



CLÁUSULAS DO “MODELO DE ESCRITURA” BRASILEIRO DE EMISSÃO DE DEBÊNTURES: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA TEORIA DA AGÊNCIA

Júlia Alves e Souza¹

Universidade Federal de Lavras
julia.jasouza@gmail.com

Carolina de Castro Nacif²

Caixa Econômica Federal
carolnacif@hotmail.com

Douglas José Mendonça³

Universidade Federal de Lavras
mendonca_douglas@yahoo.com.br

Jaíne Alves e Souza⁴

Universidade Estadual do Norte Fluminense
jaine_alves@hotmail.com

Susy Naiara Alves da Silva⁵

Universidade Federal de Lavras
susynaiara@gmail.com

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

Júlia Alves e Souza, Carolina de Castro Nacif, Douglas José Mendonça, Jaíne Alves e Souza y Susy Naiara Alves da Silva (2016): “Cláusulas do “Modelo de escritura” brasileiro de emissão de debêntures: uma análise sob a ótica da Teoria da Agência”, Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana, Brasil, (octubre 2016). En línea: <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/br/16/escritura.html>

Resumo

As debêntures são títulos de dívidas, utilizados pelas empresas para captar recursos no mercado financeiro. Esse estudo tem como objetivo principal identificar, nas cláusulas contratuais do “Modelo de Escritura” brasileiro de emissão de debêntures, as exigências que visam a assegurar os interesses dos debenturistas e a reduzir os conflitos de agência na relação debenturista-acionista. Para tanto, efetuou-se uma pesquisa documental, de caráter descritivo. A partir da análise do “Modelo de Escritura”, foi identificado um conjunto de exigências que visam a assegurar os interesses dos debenturistas e que trazem formas de minimizar os conflitos de agência que surgem na relação entre debenturista e acionista. As cláusulas da Escritura exigem um conjunto amplo de obrigações e restrições, dentre as quais se encontram a disponibilização de informações por parte da empresa emissora, a determinação da formalização de uma Assembleia de debenturistas e a existência de um

¹ Professora na área de Contabilidade e Finanças, é Doutoranda em Administração pela Universidade Federal de Lavras, Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo, Bacharela em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa e Especialista em Docência do Ensino Superior pela Faculdade AVM/Universidade Cândido Mendes.

² Servidora pública na Caixa Econômica Federal, é bacharela em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa.

³ Professor na área de Administração Financeira, é Mestrando em Administração pela Universidade Federal de Lavras, Bacharel em Administração pela Faculdades Integradas Adventistas do Estado de Minas Gerais e possui MBA em Administração, Finanças e Negócios pela Escola Superior Aberta do Brasil.

⁴ Professora na área de Engenharia, é Bacharela em Engenharia Civil pela Universidade Estadual do Norte Fluminense Darcy Ribeiro.

⁵ Mestre em Administração pela Universidade Federal de Lavras, é Bacharela em Administração de Empresas pela Faculdade Presbiteriana Gammon.

Agente Fiduciário. Assim, tais cláusulas se estabelecem como importantes instrumentos na minimização de problemas de assimetria informacional e de conflitos de agência.

Palavras-chave: Debêntures, Teoria da Agência, Cláusulas Contratuais, Custos de Agência.

CLAUSES OF THE BRAZILIAN “MODELO DE ESCRITURA” OF DEBENTURES ISSUED: AN ANALYSIS FROM THE PERSPECTIVE OF AGENCY THEORY

Abstract

The debentures are debt securities used by companies to raise funds in the financial market. This study aims to identify, considering the contractual clauses of the Brazilian "Modelo de Escritura" of debenture issue, the requirements that aim to ensure the interests of debentureholders and to reduce agency conflicts in the relationship between debentureholder and shareholder. It was performed a documental and descriptive research. From the analysis of the " Modelo de Escritura ", we identify a set of requirements that aimed at ensuring the interests of debenture holders and bring ways to minimize the agency conflicts that arise in the relationship between shareholder and debentureholder. The analysed clauses require a wide range of obligations and restrictions, among which are the provision of information by the issuing company, the determination of the formalization of a Meeting of debentureholders and the existence of a Indenture Trustee. Thus, such provisions are established as important tools in minimizing problems of information asymmetry and of Agency Conflicts.

Keywords: Debentures, Agency Costs, Contractual Clauses, Agency Theory.

