

# O Ambiente Econômico e as Emissões de Debêntures no Brasil

Elizabeth Krauter

ekrauter@usp.br

Universidade de São Paulo (USP), FEA – São Paulo, SP, Brasil

## RESUMO

*Em estudo realizado com 50 contratos de emissão de debêntures de empresas brasileiras não-financeiras de 1989 a 1993, Anderson (1999) encontrou evidências de que o ambiente econômico tem influência na definição das características das emissões de debêntures. Tomando por base esse estudo, as características de 88 emissões de debêntures de empresas não-financeiras de 2004 e 2005 foram analisadas e comparadas com as características encontradas por Anderson, com o objetivo de verificar se a estabilidade da economia, proporcionada pelo Plano Real, tem influência nas características das emissões de debêntures brasileiras. A análise mostra que a estabilidade trouxe mudanças e as principais foram: a) diminuição da utilização de indexadores ligados à inflação; b) diminuição da utilização de remuneração de prêmio, de resgate antecipado e de amortização, e c) diminuição da emissão de debêntures conversíveis.*

Palavras-Chave: Debêntures. Estabilidade econômica. Instabilidade econômica. Características das emissões de debêntures.

## 1. INTRODUÇÃO

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

Um estudo realizado por Anderson (1999) encontrou evidências de que o ambiente econômico/institucional tem influência na definição das características das emissões de debêntures.

O objetivo deste estudo é verificar se a estabilidade da economia, proporcionada pelo Plano Real, tem influência nas características das emissões de debêntures brasileiras. Para atingir esse objetivo, as características de 88 emissões de debêntures de empresas não-financeiras de 2004 e 2005 (quando o Plano Real encontrava-se consolidado) foram analisadas e comparadas com as características encontradas por Anderson (1999) em estudo com 50 emissões de empresas não-financeiras de 1989 a 1993 (antes do Plano Real).

O artigo está dividido em quatro seções: a primeira apresenta uma revisão da teoria, a segunda expõe a metodologia utilizada, a terceira apresenta a análise dos resultados e a quarta seção conclui com as considerações finais.

## 2. REVISÃO TEÓRICA

### 2.1. DEBÊNTURES

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

A captação de recursos através de debêntures apresenta algumas vantagens em relação a outras fontes de financiamento (SND, 2005):

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

A flexibilidade permite que as empresas modelem as emissões de acordo com suas necessidades (SND, 2005).

