

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LEONARDO MELÃO ANDRADE



**ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTOS DE LONGO PRAZO DAS EMPRESAS:
PRÓS E CONTRAS**

CURITIBA

2021

LEONARDO MELÃO ANDRADE

**ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTOS DE LONGO PRAZO DAS EMPRESAS:
PRÓS E CONTRAS**

**Monografia apresentada como requisito parcial
à obtenção do grau de graduação no Curso de
Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais
Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.**

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira

**CURITIBA
2021**

TERMO DE APROVAÇÃO**LEONARDO MELÃO ANDRADE****ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTOS DE LONGO PRAZO DAS EMPRESAS:
PRÓS E CONTRAS**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Graduação no Curso de Ciências Econômicas, Setor Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Prof. **Dr.** José Guilherme Silva **Vieira**
Orientador - Departamento de Economia, UFPR.

Prof. **Dr.** Adalto Acir Althaus Junior
Departamento de Economia, UFPR.

Prof. **Dr.** José Wladimir Freitas da Fonseca
Departamento de Economia, UFPR.

Curitiba, 20 de dezembro de 2021.

Dedico essa monografia a minha família, aos meus professores e a todos que me presentearam com duros *feedbacks*.

AGRADECIMENTOS

A minha família, que construiu meu caráter com honestidade, me ensinaram o que realmente importa e me incentivaram a sempre estudar e trabalhar arduamente.

Agradeço todos os meus professores da formação acadêmica, sem eles nada seria possível. Principalmente ao José Guilherme, orientador desta monografia, que desde o início descomplicou meu processo de pesquisa.

A todos os meus gestores, que me ensinaram técnicas para resolver os mais difíceis problemas. Principalmente ao meu gerente e amigo, Edson Bignotto, que pacientemente ajudou a compreender diversos conceitos técnicos de finanças presentes nesse trabalho e nunca me negou 30 minutos do seu tempo.

Aos meus amigos que tornaram mais fácil e leve toda a jornada acadêmica.

“Cabe a você decidir o que quer obter da vida e o que quer dar.”

(Ray Dalio)

RESUMO

No presente trabalho apresentamos as principais alternativas de financiamento das empresas através de emissões de dívidas no mercado financeiro.

Discutimos as principais opções de financiamentos disponíveis à luz das principais teorias da administração financeira.

Para isso, abordamos os principais tópicos relativos ao endividamento da empresa e como isso afeta o valor da empresa em indicadores financeiros de alavancagem.

Tratamos dos benefícios e malefícios do endividamento: quais são as vantagens de utilizar capital de terceiros para financiar o crescimento e como o mecanismo de endividamento pode acarretar problemas de alavancagem na saúde financeira da empresa. Além disso, entramos no mérito, no item de fontes de financiamentos, uma alternativa às dívidas: a abertura de capital da companhia (IPO)

Por fim, conclui-se que, como sua definição, utilizar o capital de terceiro é mais barato do que utilizar o capital próprio, no entanto, se não for feito um estudo aprofundado das opções, pode ser um mau caminho.

Palavras-chave: fontes de financiamentos, dívidas, valor da empresa, indicadores de alavancagem.

ABSTRACT

In the present work, we present the main alternatives for financing companies by obtaining debt in the financial market.

We discuss the main financing options available in light of the main theories of financial management.

For this, we approach the main ones related to the company's indebtedness and how this affects the company's value in leverage financial indicators.

We deal with the benefits and harms of indebtedness: what are the advantages of using third-party capital to finance growth and how the indebtedness mechanism can cause leverage problems in the company's financial health. In addition, we entered into the merits, in the item of financing sources, an alternative to debt: the company's IPO

Finally, it is concluded that, as its definition, using third-party capital is cheaper than using equity, however, it is not done to make an in-depth study of the options, it can be a bad path.

Keywords: financing sources, debt, company value, leverage indicators.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Composição das captações de recursos por empresas brasileiras em % do PIB (2010 a nov/2017)	16
GRÁFICO 2 – Composição do exigível financeiro consolidado das empresas não financeiras brasileiras em % do PIB (2010 a nov/2018)	16
GRÁFICO 3 – WACC × Relação E/D.....	20
GRÁFICO 4 – Emissões domésticas-Debêntures Participação por volume (%)	23
GRÁFICO 5 – Composição de distribuição das ofertas primárias de debêntures incentivadas.....	24
GRÁFICO 6 – Preço do <i>bond</i> BBG	26
GRÁFICO 7 – Volume médio anual das ofertas primárias de notas promissórias (2012-2018), em R\$ milhões.....	30
GRÁFICO 8 - Demonstração do número de empresas que entraram na bolsa por ano, de 2010 a fevereiro de 2021.....	33

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

AGD – Assembleia Geral de Debenturistas

AMBIMA - A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CDI – Certificado de Depósito Interbancário.

CMPC – Custo Médio Ponderado do Capital

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EVA – Economic Value Added

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IR – Imposto de Renda

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

LMT – Linha Do Mercado de Títulos

NCE – Notas de Crédito à Exportação

SIFMA – Securities Industry and Financial Markets Association

PIB – Produto Interno Bruto

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

USD – United States Dollar

VCI – Votorantim Cimentos Internacional

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	FONTES DE FINANCIAMENTOS	15
3	DÍVIDAS PRIVADAS	20
3.1	Tipos de Dívidas Privadas	20
3.1.1	Debêntures	21
3.1.2	Bonds	24
3.1.3	Nota de crédito à exportação (NCE)	27
3.1.4	Empréstimos sob o amparo da Lei nº 4131	29
3.1.5	Notas Promissórias	29
3.1.6	Decisão de abertura capital (IPO)	30
4	DECISÃO DE CAPTAR E QUANDO REALIZAR UM HEDGE	34
5	INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO	37
6	INCONVENIENTES EM UMA EMISSÃO DE DÍVIDA	39
6.1	COVENANTS: OBRIGAÇÕES A CUMPRIR APÓS A CAPTAÇÃO	39
6.2	CUSTOS DE COLOCAÇÃO	41
7	CONCLUSÃO	43
8	REFERÊNCIAS	45

1 INTRODUÇÃO

Entre 2018 e 2020, a conjuntura econômica com inflação parcialmente controlada, se comparada com anos anteriores na história econômica brasileira, trouxe maior flexibilidade para o banco central brasileiro abaixar a taxa de juros, a meta para a taxa Selic, entre 2000 e 2017 teve uma média de 14,63% ao ano, sendo que observamos o valor máximo de 26,5% em boa parte do primeiro semestre de 2003 e o mínimo em dezembro de 2017, que atingiu 7% ao ano. A partir daí, a meta para a Selic baixou consideravelmente. Entre 2018 e junho de 2021, a meta para a Selic, ficou na média de 4,76%, dado que mostra uma marca histórica no país, apesar de estar apresentando uma tendência de alta.

Dito isso, a propensão a tomar crédito, tanto pelas empresas, quanto por pessoas físicas, tendeu a aumentar significativamente, dado que o custo da dívida (baseado pela Selic e pela taxa do DI) abaixou substancialmente. A empresa toma dívida, seja diretamente com o banco ou com investidores, a fim de implementar projetos que façam sentido dentro do retorno esperado, ou seja, o projeto que a companhia planeja auferir com o crédito precisa ter um *spread* acima da taxa livre de risco da economia (Selic) que compense o risco do projeto e, nos melhores dos casos, se pague dentro do período esperado.

Segundo o estudo “Mercado de dívida corporativa no Brasil – Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento”, publicado em 11/04/2019 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Brasil é um dos maiores mercados emergentes de dívida privada e ainda possui potencial de crescimento. As emissões no mercado de capitais foram capazes de preencher uma lacuna dada por uma redução do crédito subsidiado oferecido pelo BNDES e dos bancos em geral vista nos últimos anos, em especial, a partir de 2015. Além disso, há um expressivo movimento para captações de dívidas no mercado estrangeiro (*bonds*). Ainda no estudo da CVM, há uma gama de potenciais investidores, que são mais ativos nos mercados estrangeiros de dívidas e poderiam migrar seu capital para as dívidas emitidas no Brasil.

Podemos dizer que a taxa de juros é o preço da mercadoria dinheiro dentro de um determinado tempo, de acordo com ASSAF NETO (2015), juro é a remuneração que o tomador (captador) de um empréstimo paga ao doador (aplicador) de recursos. O juro é apropriadamente identificado como o preço do crédito, refletindo uma

dimensão temporal. Todos os tipos de juros exprimem uma remuneração pela alocação de capital.

Conforme mencionado acima, o fomento à projetos privados se torna mais barato quando a taxa de juros é menor. Com projetos sendo realizados pelas empresas, empregos são gerados, exportações são incentivadas, a moeda tende a se desvalorizar, o que em certa medida, para algumas companhias dolarizadas, pode ser bom. Em contrapartida, com o maior consumo motivado pelo desincentivo a poupar e emprestar dinheiro para o Estado, os preços tendem a aumentar, causando desconforto popular. Na teoria econômica, os fatores fundamentais que afetam os juros são: expectativas de inflação, risco do tomador de recursos e liquidez de mercado e risco conjuntural.

O tema do presente trabalho refere-se às alternativas do crédito, especificamente direto ao corporativo, em que medida a alavancagem financeira é interessante para a empresa, além de, através de indicadores disponíveis, como isso traz valor ao acionista, a fim de auferir ganhos de capital no longo prazo, paralelamente trazendo ganhos econômicos para a sociedade, com empregos e projetos que beneficiam não somente o consumidor, mas a nação como um todo, seja no ramo científico e industrial. Podemos dizer que no Brasil, ainda há dificuldades quando se fala em dívida, mas em países desenvolvidos, a relação Crédito/PIB é muito maior, muito se deve ao barateamento do crédito: enquanto no Brasil, as taxas de juros foram elevadíssimas por muito tempo, países como Japão, Dinamarca e Suíça, veem suas taxas de juros nominais ficarem abaixo de zero há algum tempo, além de que vários outros países possuem taxas reais negativas. De acordo o artigo Mercado de crédito, da série Panorama Brasil, de Ana Carla Abrão, quanto maior for o mercado de crédito, mais espaço para investimento mais arriscados com maior potencial de retorno e benefício para o investir e sociedade como um todo. Sendo assim, quando mais arriscados os projetos, sendo esses oriundos de um mercado de crédito maior, mais inovação e criação é angariada na sociedade. Sendo assim, o mercado de crédito possui uma importante função de selecionar os melhores projetos e ainda impactar positivamente as atividades empresariais trazendo, assim, maior produtividade. Em contrapartida, um mercado de crédito fraco reduz a inovação e impede o crescimento da economia. O artigo ainda destaca que países com mercado de crédito menos desenvolvidos, possui, por consequência, um mercado de capitais também fraco e sugere que reformas com foco em um ambiente regulatório que

fomenta o desenvolvimento do crédito é condição necessária para o crescimento econômico e bem-estar social.

