estado os recursos provenientes das privatizações, foi estruturada a primeira emissão de debêntures da CADIP. A Companhia recebeu R\$ 150 milhões do BNDESPAR como pagamento antecipado da emissão de debêntures que seria realizada em determinado prazo ajustado entre as partes. Com esse recurso, a CADIP comprou do Estado, com cláusula de recompra, ações emitidas pela CRT que foram oferecidas como lastro para a emissão de debêntures e as emitiu subscrevendo-as ao BNDESPAR, seu proprietário de direito. Posteriormente, o Estado recompra as ações da CRT que pertenciam à CADIP e vende essas ações através de leilão de privatização. Com esse recurso, pagou a recompra das ações emitidas pela CRT à CADIP, que por sua vez liquidou as debêntures junto ao BNDESPAR. “Foi assim que em 15 dias [...] nós colocamos R\$ 150 milhões no Tesouro do Estado”, frisou o respondente representante da CADIP. Essa operação possibilitou que o Estado trocasse ativos, aumentando a liquidez do seu patrimônio.

A segunda emissão, em continuidade ao Programa de Reforma do Estado, realizada ainda em 1996, ofereceu garantia real representada por ações de emissão CEEE e do BANRISUL, além de garantia acessória representada por recebíveis da CEEE. Ademais, utilizou poder liberatório para pagamento de contas de energia elétrica faturadas pela

companhia de energia, mediante dação em pagamento ou repasse. O poder liberatório era uma prerrogativa, que permitia aos debenturistas, em caso de inadimplência da CADIP, a utilização das debêntures como crédito para o pagamento de contas de energia elétrica emitidas pela CEEE. Os recursos da captação dessa emissão foram depositados no SIAC, através de Contrato de Mútuo entre a Companhia e o Estado, estabelecendo a livre movimentação e disponibilização dos recursos e fixando critérios de remuneração e repactuação de taxas, caso necessário, oportunizando ao Estado a utilização desses valores.

Segundo o respondente representante da CADIP, algumas emissões serviram “de suporte para o pagamento de empreiteiras. O Estado estava devedor das empreiteiras”. Dessa forma, realizou-se um acordo entre as partes. O Departamento Autônomo de Estradas de Rodagem – DAER pagou as empreiteiras com um cheque que, por sua vez, com esse mesmo cheque, subscreveram debêntures de uma nova emissão da CADIP. As debêntures foram de emissão pública, registradas na CVM. Assim, os debenturistas, ou seja, as empreiteiras poderiam negociar seus títulos no mercado de capitais transformando-os em dinheiro. “Com isso, evidentemente, os credores ficaram muito satisfeitos”, comentou o respondente. Em consequência dessa operação, o Estado passou a ser devedor da CADIP, “alongando a dívida do Estado”.

Percebeu-se, durante as entrevistas, que a oitava emissão da companhia destacou-se perante as demais. Tanto pela complexidade da operação quanto pelo pioneirismo do modelo no país. “Foi uma modalidade inédita no país, na ocasião”, destacou o respondente. A empresa classificadora de risco, contratada para avaliar a operação, buscou especialistas no assunto na Itália. Não havia “gente qualificada na América para avaliar esse tipo de operação”, complementou.

Esta foi a mais complicada, [...] era inovadora, não tinha precedentes [...], tivemos que construir tudo [...]. Não existia também a prática, não só da CADIP, mas do mercado em geral, em como fazer a estrutura legal. Houve a necessidade de um conjunto de pareceres, dados por escritórios especializados nisso, a própria PGE, enfim, deram pareceres sobre a operação. Porque se tinha apenas uma autorização dada pela deliberação do CONFAZ [...] que autorizava a ceder de forma onerosa os créditos tributários a terceiros. [...] enfim, foram 16 contratos específicos que lastrearam a operação na parte jurídica. Houve necessidade de negociação com bancos, agente fiduciário, escritórios de advocacia, com a CVM. [...] Essa realmente foi a mais complicada. Pelo ineditismo e pela complexidade natural envolvendo garantias em créditos tributários, que nunca tinha acontecido no país.

Inicialmente, o Estado do Rio Grande do Sul aumentou o capital social da CADIP, subscrevendo e integralizando ações, com créditos tributários parcelados, oriundos de ICMS.