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

## 2.2. O PROCESSO DE EMISSÃO

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

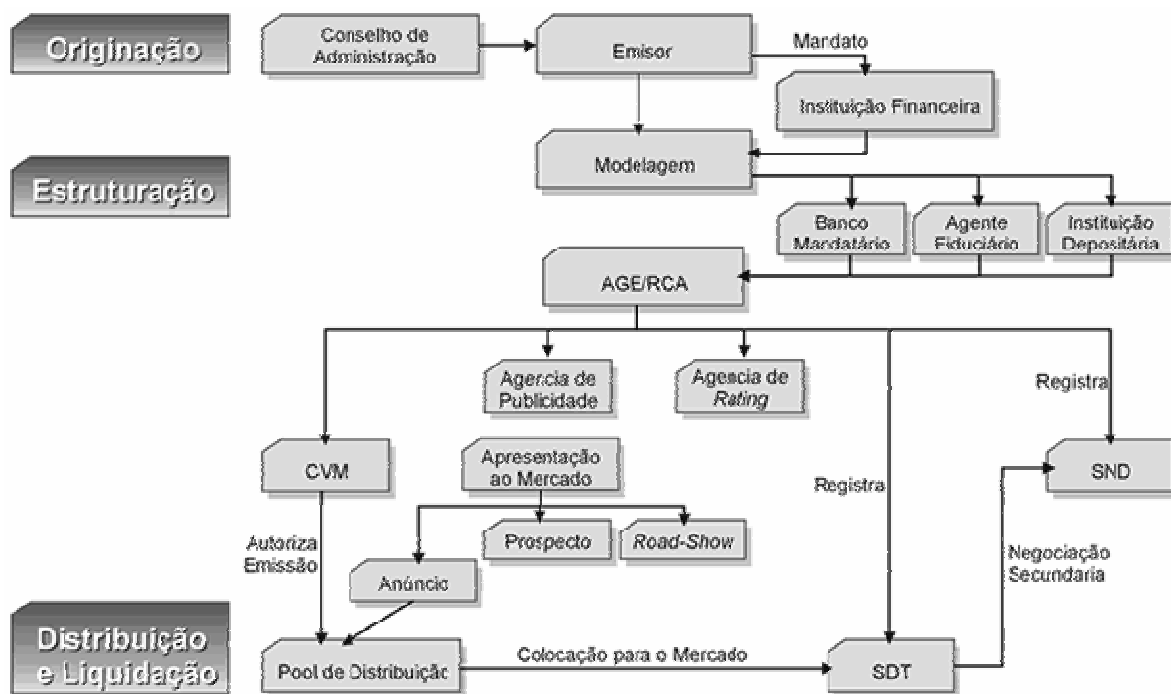


Figura 1. Processo de emissão de debêntures.

Fonte: SND (2005).

A Figura 1 ilustra o processo de emissão de debêntures. A empresa escolhe uma instituição financeira para estruturar e coordenar o processo de emissão. Essa instituição,

denominada coordenador-líder, será responsável pela modelagem da operação, registro na CVM – Comissão de Valores Mobiliários –, apresentação ao mercado, formação do *pool* de distribuição e colocação dos títulos junto aos investidores.

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

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

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

É necessário, também, o cadastramento da empresa emissora e da emissão no SND, administrado pela ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto –, e operacionalizado pelo CETIP – Centro de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos. Esse último se encarregará de confeccionar o modelo de subscrição da debênture e encaminhá-lo a CVM.

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

### 2.3. CARACTERÍSTICAS DAS DEBÊNTURES

As principais características das debêntures são (PENTAGONO, 2005; INVESTSHOP, 2005):

#### 1. Data da emissão

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

#### 2. Quantidade de títulos

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

#### 3. Valor nominal

O valor nominal deve ser expresso em moeda nacional.

#### 4. Valor total da emissão

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

## 5. Séries

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

## 6. Vencimento

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

## 7. Forma

As debêntures podem ser nominativas ou escriturais. As debêntures nominativas são aquelas em cujos certificados consta o nome do titular.

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

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

## 8. Espécie

Dependendo da garantia, têm-se as seguintes espécies:

- Debêntures com garantia real: os direitos creditórios dos debenturistas são garantidos por bens do ativo da emissora ou de terceiros, que não podem ser negociados até o vencimento das obrigações por eles garantidas.
- Debêntures com garantia flutuante: nesse caso, as debêntures têm privilégio geral sobre o ativo da emissora, sem que isso impeça a negociação dos bens que o compõem.
- Debêntures quirografárias ou sem preferência: nesse caso, as debêntures concorrem em igualdade de condições com os demais credores quirografários da emissora. As debêntures quirografárias não oferecem nenhuma garantia real aos seus detentores.
- Debêntures subordinadas: as debêntures que não gozam de garantia podem conter cláusula de subordinação aos credores quirografários da companhia. Isto significa que, no caso de liquidação da companhia, os debenturistas têm preferência para ressarcimento do valor aplicado somente em relação aos acionistas.

## 9. Tipo

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

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

#### 10. Formas de amortização e resgate

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

- Resgate antecipado facultativo (*call option*): através deste mecanismo, o emissor das debêntures pode, a qualquer momento, promover o resgate total ou parcial dos títulos em circulação. No caso de resgate parcial, o mesmo deve ser efetuado através de um sorteio.
- Resgate obrigatório ou recompra obrigatória (*put option*): este mecanismo permite ao debenturista ter suas debêntures resgatadas ou recompradas pelo emissor em determinadas datas e quantidades previamente descritas na escritura de emissão. Esta condição é bastante comum em debêntures com cláusula de repactuação. A cláusula de repactuação permite a renegociação das condições de remuneração dos títulos em uma data pré-determinada. A repactuação visa adequar as condições de remuneração das debêntures numa data futura, onde os debenturistas, representados pelo agente fiduciário, e a emissora negociam novos termos de remuneração. Caso alguns dos debenturistas não concordem com os termos negociados, o emissor é obrigado a resgatar ou recomprar as debêntures, acrescidas das condições de remuneração anteriores a repactuação. No caso de recompra, as debêntures poderão ser canceladas, permanecer em tesouraria ou serem novamente colocadas em mercado.
- Fundo de amortização: neste caso, a emissora se obriga a constituir um fundo de disponibilidade de maneira a minimizar o impacto no caixa quando do vencimento das debêntures emitidas.
- Recompra: é facultado à emissora adquirir debêntures em circulação, por preço não superior ao saldo de seu valor nominal unitário não amortizado, acrescido das condições de remuneração das debêntures.