Grande parte dos contratos de dívidas, sejam diretamente ou indiretamente com os bancos, possuem os *Covenants*, que são obrigações contratuais que as empresas precisam cumprir no período em que a dívida permanece ativa. Os bancos e/ou investidores avaliam o risco de crédito da companhia e cobram um *spread*, além do indexador livre de risco, que compense o empréstimo, ou seja, quanto melhor for o risco de crédito, em outras palavras: o quão bem a empresa paga seus credores em dia, mais atrativo para a empresa é o *spread* cobrado e menos risco para o credor. O contrário é verdadeiro, se a empresa for má pagadora de seus credores, ou até mesmo se o fluxo de caixa projetado não for atrativo para o credor, o risco tende a ser maior, encarecendo a dívida, além de se tornar mais difícil a captação do recurso. Na visão dos credores, além de considerar o risco de inadimplência da companhia tomadora, não basta apenas emprestar, mas sim avaliar com eficácia aqueles que irão pagar em dia, além de emprestar para aqueles que farão o melhor uso dos recursos. Sendo assim, as instituições que fornecem empréstimo privado, fazem o monitoramento de como os recursos estão sendo usados, fazendo exigências com periodicidades pré-determinadas em contratos através dos *Covenants*.

Além de explicar sobre a teoria das fontes de financiamentos para as empresas, o presente trabalho aborda indicadores de endividamento, utilização do capital próprio ou de terceiros, alavancagem, custo médio do capital ponderado e quais são as principais opções de captações e indexadores de dívidas disponíveis no mercado.

No capítulo 2, abordamos as teorias das fontes de financiamentos, comparando as alternativas entre utilizar o capital próprio e capital de terceiros nos financiamentos de longo prazo.

O capítulo 3 apresentamos os principais tipos de dívidas privadas disponíveis no mercado, quais são os indicadores mais comuns e as principais características de cada tipo de dívida. Serão abordadas as debêntures, os *bonds*, notas de crédito à exportação (NCE), empréstimos sob o amparo da Lei N. 4131, notas promissórias e como um adicional e alternativa de financiamento, explanaremos resumidamente sobre uma decisão de abertura de capital (IPO).

O capítulo 4 trata-se do processo de decisão de captar uma dívida, quais aspectos devem ser levados em consideração e como se “ajustar” com o risco

realizando um *hedge*, especificamente um *swap*, a fim de ajustar o indexador do passivo (financiamento) com o indexador principal da fonte de receitas.

O capítulo 5 explica os conceitos e as aplicações dos principais indicadores de endividamento disponíveis para se avaliar a saúde financeira, mais especificamente da dívida da companhia.

Por fim, o capítulo 6 trata-se das obrigações que uma empresa se rende quando realiza uma emissão de dívida: os *Covenants* e os custos de colocação.

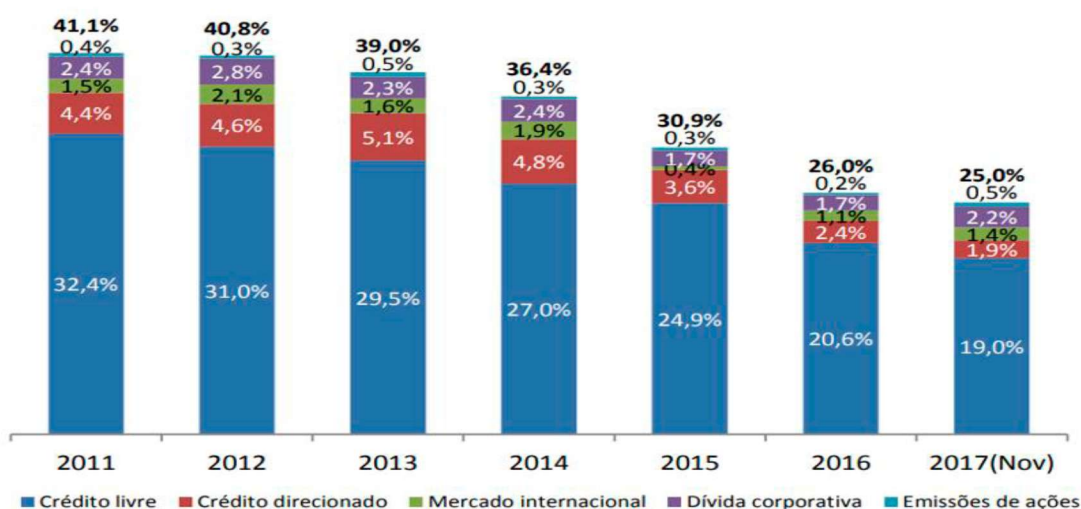
2 FONTES DE FINANCIAMENTOS

Uma empresa, seja privada, pública, de capital aberto ou fechado, possui diversas fontes de financiamentos a fim de angariar os projetos desejados por ela, buscando maximizar seus lucros. Dito isso, há duas fontes principais: as internas (capital próprio, oriundo da atividade operacional da empresa, seus lucros; ou de acionistas) e externas (o que vem de bancos, investidores de dívidas emitidas no mercado, como debêntures, *bonds* e demais títulos negociados no mercado).

No Brasil, há expectativa de que o mercado de capitais reforce o de financiamento de capital de terceiros nas empresas nacionais. A concentração de grandes bancos no país diminuiu o leque de oportunidades de ofertas de empréstimos para as companhias, no entanto, isso tende a diminuir com a criação de novos bancos, além de horizontes que facilitam a regulamentação de emissão de dívidas privadas no país.

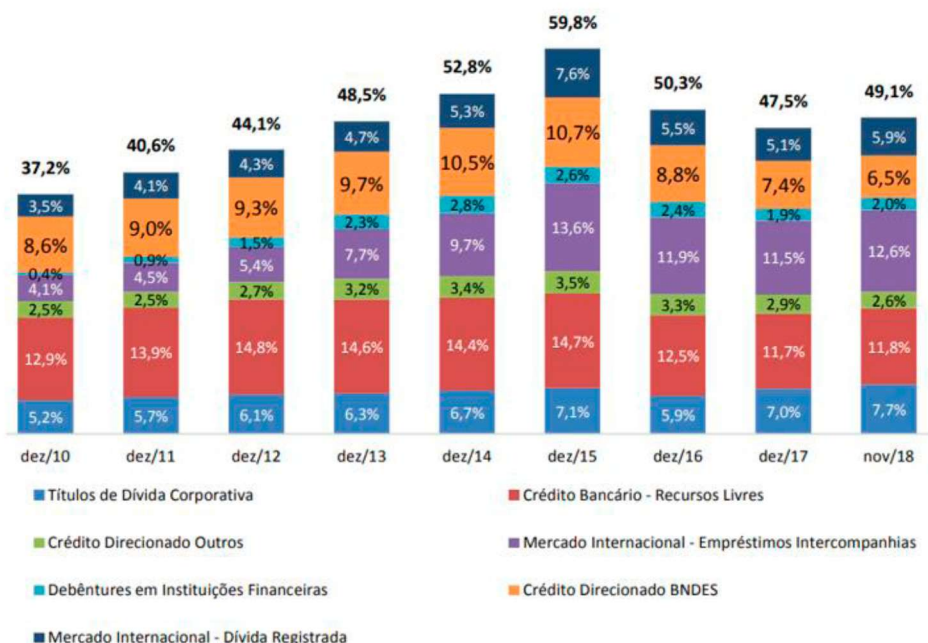
Nos últimos anos, o mercado de capitais tem ocupado espaço em detrimento do crédito oferecido pelos bancos, no entanto, como mostra o gráfico 1 abaixo, as companhias não financeiras ficaram menos alavancadas a partir de 2015, dado o contexto de baixo dos saldos relativos aos saldos bancários (recursos livres), e direcionados entre 2015 e novembro de 2018. Por outro lado, há um crescente importante nos títulos de dívidas corporativas, recuperando a proporção sobre o PIB para 7,7%, conforme mostra o gráfico 2 em seguida.

GRÁFICO 1 – COMPOSIÇÃO DAS CAPTAÇÕES DE RECURSOS POR EMPRESAS BRASILEIRAS EM % DO PIB (2010 A NOV/2017):



Fonte: Centro de Estudos de Mercado de Capitais – “Nota CEMEC 01 - Mercado de Dívida Corporativa no Financiamento das Empresas.

GRÁFICO 2 – COMPOSIÇÃO DO EXIGÍVEL FINANCEIRO CONSOLIDADO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS BRASILEIRAS EM % DO PIB (2010 A NOV/2018)



Fonte: Centro de Estudos de Mercado de Capitais – Nota CEMEC 01 - Mercado de Dívida Corporativa no Financiamento das Empresas, 2019.

Há uma proporção considerada ideal dentro do capital total entre recursos de terceiros e próprios, essa é a hipótese base da teoria de estrutura de capital ótima.

Busca-se o menor valor possível para o custo médio ponderado do capital através dessa “proporção ótima” entre capital próprio e de terceiros.

Uma das principais fontes geradoras de precificação de uma empresa é o custo médio ponderado do capital (CMPC), também comum no mercado o termo em inglês: *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Para a definição desse custo, precisamos da definição do custo da dívida e do custo do capital próprio:

Custo da dívida: é o retorno que os credores da empresa exigem sobre os empréstimos. Esse custo pode ser observado direta ou indiretamente. É a taxa de juros paga sobre as dívidas (empréstimos), no entanto, há uma armadilha, quando vemos o cupom da dívida em circulação da empresa, observamos a taxa de juros em que essa dívida foi emitida e é necessário verificar qual é a taxa atual da dívida.

Custo do capital próprio: é o retorno que investidores de capital próprio exigem sobre seu investimento na empresa. Esse é um conceito complicado, pois não há como saber exatamente qual é o retorno que os investidores de capital próprio exigem sobre seus investimentos, sendo necessário uma estimativa desse retorno. Isso pode ser estimado através do modelo de crescimento de dividendos e pela abordagem da linha do mercado de títulos (LMT).

Com as duas definições acima, podemos chegar no custo médio ponderado do capital (CMPC), que é a média ponderada entre o custo da dívida após os impostos e o custo do capital próprio. ROSS (2013).

O CPMC é um dos indicadores mais importantes para a avaliação da estrutura de capital de uma empresa, além da própria definição do termo, ele também pode ser usado para fins de avaliação de desempenho corporativo pelo método do valor econômico agregado (EVA – *Economic Value Added*), desenvolvido pela *Stern Stewart & CO*.