Classificação JEL: G32

1. INTRODUÇÃO

As debêntures representam uma importante alternativa de crédito para diversas empresas que necessitam de recursos para alongar suas dívidas ou para financiar suas atividades, tanto no médio quanto no longo prazo (GITMAN, 2010). No Brasil, este valor mobiliário adquiriu características peculiares e tem sido utilizado por centenas de empresas de diversos setores da economia, com objetivos de possibilitar o financiamento de novos projetos, a reestruturação de passivos financeiros, a securitização de ativos e a obtenção de capital de giro, dentre outros. Utilizar a emissão de debêntures, para o aumento do nível de capital de terceiros, apresenta diversos aspectos positivos para a empresa (PINTO; FALCÃO; MÓL, 2015).

No cenário econômico moderno, a utilização de capital de terceiros é relevante para as técnicas de engenharia financeira. Entretanto, a emissão de dívida corporativa gera conflitos entre credores e acionistas, ou entre os credores e os administradores da empresa, sendo que cada qual possui interesses próprios e agem no sentido de resguardá-los. Segundo Esteves (2014), as emissões de dívidas por parte das empresas são sempre passíveis de conflitos entre credores e acionistas.

Nesse sentido, a Teoria da Agência constitui-se em um instrumento capaz de explicar certas questões que ocorrem na prática empresarial. Esta teoria analisa a relação que existe quando um ou mais indivíduos (principais) atribuem a outros indivíduos (agentes) autoridade para desempenhar funções de tomada de decisão (JENSEN; MECKLING, 1976). A relação entre credores e acionistas pode ser observada sob esta ótica, o que permite um melhor entendimento dos conflitos que surgem entre essas partes.

As debêntures são títulos de crédito privado, e, assim, os debenturistas são credores da empresa e a ela delegam a autoridade sobre a forma de utilização do capital, sendo remunerados sob condições especificadas em contrato. Na tentativa de minimizar os conflitos de agência na relação entre debenturistas e acionistas, incorre-se nos chamados custos de agência. O instituto de cláusulas contratuais restritivas ou protetoras é um dos principais instrumentos utilizados para este fim. Esteves (2014) complementa que o monitoramento da

emissão de dívidas, por meio das cláusulas restritivas nos contratos de empréstimos, constitui um dos custos gerados pelo choque de interesses entre os atores da transação.

As condições sobre as quais são emitidas as debêntures devem ser estipuladas em um contrato específico, denominado Escritura de Emissão. A Companhia de Valores Mobiliários - CVM é o órgão responsável por regulamentar a emissão destes títulos. A Instrução CVM Nº 404, de 13 de fevereiro de 2004, trata sobre os procedimentos que devem ser adotados para este fim, estabelecendo padrões de cláusulas e condições que devem ser observados (CVM, 2004). Em seu ANEXO 1, traz o “Modelo de Escritura” a ser adotado para a emissão de debêntures, onde devem constar as referidas cláusulas e condições.

Dessa forma, existe hoje, no Brasil, um modelo de Escritura de Emissão (CVM, 2004) que é o padrão seguido pelas empresas quando emitem debêntures. As empresas complementam com os dados necessários, sendo que o modelo geral é instituído legalmente.

Dada a importância da utilização de debêntures para as empresas brasileiras, esse trabalho tem como objetivo principal identificar, nas cláusulas contratuais do “Modelo de Escritura” brasileiro de emissão de debêntures emitido pela CVM, as exigências que visam a assegurar os interesses dos debenturistas e reduzir os conflitos de agência na relação debenturista-acionista.

O problema de pesquisa é resumido pela seguinte questão: quais as exigências, presentes nas cláusulas contratuais do “Modelo de Escritura” de emissão de debêntures emitido pela CVM, que objetivam reduzir os conflitos de agência na relação debenturista-acionista e assegurar os interesses dos debenturistas? Dessa forma, a pesquisa contribui para aumentar a compreensão sobre as ferramentas utilizadas com o intuito de regulamentar a relação debenturista-acionista e de amenizar os conflitos que possam surgir em tal relação, evidenciando o relevante papel das cláusulas de escrituras de debêntures.