#### 11. Remuneração

De acordo com a Decisão Conjunta nº 7 do Banco Central do Brasil e da CVM, de 23/09/1999, as debêntures podem ter por remuneração:

- Taxa de juros prefixada.
- Taxa referencial (TR), observado o prazo mínimo de quatro meses para o vencimento ou período de repactuação. Somente as empresas de leasing podem emitir com este indexador.

- Taxa de juros flutuante, observado o prazo mínimo de 120 dias para o vencimento ou período de repactuação, admitindo-se que os intervalos de reajuste da taxa utilizada como referencial ocorram em prazo não inferior a 30 dias.
- Taxa de juros fixa e cláusula de atualização com base em índice de preços, atendido o prazo mínimo de um ano para vencimento ou período de repactuação.

Além das condições de remuneração apresentadas acima, as debêntures também podem garantir ao investidor participação nos lucros da companhia emissora ou um prêmio de reembolso. Apesar de não serem muito utilizadas pelo mercado, as debêntures com participação nos lucros oferecem uma percentagem do lucro líquido da companhia emissora.

O prêmio de reembolso garante uma remuneração adicional aos debenturistas, permitindo um aumento da remuneração oferecida pelo título e possibilitando uma adequação de seus rendimentos às condições de mercado na época de emissão.

#### 2.4. O ESTUDO DE ANDERSON

Em seu estudo, Anderson (1999) analisou 50 contratos de emissão de debêntures de empresas brasileiras não-financeiras, emitidos entre 1989 e 1993.

O ambiente econômico na época da pesquisa de Anderson (1999) era hostil ao contrato financeiro. Segundo o autor, quatro características presentes na época, elevavam os riscos dos contratos: inflação alta, volatilidade da atividade econômica, instituições fracas, e um Estado intervencionista.

Essa forte instabilidade nas condições macroeconômicas levou os agentes de mercado a desenvolver uma série de mecanismos de proteção aos riscos, para viabilizar a emissão de debêntures. Anderson (1999) identificou os seguintes procedimentos utilizados pelas empresas:

1. Indexação do valor de face a um índice, e pagamento de prêmio, para proteger o investidor das perdas causada pela alta inflação;
2. Mecanismos contingenciais de vencimento, tais como: renegociação periódica dos termos do contrato, opção de compra do emissor, opção de venda do investidor, direito do investidor de converter as debêntures em ações;
3. Cláusulas que restringem as decisões de investimento, financiamento e distribuição de resultados dos emissores;
4. Mecanismos adicionais de auto-execução para compensar a ineficiência institucional.

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

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

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

## 2.5. O PLANO REAL

Anunciado em 28/02/1994 como um programa de estabilização da economia, o Plano Real foi concebido em três fases: ajuste fiscal, desindexação, e âncoras monetária e cambial (CASTRO, 2005).

O Plano Real foi bem sucedido em sua tentativa de combater a inflação. Um conjunto de fatores contribuiu para esse sucesso. Em primeiro lugar, a grande liquidez internacional e um elevado patamar de reservas, somados a abertura da economia brasileira foram fundamentais para assegurar a eficácia da âncora cambial. Em segundo lugar, o sucesso das estratégias de desindexação com a criação de um padrão estável de valor denominado URV – Unidade Real de Valor. Em terceiro lugar, o governo tinha o apoio político do Congresso. E em quarto lugar, os juros elevados tornaram-se uma âncora para os preços (CASTRO, 2005).

Em 2004, o processo de estabilização estava consolidado. O Plano Real tinha posto fim a um processo histórico de indexação (GIAMBIAGI, 2005).

## 3. METODOLOGIA

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

Das emissões públicas registradas em 2004 e 2005 na CVM (2005; 2006) e no SND (2005), foram selecionadas as emissões de empresas não-financeiras. A amostra é composta de 88 emissões.

A estatística descritiva foi escolhida para organizar, resumir e apresentar as características observadas (STEVENSON, 1981). A ferramenta utilizada foi a distribuição de frequências.

## 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1. CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES DE 2004 e 2005

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

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

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

Tabela 1. Emissões de debêntures registradas em 2004 e 2005.

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

Fonte: Elaborado pela autora.

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

Tabela 2. Espécie/garantia das emissões da amostra.