Um exemplo palpável do cálculo do EVA pode ser descrito a seguir:

Supondo que uma empresa tem \$1 bilhão na somatória de dívida e capital próprio e o CMPC geral seja de 10%. O CMPC será de \$100 milhões. Se o fluxo de caixa dos ativos for mais baixo do que isso, a empresa está destruindo valor; por outro lado, se o fluxo de caixa dos ativos for maior que \$100 milhões, a empresa criará valor. Trazendo benefício aos investidores.

Provaremos a seguir que o custo da dívida é mais barato que o capital próprio e esse é o principal motivo para que as empresas decidam se alavancar através de dívidas, mesmo quando elas têm capital próprio disponível para o projeto.

O sócio da empresa dispõe de capital para investimento em projetos de crescimento da companhia a fim de maiores lucros e rentabilidade. No jargão do mercado, há um prêmio mínimo que todo investidor exige para qualquer aplicação de capital, esse prêmio é proporcional ao risco. Como o sócio da empresa aufere do maior risco possível, que é a falência do negócio, naturalmente o retorno que ele irá exigir para o investimento será muito maior do que o retorno que um credor irá exigir. Afinal, o risco do credor é o de crédito, ou seja, o risco de a empresa não honrar com o empréstimo, além do risco da volatilidade do indexador do empréstimo. Esse argumento é intuitivo para a percepção de que por si só, o retorno exigido do capital próprio é mais caro do que o retorno exigido pelo capital de terceiros.

De acordo com Alexandre Póvoa, a companhia só irá aplicar seus recursos em projetos que incorrem rendimentos que ultrapassem, no mínimo, a remuneração de um ativo livre de risco, com análises do custo de oportunidade, normalmente a referência é a própria taxa Selic ou títulos emitidos pelo governo que pague a Selic mais um *spread*. Ou seja:

Custo de capital próprio = Ativo livre de risco + prêmio de risco do capital próprio

Custo de capital de terceiros = Ativo livre de risco + prêmio de risco do capital de terceiros

Tal que:

Prêmio de risco do capital próprio = prêmio de risco do capital de terceiros + adicional pelo risco de investimento em renda variável (POVOA, 2012, p. 257)

Em tese, o adicional pelo risco de investimento em renda variável é sempre maior que zero e isso prova que sempre o Custo de capital próprio > Custo de capital de terceiros, matematicamente falando. Dado que o prêmio de risco de capital de terceiros é sempre inferior ao prêmio de risco de capital próprio.

Há vantagens tributárias em relação ao capital de terceiros e capital próprio. O benefício de imposto sobre juros de capital de terceiros é bem superior em termos de montante quando comparamos com os impostos atribuídos aos juros de capital próprio. O custo real dos juros de capital de terceiro é inteiramente dedutível da base de cálculo de IR (em torno de 30%). No caso do custo de juros do capital próprio a alíquota é de 15% e a base de desconto é a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), esta, de acordo com o site da Finep (finep.gov.br), é calculada com base em dois

parâmetros: uma meta de inflação calculada pro rata para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; e um prêmio de risco.

Dito isso, quanto maior a alíquota de IR, maior a vantagem para a empresa agregar capital de terceiros através de endividamento na estrutura de capital, *ceteris paribus*.

Outro argumento interessante que podemos levantar acerca de optar por capital de terceiros em detrimento do capital próprio é a disciplina que ter dívidas com bancos e/ou investidores traz para o gestor da companhia. Abordaremos no decorrer do trabalho o capítulo de *Covenants*, que são as obrigações que um credor determina em contrato que a empresa cumpra enquanto houver saldo de dívida com a instituição credora. Tais obrigações, muito comum encontrarmos cláusulas que obrigue a empresa ficar alavancada até um determinado número e que suas demonstrações financeiras sejam divulgadas com assinatura de um auditor contábil (exemplo: *PricewaterhouseCoopers* e *Delloite*), fazem com que o gestor mantenha os números para que não seja executada a dívida da empresa e para não prejudicar a imagem da empresa no mercado.

Nos modelos mais atuais de determinação de preço de uma companhia para investimento (*Valuation*), muito se fala sobre a características e competência do gestor e administrador da empresa para uma análise subjetiva de valor. Segundo Povia, pode-se dizer que quanto mais capital próprio estiver na composição da estrutura de capital, mais arrojado e propenso ao risco é o gestor, pois nesse caso, um financiador de alavancagem ficará menos propenso a emprestar recurso para essa empresa, a menor propensão é identificada pelos prazos menores e prêmios maiores.

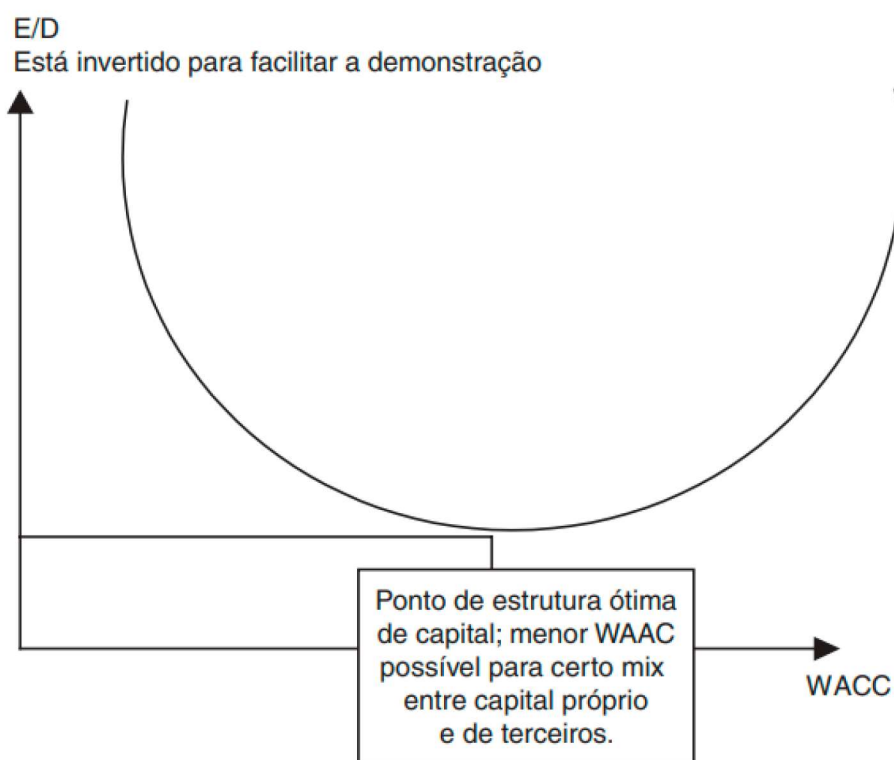
Como menciona Alexandre Povia, em seu livro *Valuation, in verbis*:

Em termos de *Valuation*, a alavancagem, na dose certa, aliada a um bom manejo dos recursos, gera valor e deve ser buscada, e não evitada. Porém, cabe lembrar que os juros e as amortizações da dívida representam custo fixo, que deve ter fontes de pagamentos definidas a cada vencimento. (POVOA, 2012, p. 259)

Ainda segundo Povia, o endividamento de longo prazo, ainda que, na teoria é um bom negócio, se usado em excesso, pode resultar em fluxos de caixa negativos no curto prazo, levando empresas à insolvência falimentar. A empresa pode parecer um bom investimento no longo prazo e, ao mesmo tempo, desinteressante na visão de curto prazo, na ótica de crédito.

Conforme a empresa faz mais captações de dívidas e aumenta seu grau de alavancagem, os credores irão exigir maior retorno para emprestar recurso. Ou seja, o custo do capital total (capital de terceiros + capital próprio), aumenta conforme a empresa fica mais endividada. Esse custo irá aumentar até um ponto em que nenhuma adição de capital de terceiros seja suficiente para diminuir o WACC, e sim aumentá-lo, como podemos observar no gráfico abaixo, do livro *Valuation* de Alexandre Povoá:

GRÁFICO 3 – WACC × Relação E/D



FONTE: André Povoá, 2012.

3 DÍVIDAS PRIVADAS

Este capítulo fornece insumo para detalhar quais são as opções de captações de dívidas pelas empresas no Brasil.

3.1 TIPOS DE DÍVIDAS PRIVADAS

Há uma vasta gama de possibilidades de captações de dívidas no Brasil e no mundo, focaremos nas principais, sendo essas, com maiores possibilidades estratégicas e com maior potencial de volume financeiro.

Podemos dividir as captações entre dois tipos: aquelas firmadas diretamente com os bancos e aquelas que usam os bancos como intermediários entre a companhia

e os investidores. A primeira tem como premissa duas partes principais, a própria companhia e o banco credor, a segunda, por sua vez, não é possível sem a interferência do banco, pois são necessários para a intermediação, no entanto, o objetivo e a tomada de recurso vem dos investidores, que aceitam tomar o risco da companhia em não honrar com suas obrigações em troca de um *spread* recebido no futuro, o qual é pago de acordo com o contrato, normalmente, padronizado, trimestralmente, semestralmente, anualmente ou até mesmo no sistema *Bullet*, em que o valor do principal, em sua totalidade, é pago no vencimento, acrescido dos juros do período.

3.1.1 DEBÊNTURES

De acordo com o “Guia de Debêntures”, publicado pela Anbima em 07/02/2018, as debêntures conferem a seus titulares direito de crédito contra a companhia, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

Debêntures são títulos de dívidas lançadas no mercado e são bastante utilizados por companhias, seja de capital aberto ou fechado, a fim de financiar projetos de médio e longo prazo. No Brasil, é uma das formas mais antigas de captar recursos por meio de títulos (B3, 2021). As emissões de debêntures possuem escriturações, onde são determinadas todas as características que são de interesses dos investidores dos títulos. Nesse documento, também é descrito qual o objetivo angariado pela empresa com a captação do recurso. Além de financiar projetos, os recursos também podem ser utilizados para reestruturar o endividamento da empresa, pré-pagando outra dívida, se assim for estratégico para a empresa. Por exemplo, a companhia pode emitir uma debênture indexada ao DI para pré-pagar uma outra debênture atrelada ao IPCA, se assim julgar benéfico, de acordo com as premissas, em geral convencionais do mercado, de que o DI caia e o IPCA aumente no futuro.

Uma única empresa pode realizar emissões divididas em séries, não é obrigatório que seja feita apenas uma emissão. A companhia pode adicionar nas suas debêntures características para atrair mais liquidez no mercado como conversibilidade em ações e participação nos lucros, tais características podem gerar maior apressamento no mercado.

É comum que emissões indexadas ao IPCA tenham correção monetária do principal mais um *spread* fixo sobre o saldo devedor, como o principal devedor se

aprecia ou deprecia, a remuneração monetária pode variar de acordo com o comportamento do índice de IPCA, apesar de dizermos que os títulos privados pertencem ao grupo investimentos de renda fixa, que a rentabilidade é conhecida no momento do investimento, esses títulos dependem do indexador para compor a remuneração.