A estrutura do artigo é composta por cinco seções, além desta introdução. Na segunda seção, apresenta-se de forma resumida o referencial teórico que norteia o estudo, enquanto que na terceira é descrita a metodologia adotada. A quarta seção abrange os resultados da análise efetuada na pesquisa, e na quinta seção são apresentadas as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Debêntures

A emissão de debêntures é uma das principais opções para uma empresa captar recursos de longo prazo. Esse termo deriva da expressão latina *debitus sum* (ser devido) e significa um empréstimo de risco. Segundo Tomazette (2004, p. 291-292), as debêntures podem ser conceituadas como:

[...] títulos representativos de um empréstimo público lançado pela sociedade. Cada emissão de debêntures representa um empréstimo realizado, tendo um caráter unitário. A sociedade ao decidir a emissão das debêntures está fazendo uma oferta de um contrato de mútuo, que se completa com a subscrição dos títulos, que representaria a aceitação do contrato. A companhia divide a soma pretendida em vários títulos emitidos em série. Quem subscreve o título está emprestando dinheiro para a emitente, e em contrapartida objetiva recebimentos anuais parciais, ou outras vantagens que tais valores mobiliários podem assegurar, ou ao menos, a restituição dos valores emprestados no vencimento.

Em termos contábil-financeiros, debênture é um instrumento que as empresas usam para captar recursos no mercado financeiro. Os debenturistas têm o direito de receber, no vencimento, o valor nominal que foi investido, acrescido dos ganhos que eram previstos na emissão. No Brasil, a utilização de debêntures como forma de financiamento tem sua regulamentação na Lei das Sociedades Anônimas e pela CVM, por meio de Instrução Normativa.

Alguns autores acreditam que a emissão de debêntures é mais vantajosa para a empresa, se comparada com outros mecanismos de financiamento. Segundo Santos e Dias Jr. (2002), a principal vantagem é que a emissão de debêntures pode ser planejada de modo a atender às necessidades exclusivas do empreendimento. Além disso, a flexibilidade de prazos, garantias e condições de pagamentos permite que as empresas planejem mais adequadamente as amortizações e os pagamentos de juros, levando em conta os projetos de investimento e a sua disponibilidade de recursos. A empresa emissora também pode fazer a emissão dividida em séries, as quais serão integralizadas nos períodos de seu interesse. Outra vantagem advinda da emissão de debêntures é que elas apresentam custos de captação

menores, e os pagamentos de juros são dedutíveis como despesas financeiras (conseqüentemente, contribuem para uma menor carga tributária para a empresa).

2.2. Conflito de agência na relação debenturista-acionista

A Teoria da Agência é a base teórica que busca entender as relações entre os participantes de um sistema, nas quais propriedade e controle são designados a pessoas distintas (envolvendo conflitos de interesse entre os indivíduos). Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato em que uma pessoa (o principal) emprega outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

Para Mendes (2001), o ponto crucial da Teoria da Agência consiste no fato de o principal saber que irá perder parte de sua riqueza e, em compensação, procurar conseguir do agente os melhores desempenhos. Ou seja, o principal deixa de obter o “máximo” e passa a obter o “possível” dentro das condições colocadas.

Essa conturbada relação entre principal e agente resulta nos chamados custos de agência, os quais denominam um tipo especial de gasto que decorre de conflitos de agência existentes numa organização. São custos provenientes da tentativa de encontrar uma solução otimizada para eliminar (ou pelo menos reduzir) uma eventual distância existente entre o que o principal espera e o que efetivamente é realizado pelo agente. Jensen e Meckling (1976) descrevem esses custos como a soma de: gastos com o monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; despesas realizadas pelo próprio agente para assegurar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; perdas residuais, em função da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal; e custos com a criação e a estruturação de contratos entre o principal e o agente.