A Companhia emitiu debêntures utilizando como garantia real o direito ao recebimento de créditos performados decorrentes do pagamento de fração equivalente a 63,75% do parcelamento de créditos tributários de ICMS, conforme consta na escritura de emissão. A fração de 63,75% correspondeu ao valor líquido do recebimento dos créditos, descontados a parcela destinada constitucionalmente aos municípios e outras destinações legais. Os valores recebidos pela CADIP com a emissão das debêntures, na época, R\$ 120 milhões, foram depositados no SIAC, ficando os recursos indiretamente à disposição do Estado. Ele “acaba monetizando esses recursos, essa perspectiva de receber [...] créditos que [seriam realizados] ao longo de anos”, comenta o respondente representante do Estado.

Em função da inadimplência natural dos parcelamentos e do risco do negócio, o volume de créditos tributários oferecidos em garantia foi maior do que o volume da emissão de debêntures, numa proporção de 1,88 unidades monetária de garantia para cada 1 unidade monetária de obrigações com debêntures colocadas no mercado de capitais. Essa proporção foi estabelecida pelos estruturadores da operação, levando em conta, entre outros parâmetros, a análise retrospectiva do comportamento da carteira de crédito realizada por uma empresa de auditoria independente. Ao longo da operação, como era de se esperar, houve excedente de recursos advindos do recebimento dos parcelamentos e conseqüentemente a garantia superava a proporção mínima exigida para a operação. Em função disso, as garantias foram liberadas pelo agente fiduciário que é o responsável pela guarda delas. Ao final da operação, após a liquidação das debêntures, o Estado procedeu à redução do capital social da CADIP, recebendo de volta os valores residuais da operação.

O respondente representante do Estado, quando questionado sobre os cuidados dispensados à operação à luz da Lei de Responsabilidade Fiscal, afirmou que não há unanimidade no assunto. Seria ou não uma operação de crédito disfarçada? Em sua opinião e com base nos pareceres jurídicos emitidos na época, tratou-se apenas de capitalização de estatal, que poderia ser realizada com qualquer ativo pertencente ao Estado.

Com relação às taxas de juros pagas aos debenturistas, o respondente representante da CADIP esclareceu que se utilizou, em cada emissão, a taxa mais praticada no mercado de capitais naqueles momentos. Exceção deu-se somente à oitava emissão, que, pelo seu ineditismo, exigiu uma remuneração um pouco acima da média praticada no mercado de capitais, conforme justifica o respondente.

Ninguém tinha experiência nesse tipo de operação. Nem os emitentes, nem os intermediários que colocavam o papel, nem a CVM, que é o órgão fiscalizador, e muito menos o mercado, o investidor. Então tínhamos de pagar um pouco mais, uma espécie de pedágio para colocar a emissão.



Uma das etapas mais importantes na emissão de debêntures é sua apresentação ao mercado, os *road shows*. Em dez, das onze emissões da CADIP, não foram necessárias apresentações ao mercado, tendo em vista que foram negociadas previamente com os debenturistas (BNDESPAR e empreiteiras). Por outro lado, a oitava emissão exigiu um cuidado especial a essas apresentações.

Nós tivemos de fazer *road show* em São Paulo, em Brasília, no Rio de Janeiro e em Porto Alegre, junto a investidores. Nos acompanharam [...] diversos bancos que formavam o *pool* de colocadores do papel. Tivemos a presença do próprio Secretário da Fazenda nesses encontros, onde se procurou colocar para o mercado, para os investidores que foram convidados para esses eventos, [...] o novo modelo de debêntures. E que foi um sucesso. Colocou toda a emissão [...].