As debêntures podem ser destinadas ao público em geral (pessoas físicas), para investidores profissionais ou qualificados, para fundos ou podem ser encanteiradas pelos bancos.

Uma emissão de debênture envolve várias partes, sendo principalmente a própria empresa, o(s) banco(s) coordenador(es) e mandatário, o agente fiduciário, que representa em uma unidade privada o interesse de todos os debenturistas e, por fim, não por obrigatoriamente, a empresa pode optar por colocar uma outra empresa como garantidora, essa outra empresa, que normalmente pertence ao mesmo grupo, fica responsável por arcar com a dívida caso a empresa emissora não honre com os pagamentos, seja por falência ou falta de caixa para tal. Ter uma empresa garantidora, diminui o risco de crédito referente ao título, dado que nesse caso, o risco de crédito é pulverizado em mais de uma empresa, não somente a emissora.

Sem dúvidas, as debêntures possuem custos menores quando comparadas com dívidas diretamente captadas de bancos.

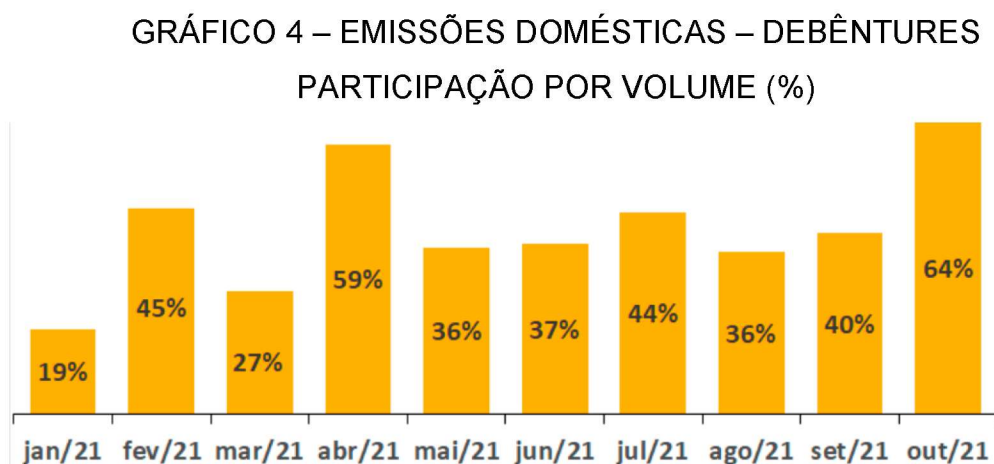
A debênture possibilita que a empresa emissora estruture operações de médio ou longo prazos de acordo com as suas necessidades de recursos, além de permitir o estabelecimento de diferentes características em termos de garantia, conversibilidade em ações, remuneração, repactuação ou mesmo de alteração de suas características pela denominada Assembleia Geral de Debenturistas (AGD). Repactuação é uma possibilidade de renegociar as condições acertadas com os debenturistas, de forma a adequar as características dos títulos às condições de mercado.

O *spread* é definido como uma taxa acima de uma determinada taxa de referência, como já mencionado, é o prêmio pago pela emissora aos investidores pelo risco de crédito. Esse risco, em geral, é calculado por agências de *rating* (contratados pela própria emissora) e refletem a probabilidade de inadimplência.

Alguns autores, como Pimentel et al (2011), destaca que as emissões de debêntures têm uma relação proporcional ao crescimento econômico, ou seja, é um

bom quando há um bom indicativo de melhora no cenário macro, as emissões de debêntures tendem a serem aumentadas, dado pela liquidez no mercado secundário.

De acordo com o Boletim de Mercado de Capitais, publicado em 09/11/2021 pela Anbima, em outubro de 2021, o total de emissões foi de R\$ 36,2 bilhões, representando 8% do total emitido no ano de 2021, que foi de R\$ 449,3 bilhões, nesse cenário, para o mesmo mês as debêntures representaram 64% das emissões de títulos, sendo a maior parte destinada para capital de giro (29,2%), refinanciamento da estratégia de endividamento (21,1%) e investimento em infraestrutura (20,3%). O gráfico abaixo mostra a porcentagem de debêntures emitidas até outubro de 2021 em relação às demais emissões de títulos.

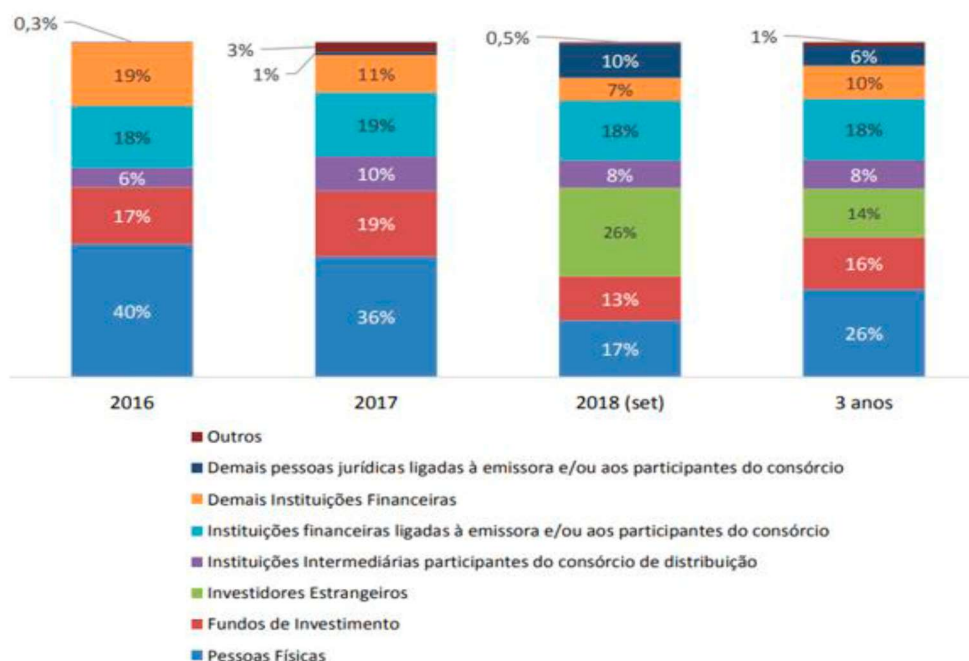


Fonte: Anbima, 2021.

Ainda de acordo com a Anbima, no Boletim de novembro de 2021, em outubro de 2021 as debêntures tiveram o segundo melhor desempenho mensal do ano, atrás apenas de abril de 2021, alcançando R\$ 23,1 bilhões em captações. Em outubro, a marca foi de R\$ 182 bilhões para essas emissões em 2021.

Com relação à participação por tipo de investidores no mercado de debêntures, é importante notar a grande entrada de investidores estrangeiros que ocorreu em 2018, podendo dizer que houve uma injeção de capital estrangeiro nesse tipo de instrumento de dívida em 2018 dado a melhor expectativa da performance econômica das empresas com as promessas de reformas nesse ano, por exemplo:

GRÁFICO 5 – COMPOSIÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO DAS OFERTAS PRIMÁRIAS DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS:



Fonte: Anbima, 2021.

3.1.2 BONDS

Assim como as debêntures, os *bonds* são títulos de dívidas emitidos no mercado secundário a fim de angariar fundos de uma forma mais barata do que captar diretamente dos bancos. Basicamente, a diferença entre debêntures e *bonds* é o mercado de emissão, enquanto as debêntures são emitidas e negociadas no país onde a empresa emissora é localizada, os *bonds* são negociados em mercados estrangeiros.

O mercado de *bonds* é maior se comparado a outros mecanismos de captações, em 2018, a Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), em um estudo publicado no site www.sifma.org, estimou que os mercados de ações globais estavam avaliados em USD 74,7 trilhões, enquanto os mercados de *bonds* valiam USD 102,8 trilhões, há 37% mais dinheiro em *bonds* do que em ações de empresas.

Os *bonds* podem ser emitidos tanto por empresas privadas quanto pelos governos, é um instrumento em que o investidor empresta dinheiro para a companhia emissora por um período e em troca de juros em uma data específica, além do retorno

principal emprestado. Os juros que a empresa irá pagar para o investidor já é conhecido na emissão, ou seja, semelhante as debêntures, são títulos de renda fixa, apesar de ter um “valor de tela” dado pela oferta e demanda dos investidores.

O valor de tela é o preço que o investidor está disposto a comprar ou vender os títulos, assim como títulos públicos, esse preço é inversamente proporcional às taxas de juros do mercado, se a taxa de juros cai, é esperado que o preço dos títulos se aprecie, isso acontece por conta da arbitragem que acontece no mercado, a equivalência entre as taxas de retorno fazem esse “jogo”.

As empresas emitem esse tipo de dívida no mercado para financiar novos projetos ou projetos em andamento, novas aquisições, incorporações ou pré-pagamentos de outras dívidas. A intenção da emissão é pública e normalmente é descrita na *Indenture* de emissão do *bond*, a *Indenture* é a escritura, principal documento que assegura o compromisso da companhia com o investidor do título. É comum que as empresas façam esse tipo de emissão para alongar o endividamento, ou seja, através de uma avaliação de taxas de juros exigidas no mercado, custo médio das próprias dívidas existentes, uma nova emissão, se caso for mais barata que a emissão atual, pode ser conveniente usar novos recursos com uma emissão mais barata para pagar uma dívida que pode ter sido captada por um *spread* mais caro anteriormente.

Em momentos propícios, a empresa pode resgatar os títulos do mercado. Isso pode acontecer através de *Make Whole*, denominação conhecida no mercado pela recompra total de todos os títulos no mercado. Uma operação de *Make Whole* é complexa por envolver várias partes e normalmente são entidades estrangeiras, como bancos e agentes fiduciários, advogados, contadores e afins. Como um investidor de *bonds* espera receber o principal mais os juros em uma data futura e já conhecida, é necessário que, caso a empresa opte por realizar um *Make Whole*, pague um prêmio para compensar o investidor, esse prêmio é calculado no dia útil imediatamente anterior ao dia da recompra e é combinado com os representantes centralizados dos detentores dos títulos, acordados com eles. Normalmente é calculado com base na marcação a mercado (*Market to Market - MtM*) e na negociação de títulos semelhantes no dia anterior ao da recompra.

Além do *Make Whole*, a empresa pode optar pelo chamado *Tender Offer*, que como o nome já diz, consiste numa oferta de recompra de um número específico de títulos. O investidor pode ou não concordar com a venda. As empresas lançam suas

ofertas através de uma conta na *Euroclear* ou DTC e dependendo da liquidez dos títulos e da quantidade que a empresa deseja recomprar, pode esperar dias, semanas ou até meses para a recompra se concretizar.