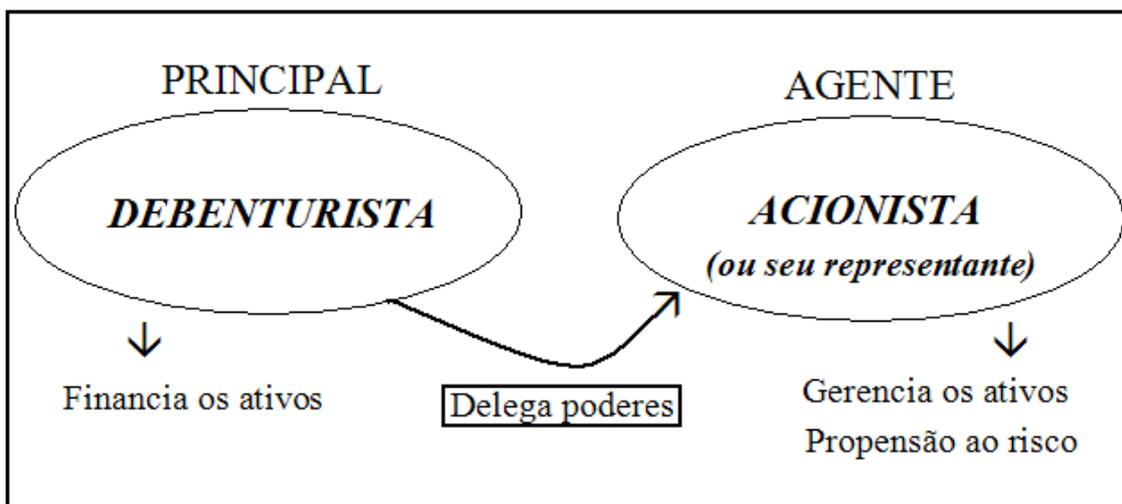
Harris e Haviv (1990) argumentam que os conflitos entre acionistas e credores acontecem devido aos incentivos para os acionistas, resultantes do contrato da dívida. Os acionistas têm sua responsabilidade sobre as obrigações da empresa limitada ao valor aplicado na corporação. Já os credores, que por sua vez financiam a organização, dispõem de ganho limitado ao valor contratado na época do empréstimo.

Gitman (2010) esclarece os fundamentos do conflito entre acionista e credor ao mencionar que quando um credor fornece recursos a uma empresa, a taxa de juros cobrada baseia-se em sua avaliação do risco do negócio. Desta forma, a relação entre credor e tomador depende das expectativas do primeiro quanto ao comportamento subsequente da empresa. As taxas de empréstimo são, com efeito, determinadas quando da sua negociação.

Após obter um empréstimo a uma determinada taxa, a empresa pode aumentar o seu risco ao investir em projetos arriscados ou incorrer em mais dívidas. Isso poderia enfraquecer a posição do credor quanto ao seu direito sobre o fluxo de caixa da empresa. Devido a isso, os credores necessitam de meios que minimizem os riscos que irão incorrer com a concessão do empréstimo, e por isso, são exigidas cláusulas contratuais, estabelecidos maiores juros, entre outros.

A relação debenturista-acionista pode ser analisada pela ótica da Teoria de Agência. No conflito de interesses entre debenturistas e acionistas, o debenturista, na posição de credor em que se encontra, fornece os recursos que serão utilizados e administrados pelo acionista (ou seus representantes). Assim, o debenturista, que nesta relação é o principal, delega a autoridade sobre a forma de utilização de capital, sendo remunerado sob condições especificadas em contrato; por outro lado, o acionista, agente da relação, decide as formas de aplicação desse capital. Na figura 01 é possível visualizar esta relação.

Figura 01 - Conflito de Agência Debenturista-Acionista



Fonte: Elaboração própria com base em Kimura, Lintz e Suen (1998).

Após a emissão das debêntures e a captação dos recursos (em condições previamente estabelecidas), a empresa emissora pode aumentar o seu risco ao utilizar os recursos captados para investir em projetos arriscados ou incorrer em mais dívidas, fato que também aumenta o risco financeiro da empresa. Esses fatos podem enfraquecer a posição do debenturista quanto ao seu direito de crédito.

Porém, se investimento de risco for bem-sucedido, apenas os acionistas serão beneficiados. Isto pelo fato de as obrigações de pagamento ao debenturista permanecerem inalteradas, visto que foram estabelecidas previamente no contrato de emissão. Conforme ratifica Gitman (2010), os fluxos de caixa excedentes, advindos de um resultado positivo de práticas mais arriscadas, aumentariam o valor da empresa para seus acionistas, mas o direito de crédito dos debenturistas estaria limitado ao que foi estabelecido no contrato. No entanto, se o investimento tiver como retorno um grande prejuízo, este será compartilhado com os debenturistas. Em outras palavras, se os investimentos arriscados atingirem o objetivo de rentabilidade, os proprietários receberão todos os benefícios; senão, os debenturistas compartilharão os custos.

Assim, executivos que atuam em busca do interesse dos acionistas optarão por empreender investimentos mais arriscados, que têm por efeito o aumento do patrimônio dos acionistas em detrimento dos debenturistas. Nas empresas com grande volume de dívidas, seus dirigentes muitas vezes podem ter um incentivo para realocar os ativos de tal forma a reduzir o valor total da empresa a fim de beneficiar os acionistas. E, por sua vez, os debenturistas estão cientes de que os dirigentes podem, em alguns momentos, tender a prejudicá-los.