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

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 3. Índice presente nas emissões da amostra.

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

Fonte: Elaborado pela autora.

Em 2004, 58% das emissões da amostra estavam atreladas à taxa DI – Depósito Interbancário. Já os papéis indexados ao IGP-M – Índice Geral de Preços do Mercado –, e ao



dólar representaram 28% e 5%, respectivamente. Em 2005, 80% das emissões estavam atreladas à taxa DI (Tabela 3).

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

Tabela 4. Existência de cláusulas de resgate antecipado, amortização e remuneração de prêmio.

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

Fonte: Elaborado pela autora.

A Tabela 5 apresenta a destinação dos recursos captados. Em primeiro lugar, com 51%, aparecem as emissões destinadas ao alongamento do perfil de endividamento. Em segundo lugar, com 16%, aparecem as emissões destinadas a captar recursos para capital de giro.

Tabela 5. Destino dos recursos captados nas emissões da amostra,

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

Obs: Algumas emissões apresentavam mais de uma destinação para os recursos.

Fonte: Elaborado pela autora.

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

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

ANO	N	%
2004	18	39
2005	28	61
Total	46	100

Fonte: Elaborado pela autora.

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

Tabela 7. Procedimento de distribuição nas emissões da amostra.

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

Fonte: Elaborado pela autora.

#### 4.2. COMPARAÇÃO COM OS RESULTADOS ENCONTRADOS POR ANDERSON

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

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

No estudo de Anderson (1999), 88% das emissões da amostra utilizavam mecanismos de indexação à inflação. Neste estudo, apenas 25% das emissões da amostra utilizavam esse mecanismo. A Tabela 3 mostrou um aumento na utilização de juros, sendo a taxa DI o índice mais utilizado.

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

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

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

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

Fonte: Elaborado pela autora.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em estudo realizado em 1999, Anderson analisou 50 contratos de emissão de debêntures de empresas brasileiras não-financeiras. Nesse período, a economia brasileira apresentava: inflação elevada, instituições frágeis, intervenção do Estado na economia e volatilidade dos indicadores econômicos.

Para atenuar os efeitos dessa instabilidade, as empresas utilizavam: 1. indexadores para reduzir o risco de inflação para os investidores; 2. mecanismos de vencimento antecipado, que proporcionavam possibilidades de saída ou renegociação para os investidores; 3. cláusulas que restringem as decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos dos emissores; 4. mecanismos para reduzir a dependência da ineficiência institucional.

O Plano Real, instituído no Brasil em 1994, trouxe estabilidade à economia, e as debêntures tornaram-se uma alternativa atraente de captação de recursos.

O objetivo deste estudo foi verificar se a estabilidade da economia, proporcionada pelo Plano Real, tem influência nas características das emissões de debêntures brasileiras.

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

A análise das emissões de 2004 e 2005 mostra que a estabilização da economia trouxe uma mudança nas características das debêntures. As principais diferenças encontradas são:

- Diminuição na utilização de indexadores ligados à inflação;
- Diminuição na utilização de remuneração de prêmio, resgate antecipado e amortização;
- Diminuição da emissão de debêntures conversíveis.

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

A análise dos prospectos mostrou a presença, em grande parte das emissões da amostra, de:

- Cláusula de vencimento antecipado em caso de dificuldades financeiras ou da falta de cumprimento das cláusulas por parte do emissor;
- Cláusula que estabelece um novo índice em caso de extinção do índice original.

A volatilidade vivida em passado recente pode ser uma explicação possível para a presença dessas cláusulas.

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

## **REFERÊNCIAS**

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

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

CASTRO, L. B. de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (Org.). *Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

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

FILGUEIRA, A. L. L.; LEAL, R. P. C. Uma análise das cláusulas das escrituras de emissão de debêntures brasileiras após a estabilização econômica. In: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração - ANPAD, XXII, 1998, Foz do Iguaçu. Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998. CD-ROM.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (Org.). Economia brasileira contemporânea. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

INVESTSHOP. Consulta a informações sobre debêntures. Disponível em [www.investshop.com](http://www.investshop.com). Acesso em 01/12/2005.

PENTAGONO. Consulta a informações sobre debêntures. Disponível em [www.pentagonotrustee.com.br](http://www.pentagonotrustee.com.br). Acesso em 01/12/2005.

SND. Consulta a prospectos de emissões de debêntures. Disponível em [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br). Acesso em 02/12/2005.

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