Por natureza, os títulos de *bonds* são mais seguros e menos voláteis que ações, dando uma boa oportunidade para diversificação do investidor ter um retorno atrativo, o qual pode ser ganho pela marcação a mercado ou pelo *Yield* oferecido no momento da compra, o *Yield* é o retorno que a empresa se compromete a pagar para o investidor em troca do dinheiro emprestado. Por exemplo, no momento da emissão a empresa paga um certo retorno anualmente, definido na *Indeture*. No entanto, esse retorno só é possível obter na oferta primária, caso o investidor seja o primeiro comprador, se caso o investidor compre o título de outro investidor no mercado secundário, ele paga um preço para adquirir o título e o *Yield* depende desse preço. Abaixo um exemplo de preço de tela do *bond* emitido pela Votorantim Cimentos Internacional (VCI), com vencimento em maio de 2041, na emissão, a empresa se comprometeu a pagar um retorno de 7,25% anual, no entanto, se o investidor comprou o título em 30 de setembro de 2021, irá auferir um ganho de 4,428%, dado que está pagando USD 136,829 pelo título.

GRÁFICO 6 – Preço do *bond* BBG:

VOTORA 7 ¼ 04/05/41		\$ ↓ 135.530		- .536		135.162 / 135.898		4.518 / 4.472	
Às 17:00		-- x --		Source		BVAL			
El630879 Corp		Exportar		Config					
VOTORA 7 ¼ 04/05/41		Máx		4.433 em		09/29/21			
Interv		09/29/2021		- 09/30/2021		Mín		4.428 em 09/30/21	
Merc		Last Yield to		Prç vnd		Média		4.430 136.792	
Tela		Tabela de preço		Fonte		BVAL		Var líq -0.005 -0.11%	
Data		Last Yiel...		Prç vnd		Data			
Sxt 10/01/21									
Qui 09/30/21 L		4.428		136.829					
Qua 09/29/21 H		4.433		136.755					

Fonte: Bloomberg (BVAL), consulta realizada em 04/10/2021

A seguir algumas características a fim de entender o mecanismo dos *bonds*, de acordo com o site www.forbes.com, publicado em 24/08/2021:

Maturity: data em que o emissor promete devolver todo o saldo remanescente que o investidor emprestou, pode ser em um curto prazo, médio prazo ou longo prazo.

Face value: é a quantia que o título valerá no vencimento, também é a base para o cálculo dos pagamentos de juros devidos aos detentores. Normalmente, os títulos têm um valor nominal de \$1.000 ou de \$100.

Coupon: é a taxa fixa de juros prometida pelo emissor em troca do valor emprestado. Usando o exemplo do *bond* 2041 da VCI, se o valor de face foi \$100, o investidor irá receber \$7,25 por ano, até o vencimento, caso segure o título até 2041.

Yield: como já citado anteriormente, é o retorno do título, o *coupon* é fixo, diferentemente o *Yield* é variável, pois depende do preço no mercado secundário, além de outros fatores. Pode ser entendido como o rendimento atual até o vencimento. O *Yield* é igual ao *coupon* no momento da emissão, varia a partir das negociações.

Price: assim como as ações das empresas (parte da empresa negociado no mercado), os *bonds* tem preço de negociação, de compra e de venda. O preço de compra é o valor mais alto que um comprador está disposto a pagar por um título, enquanto o preço de venda é o preço mais baixo oferecido por um vendedor. Assim como qualquer preço na economia, há um equilíbrio entre os ofertantes e demandantes, que define o preço que será efetivado.

Duration Risk: medida de como o preço do título pode mudar conforme as taxas de juros do mercado flutuam. Especialistas de mercado sugerem uma variação do preço inversamente proporcional às taxas de juros, *ceteris paribus*, o preço do título diminuirá 1% a cada aumento de 1% nas taxas de juros da economia. Dito isso, quanto mais distante o vencimento, mais exposto o título está de variações das taxas de juros. Isso acontece por conta do custo de oportunidade envolvido, se a taxa de juros aumenta, os investidores ficam mais propícios a vender os títulos para comprar títulos públicos que oferecem a taxa de juros agora mais atrativa.

Rating: *Fitch Ratings*, *Moody's* e *Standard & Poor's (S&P)* são exemplos de agências de classificação de *Rating*, essas agências atribuem classificações a títulos e emissores de títulos com base em sua qualidade de crédito. Isso ajuda os investidores a entender o risco que está atrelado ao título disponível para o investimento.

3.1.3 NOTA DE CRÉDITO À EXPORTAÇÃO (NCE)

De acordo com a Caixa Econômica Federal, publicado no site caixa.gov.br, uma linha de crédito destinada à exportação ou à produção de bens para exportação, bem como bens destinados ao apoio e complementação integrantes e fundamentais da exportação. Destina-se a pessoas Jurídicas Privadas (segmento MGE) e pessoas Jurídicas Públicas (Governo), que operam com comércio exterior. É uma operação

isenta do IOF, desde que apresente, até o vencimento e/ou liquidação da operação, os registros de exportação averbados com valor igual ou superior ao valor financiado.

As notas de créditos à exportação, conhecidas como NCE, são créditos cedidos excepcionalmente por bancos privados às empresas para o fomento de exportação. Esse tipo de empréstimo é bastante importante para a economia brasileira, empresas de *commodities* que exportam parte da sua produção fazem esse tipo de captação para honrar os custos envolvidos nas exportações, pode ser usado para pagamento de logísticas envolvidos no processo, por exemplo.

As NCE's exigem necessariamente que o recurso seja usado para a exportação, o banco estipula em contrato qual é o mecanismo esperado, ou seja, qual é a intenção da tomada do crédito pela empresa e acompanha isso regularmente através de entregas de relatórios que comprovem as exportações e lastros em exportações. Caso a empresa utilize o recurso para outra finalidade diferente do que foi estipulado em contrato, o banco pode executar a dívida obrigando a empresa a quitar todo o montante. Em casos extremos como esse, a empresa fica com uma má reputação no mercado, corre o risco de rebaixamento da classificação de *rating*, encarecendo futuros empréstimos.

Normalmente o banco credita o valor do empréstimo em reais na conta da empresa, no entanto esse valor é atrelado à moeda do país que a empresa deseja fazer a exportação. Por exemplo, se o empréstimo é destinado à exportação de alumínio para os Estados Unidos, a moeda de referência será o dólar dos Estados Unidos.

O indexador desse tipo de dívida normalmente é o DI mais um *spread* fixo, *libor* mais *spread*, ou até mesmo o *spread* careca. Além disso, os pagamentos serão feitos, na maioria dos casos, em reais e variando conforme a variação da moeda de referência. Por exemplo, se a captação foi de 50 milhões de dólares e a cotação negociada foi de 5 reais por dólar, a empresa recebeu 250 milhões, se o custo negociado foi de DI + 2% ao ano e há pagamentos anuais, o primeiro pagamento será feito um ano após a captação, *acruado* pelo DI no período + 2%, se o DI foi de 7% ao ano, o pagamento será de 4,57 milhões de dólares, se a taxa no dia da liquidação for de 5,20, a empresa terá que pagar ao banco o valor de R\$ 23,764 milhões ($4,57 * 5,20 = 23,764$).

3.1.4 EMPRÉSTIMOS SOB O AMPARO DA LEI N. 4131

Empréstimos que levam o nome de 4131 são inspirados na lei de 3 de setembro de 1962, ementa de aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências. São empréstimos destinados para “ferrar” o caixa, trata-se de capital de giro em moeda estrangeira destinado à aplicação em atividades econômicas no país. Para a liquidação do principal e de juros, a empresa que captou precisa fechar câmbio, normalmente é atrelado à reserva de ptax.

Possui vantagens em relação às taxas de operações locais e não há incidência de IOF, apenas Imposto de Renda retido na fonte sobre os pagamentos de juros.

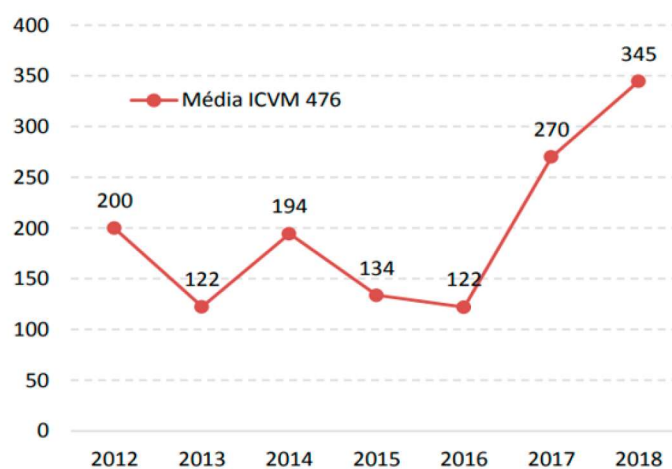
Normalmente é indexado à *libor* ou a uma taxa fixa, além da variação do dólar. É comum que a empresa contrate esse tipo de empréstimo num pacote juntamente com um *swap* que protege a empresa da variação do dólar e da *libor*, podendo trocar esse risco pelo **DI** mais *spread* ou **IPCA** mais *spread*, dependendo da receita da empresa. Trataremos mais profundamente do *hedge* no capítulo 4.

3.1.5 NOTAS PROMISSÓRIAS

Geralmente destinada para o curto prazo, uma nota promissória é um título de crédito emitido por uma companhia aberta ou fechada (também pode ser emitida por um devedor por recursos ou serviços fornecidos). As notas promissórias podem ser emitidas por pessoas físicas ou jurídicas que podem ser descontadas num banco (similar a uma duplicata), além destas, temos as notas promissórias vendidas no mercado de capitais, assim como debêntures e *bonds*, são consideradas como renda fixa. São também chamadas de *comercial papers*. (ROSS, 2013)

Quando ofertadas publicamente, as notas promissórias devem ser destinadas a investidores qualificados e na prática os papéis são oferecidos com esforços restritos a investidores profissionais (ICVM 476). Apesar do volume total de suas emissões ser pequeno em relação aos demais instrumentos de dívida, entre 2012 e 2018, a média de emissão foi de **R\$ 198 milhões** é relevante, sugerindo que esses papéis representam formas relativamente eficientes de levantar volumes mais elevados de recursos.

GRÁFICO 7 – VOLUME MÉDIO ANUAL DAS OFERTAS PRIMÁRIAS DE NOTAS PROMISSÓRIAS (2012-2018), EM R\$ MILHÕES



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, abril. 2019.