Pode-se notar, pelo exposto, que o processo de emissão de debêntures é bastante complexo e exige uma grande diversidade de agentes atuantes. O respondente, com muita sabedoria, resumiu a participação de cada um deles:

No primeiro momento [...] [contratamos] uma empresa de auditoria independente que faz a avaliação da carteira. Apura “n” informações sobre a carteira. Nível de inadimplência, nível de concentração, distribuição dos devedores por setor atividade, a geração de novos parcelamentos [...]. Em seguida nós temos que contratar uma empresa de *rating* que vai buscar todo tipo de informação prestada pela empresa de auditoria e mais a estrutura jurídica. [...] [Contratamos] o escritório de advocacia, de renome, com experiência no mercado de capitais [...] [para] construir toda a estrutura jurídica dessa operação, que é objeto de avaliação por parte da empresa de *rating* também. A empresa de *rating* avalia a carteira e avalia como está constituída juridicamente a operação. [...] Nós precisamos contratar também bancos que se encarregam de fazer a colocação. [...] Temos que contratar um agente fiduciário, que é o representante dos debenturistas. [...] Tem que ser uma instituição financeira. [...]. O agente fiduciário acompanha mensalmente a evolução da operação. [...] acompanha a operação até o final. [...] emite relatórios anuais e [...] relatório final. [...] são contratadas também algumas empresas de publicidade e propaganda que montam os *workshops*. São empresas especializadas nisso. [...] Temos que ter um banco que faz o controle das posições dos debenturistas. [...] Esse banco, também chamado de escriturador, controlador, mandatário, [...] faz o controle dos pagamentos, e controla também um fundo de amortização que a operação exige. [...] E, além disso, tem a CETIP, que é a Central de Títulos Privados [...] que exerce o controle das negociações dos papéis [no mercado secundário]. [...] faz a transmissão da posição de um investidor para outro. [...] Isso de certa forma ajuda a qualificar melhor o papel. É um papel cetipado, como se diz, [...] é feito um contrato entre a emissora e a CETIP, de tal forma que se tem fé pública em cima desses papéis.

A contratação desses agentes, por empresas da Administração Indireta, é realizada obedecendo rigorosamente a Lei nº 8.666 de 1993, Lei das Licitações, em contraponto às contratações feitas por empresas que não possuem capital público, cujas contratações são

realizadas sem a observância da referida lei, ao critério do administrador. Dessa forma, o processo de contratação dos agentes atuantes nas emissões de debêntures da CADIP é obstaculizado pelos entraves burocráticos da Administração Pública, o primeiro diferencial das emissões do Estado em comparação ao setor privado.

Outro aspecto importante a ser observado, diferencial entre as emissões realizadas por empresas estatais, é a classificação de risco que é influenciada, no caso da CADIP, de duas formas: pelo rating atribuído à operação, pois leva em consideração a situação econômico-financeira do Estado, assim como pela destinação do recurso. A agência classificadora de risco considera, por óbvio, além das características da operação, as informações econômicas, orçamentárias, financeiras e sobre o gerenciamento da dívida pública do Estado. Além disso, a destinação dos recursos ao SIAC é apontada como fator de risco nos prospectos de emissão. “O eventual risco político na administração dos recursos confiados ao SIAC poderia se sobrepor ao registro dos recursos em contas individualizadas e ao Contrato de Mútuo” (CADIP, 2004, p. 24). Esse risco não existe nas emissões das empresas privadas.

Além das características e peculiaridades acima expostas, o quadro 1 apresenta um resumo das principais características das debêntures emitidas pela CADIP, análogas às emissões feitas por empresas de capital privado, sintetizadas, a fim de expor-se uma visão geral sobre as emissões.

Quadro 1 – Resumo das principais características de Debêntures da CADIP

Ordem	Emissão	Remuneração	Valor R\$ Milhões	Garantia	Forma	Tipo Emissão	Regime	Conversibilidade
1ª	16/1/96	TJLP + 8%aa	150	Subordinada	Nominativa	Privada	–	Não conversíveis
2ª	1/4/96	ANBID + 3%aa	100	Real	Escritural	Pública	Garantia firme	Não conversíveis
3ª	16/9/96	ANBID	40	Subordinada	Nominativa	Pública	Melhores esforços de colocação	Não conversíveis
4ª	27/12/96	TJLP + 8%aa	250	Subordinada	Nominativa	Privada	–	Não conversíveis
5ª	24/4/97	TJLP + 8%aa	23	Subordinada	Nominativa	Privada	–	Não conversíveis
6ª	1/3/99	IGP-DI + 6%aa	190	Subordinada	Nominativa	Privada	–	Não conversíveis

(cont.)