3.1.6 DECISÃO DE ABERTURA DE CAPITAL (IPO)

A nota explicativa Nº 4 da CVM, cita que segundo a LEI 6.404, de 15.12.76 (Lei das S.A.) uma companhia aberta é aquela que tem seus valores mobiliários (ações ou debêntures) admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de Balcão. De acordo com a mesma Lei, a companhia deve ser registrada na CVM para poder ter seus valores mobiliários negociados no mercado (Bolsa ou Balcão).

Uma decisão para a abertura do capital de uma empresa não deve estar associada a uma necessidade imediatista de capital, como é feito em determinados exemplos de dívidas captadas com bancos para capital de giro. A abertura do capital, ou seja, a ida da empresa para o mercado acionário, deve ser impulsionada por um horizonte de longo prazo no qual a tomada do recurso com a venda de ações seja benéfica para a empresa e conseqüentemente para o investidor que irá comprar a ação da companhia. Quando um investidor se torna sócio da empresa através da compra de ações dela, os interesses do investidor tornam-se os mesmos que os interesses do gestor da empresa: maximizar seus lucros. O investidor deseja receber parte dos lucros da companhia ou deseja vender a sua participação quando houver valorização do valor de mercado.

O meio pelo qual a empresa se torna aberta é a negociação de ações no mercado, ou seja, na bolsa de valores, no Brasil, a única bolsa atualmente é a B3 S.A – Brasil, Bolsa, Balcão.

Uma Oferta Pública de Ações, comumente chamado de IPO, do inglês *Initial Public Offering*, é uma emissão de ações oferecida ao público em troca de dinheiro para a empresa emissora.

Uma ação, de acordo com o portal do investidor (investidor.gov.br), é menor parcela do capital social das companhias ou sociedades anônimas. É, portanto, um título patrimonial e, como definição, concede aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas. Uma ação é um valor mobiliário, conforme descrito no inciso I, do artigo 2º, da Lei 6385/76. Todas as companhias ou sociedades anônimas tem o seu capital dividido em ações, no entanto, somente as ações emitidas por companhias registradas na CVM, chamadas companhias abertas, como já definido acima, podem ser negociadas publicamente no mercado de valores mobiliários.

Uma das teorias mais aceitas para a decisão de se realizar um investimento, e isso se aplica para a abertura de capital de uma companhia, é a realizada pelo economista estadunidense James Tobin, a famosa teoria do autor ficou conhecida como Q de Tobin (1969). O valor de firma e o valor de reposição são os dois elementos básicos da teoria.

- a) **Valor da firma:** caracterizado pelo somatório do valor de mercado de uma empresa e suas dívidas, ou seja, o quanto o mercado paga por ela em um determinado período, pode ser calculado pelo preço de cada ação multiplicado pelo número de ações da companhia.
- b) **Valor de reposição ou valor investido para a empresa ser o que é hoje:** pode ser entendido pela mensuração do capital necessário para substituir o ativo circulante da companhia.

O Q de Tobin é calculado dividindo o valor da firma pelo valor de reposição:

$$Q = \text{Valor da firma} / \text{Valor de reposição}$$

O resultado da equação é útil para avaliações do mercado superestimadas ou subestimadas:

- a) $Q < 1$ = valor da companhia subestimado, não há incentivo de investimento ou de abertura de capital;
- b) $Q = 1$ = valor da companhia estimado exatamente pelo custo de substituição, também não há incentivo de investimento ou de abertura de capital;

- c) $Q > 1$ = valor da companhia superestimado, é o melhor cenário para abertura de capital de uma empresa, pois o mercado irá pagar um valor maior do que a empresa realmente vale.

O gestor da companhia, no geral, deve realizar essa conta, para a venda da companhia no mercado acionário. Nesse caso, se o Q for maior do que 1, significa que a abertura de capital irá valer a pena, uma fração da companhia será vendida por um valor maior do que o necessário para recomprá-la.

Por vezes, o financiamento privado e por emissão de títulos se torna caro, incentivando os gestores a vender uma parte da empresa para o mercado a fim de angariar recursos para investimentos. Pagano (1998) testou várias hipóteses a partir de um composto de 69 empresas que fizeram IPO e constatou que o principal motivo das empresas abrirem capital é para reestruturar a estrutura de capital. Neste trabalho, Pagano também identificou que uma consequência do IPO há uma redução significativa no custo do capital para as empresas, o que pode ser um grande incentivo para a empresa abrir capital.

No Brasil, atualmente, há apenas uma bolsa de valores, a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão). Sobre as atividades na bolsa de valores, podemos mencionar que:

As atividades incluem criação e administração de sistemas de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro para todas as principais classes de ativos, desde ações e títulos de renda fixa corporativa até derivativos de moedas, operações estruturadas e taxas de juro e de commodities. (B3, 2021)¹

Uma companhia de capital fechado decide abrir capital por inúmeros motivos, mas os motivos são muito semelhantes à decisão de tomar um empréstimo: a empresa precisa de capital de terceiros para financiar a operação, a diferença entre uma emissão de dívida e a emissão de ações, é que a segunda não tem uma garantia de recebimento do valor investido, o investidor compra uma pequena fração da empresa em forma de ação, esta vira propriedade do investidor, fazendo dele sócio da empresa, com direitos pré-determinados a receber parte dos lucros, caso a empresa dê lucro. Com os recursos oriundos da abertura de capital, a empresa investe e fomenta o crescimento da economia como um todo.

¹ B3. INSTITUCIONAL. **Uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro do mundo.** Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/>. Acesso em 10 de dez. de 2021.

Há uma maior visibilidade das empresas que abrem capital, ela passa a ser analisada por um número bem maior de investidores no mercado. Tais avaliações são determinantes para a precificação do valor de mercado da empresa.

Para abrir capital na bolsa de valores, é exigido 6 pré-requisitos, de acordo com o site da B3 S.A – Brasil, Bolsa, Balcão, são eles:

- 1) A empresa deve ter a forma de S.A.
- 2) Deverá ter três anos de balanço auditado por auditor independente. Caso a companhia tenha menos de três anos de existência, seus balanços deverão ter sido auditados desde o início da sua operação.
- 3) Deverá ter ou obter registro de companhia categoria “A” na CVM. A categoria “A” é a que permite a emissão de ações e debêntures.
- 4) Deverá ter conselho de administração e diretor estatutário de relações com investidores.
- 5) Deverá identificar o segmento de listagem e fazer a respectiva solicitação de listagem na B3.
- 6) Por fim, é preciso definir a estratégia do IPO e registrá-la na CVM.

No Brasil, observamos que em 2020 e 2021 o número de empresas que abriram capital foi bastante superior à média dos últimos anos, de acordo com o G1, em 19/02/2021, 13 empresas já abriram capital e outras 31 empresas estão na fila para entrar na bolsa.

GRÁFICO 8 - DEMONSTRAÇÃO DO NÚMERO DE EMPRESAS QUE ENTRARAM NA BOLSA POR ANO, DE 2010 A FEVEREIRO DE 2021



*2021 contém dados até 18 de fevereiro

Fonte: B3 e CVM

Panorama do IPO no Brasil — Foto: Economia G1

Fonte: B3 e Comissão de Valores Mobiliários.

4 DECISÃO DE CAPTAR E QUANDO REALIZAR UM HEDGE

Conforme já mencionado anteriormente, há um grande tabu em relação ao endividamento, no entanto, como já demonstramos, a dívida não necessariamente é ruim para uma companhia. Há um índice de alavancagem ótimo em que compensa captar recursos de terceiros em detrimento do uso do capital próprio.

Também há o aspecto econômico-financeiro referente às taxas de juros e inflação da economia. A pressão no fluxo de caixa de curto prazo das empresas é diretamente afetada pelos prazos e taxas de juros. A tesouraria da empresa deve realizar uma análise aprofundada e considerar diversos cenários antes de decidir realizar uma captação de dívida. Logicamente, não deve haver descasamento entre receitas e despesas numa empresa. Ou seja, é importante que a empresa faça diversas simulações com cenários macroeconômicos antes de realizar uma captação. Apesar de ser uma difícil estimativa, uma variação no cenário pode ocasionar problemas indesejáveis e decepcionar acionistas.

As empresas, principalmente as maiores e de capital aberto, possuem políticas financeiras que devem ser seguidas à risca. Um limite mínimo e máximo de alavancagem sempre deve ser considerado numa empresa. O mercado espera que as empresas mais alavancadas apresentem resultados melhores do que as empresas menos alavancadas, no entanto, pelo jargão do mercado: “mais retorno, mais risco”, essas empresas, no geral, são mais arriscadas e os investidores exigem um prêmio maior. Normalmente o ideal é que a alavancagem financeira fique no máximo em 2x, acima disso os analistas começam a considerar muito arriscado, dado que segundo Gu, Lee e Rosset (2005), alavancagem financeira a razão do total de dívidas sobre o patrimônio líquido.

Como mencionado no capítulo 2, há uma estrutura ótima de capital numa empresa, a empresa escolhe a composição de suas fontes de financiamentos entre internas ou externas, dependendo dos custos dos recursos internos com os custos dos recursos ofertados no mercado, de acordo com Maria Lucia Rangel Filardo (1980), é possível estabelecer que essa decisão depende da capacidade dos mercados financeiros em realocar poupanças. A composição da oferta depende de quais linhas de créditos estão disponíveis. No entanto, essa composição depende da influência da política monetária (impactando as taxas de juros – sendo restritiva ou expansionária) e das demais políticas governamentais. Tal composição também depende da capacidade de formação de recursos próprios pela empresa determinada pela política

de retenção ou distribuição dos lucros e pela depreciação do capital fixo. O lucro e a decisão de distribuir para os acionistas ou investir em expansão é influenciado pelo estágio da vida da empresa, pelo setor de atuação e concorrência, políticas governamentais que possam alterar as margens de lucros, principalmente pela tributação.

Dito isso, o mais importante é ter uma direção na administração financeira que se concentre em “casar” as receitas com as despesas. Por exemplo, se estamos falando de uma empresa que tenha receita em dólar, é ideal que seus passivos também sejam em dólar. Se a receita de uma empresa é atrelada ao DI (taxa de juros referência para os depósitos interbancários), não é recomendável que essa empresa faça captações em IPCA, por exemplo, pois o passivo será atrelado ao indicador contrário da receita.

No entanto, é muito comum que a empresa necessite realizar alguma captação em um momento em que a inflação está em tendência de alta, justamente para “ferrar” o caixa ou até mesmo para realizar projetos que vise um retorno maior do que as oportunidades do momento. Nessas ocasiões, a oferta de dívidas pelos bancos e pelo mercado é em grande abundância atreladas ao IPCA. Se a empresa tiver receitas em grande parte atreladas ao DI, haverá um descasamento entre receitas e essa dívida.