Quadro 1 – Resumo das principais características de Debêntures da CADIP

7ª	15/7/03	TJLP + 10%aa	60	Subordinada	Escritural	Pública	Melhores esforços de colocação	Não conversíveis
8ª	1/1/05	DI + 2,5%aa	120	Real	Escritural	Pública	Melhores esforços de colocação	Não conversíveis
9ª	15/12/05	104,50% DI	30	Subordinada	Escritural	Pública	Melhores esforços de colocação	Não conversíveis
10ª	15/7/06	104,50% DI	50	Subordinada	Escritural	Pública	Melhores esforços de colocação	Não conversíveis
11ª	15/7/07	104,00% DI	130	Subordinada	Escritural	Pública	Melhores esforços de colocação	Não conversíveis

Fonte: Adaptado de CADIP pela autora (2014).

## 6 CONCLUSÃO

Tendo em vista os fatos e características observados, percebe-se que a questão de pesquisa assim como os objetivos deste artigo foram satisfeitos, de tal forma que as principais características das emissões de debêntures realizadas pela CADIP, assim como as diferenças dessas emissões em comparação ao setor privado, foram apresentadas.

Percebe-se que o Estado do Rio Grande do Sul beneficiou-se diretamente das emissões de debêntures da CADIP, seja antecipando recursos de futuras privatizações aos cofres públicos, seja efetuando pagamentos a credores, alongando o perfil da dívida do Estado ou simplesmente deixando os recursos captados pelas emissões no caixa único. Acredita-se que as peculiaridades das emissões da CADIP possam servir de modelo a outros estados e municípios, possibilitando o incremento dos investimentos públicos ou suprimindo possíveis dificuldades financeiras.

A complexidade, a abrangência, as nuances e as características do tema em tela, assim como o volume colossal de documentos a serem explorados, revelados durante o processo de pesquisa, limitaram o estudo à apresentação de uma visão geral sobre o assunto. Sugere-se, para novas investigações, o estudo individualizado das emissões da CADIP a fim de aprofundar o conhecimento sobre o assunto, bem como intensificar o estudo em questões controversas, como a utilização dos recursos do SIAC pelo Estado e limitações da Lei de Responsabilidade Fiscal.

## REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Dados consolidados**. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 27 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. **Processo de emissão**. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 27 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. **Guia de consulta rápida à legislação** – 2013. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/legislacao/guias/Documents/guiadeb.pdf> > Acesso em: 28 mar. 2014.

ANDIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO & ABRASCA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS. **O que são debêntures?** – 2008. Disponível em: <[http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha\\_debentures.pdf](http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf)>. Acesso em: 28 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. **Debêntures: Estudos Especiais – Produtos de Captação**. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/debentures.pdf>>. Acesso em: 8 abr. 2014.

AGUIAR, Beatriz Torrado de. **Determinantes da remuneração de debêntures no mercado brasileiro**. 2012. 90 pp. Dissertação (Mestrado) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, 2012.

ALMEIDA, Mário de Souza. **Elaboração de projeto, TCC, dissertação e tese: uma abordagem simples, prática e objetiva**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BATISTA, Bruno. **Reação do Mercado Brasileiro de ações às emissões de debêntures**. 2013. 80 pp. Dissertação (Mestrado) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, 2013.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Guia de debêntures**. 2006. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/bf\\_guiadebentures.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/bf_guiadebentures.pdf) >

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, Senado, 1998.

\_\_\_\_\_. Constituição (1988). **Emenda constitucional nº 3, de 17 de março de 1993**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/Emendas/Emc/emc03.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Emendas/Emc/emc03.htm)>. Acesso em: 27 mai. 2014

\_\_\_\_\_. **Convênio ICMS nº 104, de 30 de agosto de 2002**. Disponível em: <<http://app1.sefaz.mt.gov.br/sistema/legislacao/legislacaotribut.nsf/5edf9c5193c58088032567580038916b/bfdc5b6f8037010c04256c2b006eb2b3?OpenDocument>> Acesso em: 19 abr. 2014.