Nesse caso, a empresa irá, muito provavelmente, buscar um *hedge* através de um derivativo financeiro. Um *hedger*, segundo ASSF NETO (2015), é um agente que participa do mercado com o intuito de desenvolver proteção diante de riscos de flutuações nos preços de diversos ativos (moedas, ações, commodities etc.), taxas de juros e inflação. O *hedge* é feito para sanar tal descasamento, há diversos instrumentos disponíveis para tal, o principal é um *swap*.

Segundo LEONEL MORELO e EDUARDO MELLO (2020), um *swap* é um contrato de derivativo que permite às contrapartes trocarem fluxos de caixa atrelados a diferentes indexadores. Nesse instrumento, as partes trocam um índice de rentabilidade por outro, com o intuito de fazer *hedge*, casar posições ativas com posições passivas.

Realizar um *hedge* para proteção de riscos que tangenciam as operações financeiras das empresas é essencial. A empresa deve correr o risco do seu produto, por exemplo, uma empresa que produz alumínio deve sofrer o risco desse produto, apenas. Os riscos que envolvem a produção e não são inerentes ao produto *core* da

empresa, como riscos financeiros de taxas de juros e afins, devem ser evitados ao máximo.

Considerando o exemplo da empresa anterior, que aceitou realizar uma captação atrelada ao IPCA, porém as receitas das empresas são atreladas ao DI, ela irá procurar um banco para *headgear* a operação. Na prática, o banco irá criar um *swap* em que a ponta ativa seja exatamente como é a dívida captada, ou seja, se a dívida captada for IPCA + 4%, *bullet* com vencimento em 5 anos, a ponta ativa do *swap* será exatamente IPCA + 4%, *bullet* com vencimento em 5 anos. Já a ponta passiva será DI + um *spread* que compense o fluxo para o banco, ambas as pontas do *swap* serão capitalizadas com o mesmo principal e prazo da dívida. O *spread* da ponta passiva é definido na contratação e é o prêmio que o banco irá receber na operação. Esse *spread* é definido de forma justa com base nas curvas de mercado do dia em que a empresa deseja fechar o contrato, normalmente a empresa faz cotações com diversos bancos para conseguir a melhor taxa, mas o cálculo para chegar num *spread* justo é projetar os fluxos da ponta ativa e da passiva. Sendo que a ponta ativa será projetada pela projeção do mercado para a inflação e a ponta passiva pela projeção do mercado para o DI (curva pré). Para ambas as pontas, é necessário calcular o *Net Present Value (NPV)* dos fluxos. Na ponta ativa, o *NPV* será igual ao *NPV* calculado para o fluxo da dívida, dado que tem as mesmas características. Na ponta passiva, o *NPV* será calculado apenas com o DI “careca”, o *spread* é a variável que queremos achar. Para encontrar o *spread* da ponta passiva, basta achar a taxa em que iguala o *NPV* da ponta ativa com a ponta passiva.

O cálculo do *NPV* é igual ao fluxo dividido pela taxa no vértice do fluxo elevada pela quantidade de dias úteis da data base até a data do fluxo sobre 252 dias (convenção do mercado para curvas de taxas de juros no Brasil).

Suponhamos que o *spread* encontrado seja de 2%:

No “fim do dia”, a dívida que era IPCA + 4% passou a ser DI + 2% por conta da seguinte notação básica de sinais:

Dívida: -

Ponta Ativa do *Swap*: +

Ponta Passiva do *Swap*: -

Sendo assim, se no dia da liquidação da dívida, o valor a pagar pela dívida (principal + juros) seja de \$1.000.000 e o mesmo fluxo atrelado em DI + 2% seja de \$1.100.000, o efeito caixa para a empresa será:

Paga: -\$1.000.000 (dívida)

Paga: \$1.000.000 - 1.100.000= -100.000

Ou seja, na liquidação da dívida a empresa desembolsou o 1 milhão e como a ponta passiva ficou maior do que a ponta ativa, ela também teve que desembolsar os 100.000, que é a diferença entre a ponta ativa e a passiva. Nesse caso, o **DI + 2%** foi maior do que o **IPCA + 4%**. Isso não necessariamente foi ruim para a empresa, pois ela não sofreu o risco do **IPCA**, que zerou com a contratação do *swap*, casando as receitas com as despesas, **DI contra DI**.

Não há desembolso inicial na contratação do *swap*.

5 INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO

Os indicadores disponíveis nas demonstrações financeiras ou os insumos disponíveis para o cálculo dos mesmos são muito importantes não somente para analisar o tamanho da dívida, mas também a qualidade, como prazos e indexadores.

O foco do trabalho é inteiramente em endividamento e apresentaremos os indicadores de endividamentos. Para a análise da saúde financeira e precificação da empresa como um todo, é necessário olhar todos os principais indicadores, não somente os de endividamento, além disso, é importante analisar o histórico de cada indicador e não somente o indicador atual, que apenas mostra uma “foto” da empresa, o ideal é olhar o “filme”.

Abaixo, listamos os principais indicadores de endividamentos que podemos analisar numa empresa, de acordo com o site statusinvest.com.br:

Dívida Líquida/Patrimônio Líquido: através desse indicador, é possível descobrir o quanto um negócio utiliza de capital de terceiros para financiar suas atividades em relação ao patrimônio dos seus acionistas. Mostra se o patrimônio líquido será suficiente para cobrir as dívidas em caso de falência. Quanto maior o índice, mais alavancada a empresa está. Representando um risco para quem decide investir em suas ações.

Dívida Líquida/EBITDA: O resultado desse índice demonstra o número de anos que uma empresa levaria para pagar sua dívida líquida no cenário em que o *EBITDA* permanece constante. Dado que considera o nível de dívida líquida e o quanto a empresa está gerando de caixa com suas atividades operacionais do momento analisado. A Dívida Líquida de uma empresa representa a soma de todos os seus empréstimos e financiamentos, após a subtração do caixa e equivalentes de

caixa da empresa. O *EBITDA* é a sigla para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, em português, ele é utilizado representação da geração de caixa. O resultado da Dívida Líquida/*EBITDA* é considerado alto quando está entre 4x e 5x, sendo negativo para o investidor e para a empresa. Isso significa que a empresa possui menos capacidade para cumprir com suas obrigações financeiras, o que pode gerar um aumento no endividamento e interrupção no crescimento do negócio. Um índice entre 1x e 2x, por sua vez, é considerado mais saudável financeiramente pelo mercado, indicando uma boa gestão.

Dívida Líquida/*EBIT*: demonstra o número de anos em que uma companhia listada na bolsa levaria para pagar sua dívida líquida apenas com seu lucro operacional. o *EBIT* (sigla para *Earnings Before Interest and Taxes*, ou Lucro antes de Juros e Imposto de Renda, na tradução) é o lucro da operação da empresa. O indicador representa a capacidade geração de caixa da companhia a ser avaliada, sem levar em conta sua estrutura de capital ou a carga tributária na qual ela está inserida. Quando maior for o resultado do Dívida Líquida/*EBIT*, maior é o endividamento.

PL/*Ativos*: o resultado desse indicador representa a quantia de ativos sobre os quais os acionistas possuem reivindicação residual. Dito isso, ajuda a identificar o quanto os acionistas podem receber em caso de liquidação da companhia. Serve para que os investidores consigam identificar as condições financeiras de uma empresa no longo prazo. Quanto mais próximo de 100%, significa que ela consegue financiar quase todos os seus ativos com patrimônio, ao invés de assumir dívidas.

Passivos/*Ativos*: esse indicador deve ser comparado com o de outras empresas do mesmo setor de atuação. É para ter noção do balanço da empresa, esse índice demonstra ao investidor a quantidade de ativos que são financiados pelos débitos da empresa, e não seu patrimônio. Através dele pode-se verificar se a empresa possui recursos suficientes para cumprir com suas obrigações e oferecer bons retornos sobre investimentos. Algumas conclusões conceituais são possíveis através do resultado dessa divisão: índices acima de 1 indicam que a empresa possui mais passivos que ativos. Ou seja, a companhia representa um alto risco financeiro, já que não tem a capacidade de pagar seus débitos caso as taxas de juros subam repentinamente. Já para os casos de índices abaixo de 1, é possível concluir que boa parte da empresa é financiada pelo seu patrimônio líquido.

Liquidez corrente: através dela é possível mensurar a curto prazo a capacidade de pagamento da empresa. Busca obter a razão entre o ativo circulante da companhia pelo passivo circulante. A liquidez corrente pode ser interpretada da seguinte forma:

> 1 – Possui uma capacidade de pagamento boa.

< 1 – Demonstra que a empresa está dependente de geração de caixa, dado que, o ativo circulante está inferior ao passivo circulante;

= 1 – O capital da empresa e seus pagamentos estão proporcionais.

Ou seja, quanto maior for o índice, melhor.

6 INCONVENIENTES EM UMA EMISSÃO DE DÍVIDA

Neste capítulo, abordamos dois pontos prioritários que fazem as companhias desistirem de realizar a captação, os *covenants*, sejam eles financeiros ou não; e os custos de colocação envolvidos numa emissão de dívida, este traz à tona não apenas o montante financeiro necessário para captar, mas também o custo de oportunidade que é envolvido no processo burocrático de uma emissão.

6.1 COVENANTS: OBRIGAÇÕES A CUMPRIR APÓS A CAPTAÇÃO

Como já mencionado previamente no decorrer do trabalho, quando uma empresa faz uma captação de recursos, seja diretamente com o banco ou com investidores, é possível que, se determinado em contrato, seja exigido certas obrigações (*covenants*) que a empresa deve cumprir até o vencimento da dívida.

Tal mecanismo são garantias vinculadas à dívida que trazem segurança para o credor emprestar o recurso. Há cláusulas que determinam o resgate total da dívida em caso de atraso de pagamento, independentemente de ser um atraso por falha operacional ou não. Ou seja, se a empresa falhar em algum pagamento de juros ela é automaticamente obrigada a pagar todo o saldo remanescente da dívida, o que pode causar um grande problema de caixa no curto prazo, além de acarretar rebaixamento de *rating* como má pagadora de seus credores.

Dívidas como Nota de Crédito à Exportação (NCE) as cláusulas são destinadas à exportação. É um crédito para o fomento da indústria exportadora, então há

benefícios para a tomada de recursos desse tipo, como tributários e taxas de juros mais atrativas, se caso a empresa não comprove que está utilizando o recurso para fins exclusivos de exportação, o banco pode descaracterizar o empréstimo como NCE, o tornando mais caro e retirando os benefícios tributários, ou seja, a empresa terá que pagar o que for devido antes da descaracterização e a partir daí, a dívida se torna mais cara e sem benefícios.