\_\_\_\_\_. **Convênio ICMS nº 133, de 12 de dezembro de 1997.** Disponível em: <[http://www1.fazenda.gov.br/confaz/confaz/convenios/ICMS/1997/CV133\\_97.htm](http://www1.fazenda.gov.br/confaz/confaz/convenios/ICMS/1997/CV133_97.htm)>. Acesso em: 19 abr. 2014.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Brasília, 2004.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.** Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Brasília, 2009.

\_\_\_\_\_. **Lei Complementar Federal nº 101, de 04 de maio de 2000.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm)>. Acesso em: 19 abr. 2014.

\_\_\_\_\_. **Lei Federal nº 8.666, de 21 de junho de 1993.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8666cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8666cons.htm)>. Acesso em: 04 mai. 2014.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 22 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. **Resolução nº 43, de 21 de dezembro de 2001.** Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/ressen/2001/resolucao-43-26-dezembro-2001-429342-norma-pl.html>>. Acesso em 05 abr. 2014.

CADIP – CAIXA DE ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ESTADUAL S/A. Disponível em: <<http://www.cadip.com.br/>>. Acesso em: 14 mai. 2014.

\_\_\_\_\_. **Prospecto Definitivo de Distribuição Pública de Debêntures Simples da 7ª Emissão: Prospecto.** Porto Alegre, 2004. Disponível em: <[http://www.cadip.com.br/jsp/imagens/prospecto\\_cadip\\_definitivo.pdf](http://www.cadip.com.br/jsp/imagens/prospecto_cadip_definitivo.pdf)>. Acesso em: 27 mai. 2014.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIO. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 27 mai. 2014.

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO. **Aplicação das normas da ABNT para apresentação de trabalhos acadêmicos na Escola de Administração:** atualizada às normas vigentes até maio de 2013. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013.

FONSECA, João José Saraiva da. **Metodologia da pesquisa científica.** Fortaleza: UEC, 2002. Apostila.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços.** 18. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

KUWABARA, Kleber M. **Societário e o mercado de capitais: briefing de operações.** São Paulo: Giz, 2006.

MARTINS, Ives Gandra da Silva & NASCIMENTO, Carlos Valder do (Org.). **Comentários à Lei de Responsabilidade Fiscal**. São Paulo: Saraiva, 2011.

MENEGHETTI NETO, Alfredo. O desempenho das finanças públicas estaduais em 2003. **Indic. Econ. FEE**, Porto Alegre, v. 31, n. 4, p. 53-72, fev. 2004. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewFile/226/393>>. Acesso em: 27 mai. 2014.

OLIVEIRA, Celso Marcelo. **Manual de direito empresarial**. São Paulo: IOB Thomson, 2005.

RIO GRANDE DO SUL. **Decreto nº 33.959, de 31 de maio de 1991**. Disponível em: <[http://www.al.rs.gov.br/legis/M010/M0100099.ASP?Hid\\_Tipo=TEXT0&Hid\\_TodasNormas=16793&hTexto=&Hid\\_IDNorma=16793](http://www.al.rs.gov.br/legis/M010/M0100099.ASP?Hid_Tipo=TEXT0&Hid_TodasNormas=16793&hTexto=&Hid_IDNorma=16793)>. Acesso em: 26 abr. 2014.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 10.607, de 28 de dezembro de 1995**. Disponível em: <[http://www.al.rs.gov.br/legis/M010/M0100018.asp?Hid\\_IdNorma=11444&Texto=&Origem=1](http://www.al.rs.gov.br/legis/M010/M0100018.asp?Hid_IdNorma=11444&Texto=&Origem=1)>. Acesso em: 27 mai. 2014.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso**. Colaboração Grace Vieira Becker & Maria Ivone de Mello. São Paulo: Atlas, 2012.

SHENG, Hsia Hua. **Ensaio sobre emissões de corporate bonds (debêntures) no mercado brasileiro**. 2005. 90 p. Tese (Doutorado) – Escola de Administração, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2005.

TOMAZETTE, Marlon. **Direito societário**. 2. ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

WATANABE, Marta; BUENO, Sérgio Ruck; SOUZA, Marcos de Moura. **Valor Econômico**, 30 dez. 2013. Disponível em: <<https://www1.fazenda.gov.br/resenha/eletronica/MostraMateria.asp?cod=940227>>. Acesso em: 4 mai. 2014.