Além disso, os *covenants* podem determinar que a empresa fique alavancada (relação dívida/patrimônio) até um certo número, obrigando a empresa a captar menos ou aumentar o patrimônio caso queira realizar novas captações. Isso faz com que o credor tenha a segurança de que a empresa não se endivide num patamar em que o risco de crédito fique mais alto.

Outros mecanismos que garantem ao credor mais confiança na hora de emprestar, e pode trazer taxas de juros mais baratas no momento dos empréstimos, são outras empresas que podem garantir a dívida. Em outras palavras, se a empresa que empresta o recurso não honrar com os pagamentos de juros e principal, automaticamente a empresa garantidora precisa honrar, essa outra empresa pode ser do mesmo grupo (o que normalmente acontece) ou pode ser uma companhia parceira. Como já mencionamos anteriormente, quando um banco faz um empréstimo de recurso para financiamento de uma empresa, ele faz uma análise do risco de crédito da empresa para determinar qual a taxa de juros que represente o risco de não recebimento ele deseja cobrar, se a dívida possui uma empresa que garante o principal em caso de não recebimento, esse risco é pulverizado, então o banco considera o risco de crédito da empresa principal e da empresa garantidora, isso faz com que a taxa de juros cobrada seja menor e mais atrativa. Porém, é possível que a empresa garantidora cobre uma taxa (*Fee*) para tal mecanismo.

O risco de crédito da empresa que irá emprestar recurso analisado pelo banco na emissão, logicamente, se altera até o vencimento. Com isso, o *Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC)*, no pronunciamento 46, "*Mensuração do Valor Justo*", recomenda que a empresa divulgue nas demonstrações financeiras trimestrais ou anuais qual é o valor justo da dívida. O valor justo da dívida é o valor presente dos fluxos futuros, que pode ser definido pelo *NPV (Net Present Value)*, ou seja, é a projeção dos fluxos futuros de pagamentos, elevados por uma curva de mercado de referências, dividido por uma curva livre de risco, normalmente a curva pré, do DI, para dívidas em moeda nacional (BRL). Nesse valor presente, a empresa precisa estimar

qual é o risco de crédito naquela data, o risco de crédito pode ser estimado de várias formas, a mais comum e aceita pelas empresas de auditoria, é utilizar um título da empresa emitido no mercado secundário e estimar, através de um swap, qual é o preço equivalente dele em CDI, com isso, é encontrada uma taxa para o desconto do fluxo presente que representa o risco de crédito naquela data (HULL, 2016). Em tese, os bancos e os investidores olham essa nota na demonstração financeira para acompanhar qual é o valor justo da dívida no decorrer do tempo.

6.2 CUSTOS DE COLOCAÇÃO

Não podemos desprezar que em uma captação de dívida, seja ela diretamente com o banco ou com investidor, há diversos custos. Podemos separar os custos de uma emissão em dois tipos: 1) Custo com impacto contábil (CPC 08), são custos da transação; 2) Outros custos. Ou seja, caso esses custos tenham a natureza para a colocação da dívida, podem ser contabilizados no decorrer da vida da dívida. Para exemplificar, uma captação de debêntures de \$100 milhões pode incorrer de custos de captação de \$1 milhão, ou seja, supondo que o *Fee* já venha descontado, a empresa recebe apenas \$99 milhões. Isso não interfere no valor da captação, a empresa fez uma captação de R\$100 milhões, e isso permanece sendo um fato, independente dos custos, no entanto, de acordo com o CPC 08, a empresa pode contabilizar \$1 milhão de *Fee* no decorrer da dívida, supondo que a captação tenha sido efetivada em junho de 2021 e essa seja a única dívida da empresa, veremos no contábil um endividamento de 99 milhões e em cada fechamento contábil temos uma “amortização negativa” de uma parcela proporcional do *Fee*, ou seja, caso os \$100 milhões tenha vencimento em 12 meses, vencendo em maio de 2022, para cada fechamento contábil, vemos uma amortização negativa de R\$83.333, vale ressaltar que o efeito caixa do pagamento do *Fee* foi somente no momento da captação, todo o contábil referente ao *Fee*, tem apenas efeito contábil no endividamento, não afetando o caixa da empresa.

Abaixo alguns exemplos de custos atrelados a captações de dívidas:

1) Custo com impacto contábil (CPC 08)

- Taxas (*fees*) cobradas pelos bancos intermediadores
- Custos de classificação de crédito (*rating*)
- Honorários de advogados
- Custos com agências de publicidade/jornais (no caso de emissões públicas)

- Custos com agentes fiduciários e securitizadoras (no caso de emissão de debêntures, CRI's, CRA's e *bonds*)

- Mão de obra alocada

2) Outros custos

- Tempo de emissão despendido pela companhia com burocracias

- Custo de oportunidade

- Riscos em geral

Segundo o estudo “Mercado de dívida corporativa no Brasil – Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento”, publicado em 11/04/2019 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o tempo de emissão, apontado pela pesquisa de entrevistas que a CVM realizou, é o maior fator inibidor da captação de recursos via captações direta com investidores (renda fixa), no mercado doméstico. Por conta do custo de oportunidade envolvido na velocidade do processo de emissão, o emissor é levado à uma situação não ótima de *trade-off*, realizando captações menores com custos maiores em detrimento de ir ao mercado e buscar emissões com maior volume financeiro e menores taxas.

7 CONCLUSÃO

Dado as releituras realizadas, o presente trabalho conclui que, num modelo de estrutura ótima de capital, a alavancagem, dada pela somatória da dívida (passivo) dividido pelo patrimônio da empresa, em certa medida, pode ser vantajoso. Após uma análise profunda realizada pela tesouraria, uma área de passivos dentro da empresa, faz uma captação de dívida, seja diretamente com os bancos ou no mercado financiado pelos investidores, a fim de angariar um projeto. A decisão de captação, atrelada aos objetivos da empresa, aumenta a alavancagem. Como demonstrado já no primeiro capítulo, até certo ponto, é mais barato utilizar o capital de terceiros em detrimento do capital próprio, há três benefícios que podemos concluir para provar: um deles é intuitivo e os outros dois são objetivos. O primeiro, é dado pela regra básica do mercado financeiro: quanto mais risco, mais retorno é exigido, como o risco do proprietário é o maior possível (falência), ele naturalmente exige um retorno maior; o segundo é dado pela matemática de que o retorno exigido do capital de terceiro é o ativo livre de risco somado com o retorno exigido, já o retorno do capital próprio é o retorno do capital próprio somado com o retorno do risco em investimento em renda variável, este é sempre maior que zero, provando que o capital próprio é sempre mais caro; por fim, o terceiro benefício é o fiscal, que o custo real dos juros é inteiramente dedutível da base de cálculo de IR.

Além disso, fizemos uma abordagem das principais formas de captações das empresas, abordando os tipos de dívidas com maior liquidez e com maiores montantes financeiros proporcionados pelos bancos e pelo mercado. Abordamos, também, a forma básica que uma tesouraria deve realizar uma captação, trazendo para si a responsabilidade de atrelar o indexador da dívida com o indexador principal das receitas, fazendo um *hedge* quando a captação trazer um descasamento com as receitas, a fim de mitigar os riscos.

Captar uma dívida pode ser perigoso para uma companhia dado a exposição que isso traz, a maior parte dos contratos de dívidas possuem cláusulas de *coventants*, que o gestor da empresa é obrigado a cumprir e com isso faz com que a empresa seja mais disciplinada em relação à alavancagem financeira. Além da responsabilidade que é necessário ter com as demonstrações financeiras, que muitas vezes os bancos credores exigem que sejam auditadas.

É importante para o sistema financeiro a emissão de títulos de renda fixa corporativa, pois atendem à necessidade de financiamento de longo prazo, além de

oferecer oportunidades de diversificação para os investidores institucionais e pessoas físicas.

8 REFERÊNCIAS

A primeira EdTech dedicada à Aceleração de Educadores Financeiros do Brasil.

Empreender Dinheiro, 2021. Disponível em: <<https://empreenderdinheiro.com.br/>>. Acesso em: 14 de out. de 2021.

CURRY, Benjamin.; NAPOLETANO, E. **Fixed-Income Basics: What Is A Bond?**.

FORBES, 2021. Disponível em: <<https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-bond/>>. Acesso em: 15 de nov. de 2021.

Debêntures representam 64% das emissões de outubro. AMBIMA, 2021.

Disponível em: <www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-64-das-emissoes-de-outubro.htm>. Acesso em 13 de dez. de 2021.

Debêntures. B3, 2021. Disponível em: <www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm>. Acesso em 22 de out. de 2021.

FILARDO, Maria Lucia Rangel. **Fontes de financiamento das empresas no Brasil.**

Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1980.

HULL, John C. **Opções, Futuros e Outros Derivativos.** 9. ed. Porto Alegre: Bookman,

2016.

Inovação e Pesquisa. FINEP, 2021. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/>>.

Acesso em 17 de nov. de 2021.

MELLO, Eduardo. MOLERO, Leonel. **Derivativos: Negociação e Precificação.** 1ª

ed. Saint Paul Institute of Finance. 2018.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro.** 13. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

O mercado de dívida corporativa no Brasil Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. Comissão de Valores Imobiliários (CVM). 2019. p. 29.

Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/mercado-de-divida-corporativa-no-brasil-uma-analise-dos-desafios-e-propostas-para-seu-desenvolvimento-2013-assessoria-de-analise->

economica-e-gestao-de-riscos-da-cvm-abril-2019/view>. Acesso em: 12 de dez. de 2021.

POVOA, Alexandre. **Valuation. Como precificar ações**. 3ª ed. São Paulo: Atlas. 2012. 7 cap.

RABELLO, Cassio. ARANHA, Bruno Caldas. PEREIRA, Cristiano. YAO, Helen. GULLO, Sérgio. **Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações**. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/ED/C2/BA/67/4DB6F41054E072F492D828A8/Diagnostico-portugues.pdf>>. Acesso em 13 de nov. de 2021.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Fundamentos de administração financeira**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2013. cap. 14.

SUCURATO, José Roberto. **Cálculo Financeiro das Tesourarias: bancos e empresas**. 4ª ed. Saint Paul Institute of Finance. 2008.

Valuation e Modelagem Financeira na Prática. M&A na Prática, 2021. Disponível em: <www.manapratica.com>. Acesso em 15 de nov. de 2021.

WYMAN, Oliver. ABRÃO, Ana Carla. **Mercado de Crédito Série Panorama Brasil**. 2018. Disponível em: < https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/events/2018/sept/PANORAMA_BRASIL_CREDIT.pdf>. Acesso em 13 de nov. de 2021.

Termos de Finanças e Investimentos, 2021. Disponível em: <https://statusinvest.com.br/termos/>

TOBIN, James. **A General Equilibrium Approach To Monetary Theory**. Journal of Money, Credit and Banking (JMCB). 1969