Um ponto interessante a ser observado é o fato de que os conflitos de interesses têm uma limitação mais eficaz nos empréstimos privados concedidos por bancos e credores institucionais, se comparado aos títulos de dívida emitidos publicamente - como é o caso das debêntures (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007). Então, com base neste ponto, é possível afirmar que a emissão de debêntures é mais arriscada que os empréstimos privados.

Perante todos os conflitos que emergem da relação debenturista-acionista e a possibilidade de que os debenturistas sejam prejudicados pelas estratégias da empresa, surge a necessidade de artifícios que protejam os interesses desses financiadores, gerando diversos custos de agência. Dessa forma, os artifícios utilizados incluem a exigência de juros mais altos, garantias reais e limitações às ações da empresa, dentre outros. Estes instrumentos são formalizados através da inclusão de cláusulas nos contratos de emissão das debêntures, objetivando regulamentar a relação debenturista-acionista e amenizar os conflitos que possam surgir.

2.3. Cláusulas contratuais na emissão de debêntures

Instituir cláusulas contratuais é uma prática que constitui um sistema de garantia indireta próprio de contratos de empréstimo ou financiamento, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias positivas ou negativas. Assim, envolve um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, que protege os interesses do credor e

estabelece que determinados atos não devem ou devem cumprir-se, podendo ser um compromisso restrito ou uma obrigação de proteção (BORGES; BERMANINI JR., 2001).

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2009) as cláusulas protetoras ou restritivas podem ser classificadas em dois tipos: cláusulas negativas e cláusulas positivas. Uma cláusula negativa limita ou proíbe ações que a empresa possa executar. Por sua vez, uma cláusula positiva especifica uma ação que a empresa concorda em executar ou uma condição que a empresa deve satisfazer.

Conforme Bebczuk (2000) o contrato de empréstimo inclui uma série de cláusulas para proteger os direitos do credor. A aceitação dessas cláusulas por parte do devedor é positivamente interpretada pelo credor e pode implicar numa taxa de juros mais reduzida do que a que seria aplicada na ausência das referidas cláusulas.

As cláusulas restritivas ou protetoras ajudam a controlar potenciais conflitos de interesse, e servem para guiar o relacionamento entre o credor e seu devedor, sinalizando qual o comportamento esperado do investimento e como ele deve ser pago (BOOT, 2000).

A formalização de uma operação de crédito se dá por meio da assinatura do contrato, que em última instância deve servir como prova dos compromissos firmados entre as partes. O objetivo deste contrato é diminuir a ocorrência dos conflitos, já que, por estar formalizado, ele deve servir como instrumento de imposição de uma das partes que se considerar prejudicada pelo comportamento da outra.

Para Braga (2000), além de prever o montante da operação, o período e a taxa de juros, esses contratos procuram estabelecer cláusulas que induzam contratante e contratado a tomarem as ações necessárias ao bom andamento da operação e possibilitem o pagamento do empréstimo mais os juros pactuados no prazo previsto.

O contrato de emissão de debêntures é muito importante no ambiente de assimetria da informação, de fluxos de caixa não verificáveis e de Custos de Agência. As cláusulas incluídas nesse contrato buscam resguardar os interesses das partes. Na Tabela 01, a seguir, são apresentadas algumas dessas cláusulas, comuns nas escrituras de debêntures.

Tabela 01 - Cláusulas nos Contratos de Debêntures

<p><u>Cláusulas que diminuem o risco de perda de poder aquisitivo:</u></p> <p>- Atualização Monetária Indexação à inflação; Indexação à variação cambial.</p> <p>- Juros remuneratórios Juros fixos; Juros flutuantes; Juros flutuantes adicionais à parcela de juros fixos (spread).</p> <p>- Remuneração de Prêmio Prêmio permitido, porém não especificado; Prêmio com base em juros fixos adicionais; Prêmio com base em juros flutuantes; Prêmio com base em indexação à inflação alternativa.</p> <p><u>Cláusulas de Vencimento Antecipado:</u></p> <p>Repactuação programada; Previsão para resgate antecipado.</p> <p><u>Cláusulas com Compromissos Restritivos</u></p> <p>- Compromissos restritivos a dividendos Nenhum pagamento de dividendo permitido (quando em atraso nos pagamentos aos debenturistas); Restrições ao pagamento de dividendos em função de variáveis das demonstrações contábeis; Outras restrições ao fluxo de caixa para as partes relacionadas.</p> <p>- Compromissos restritivos a investimentos Manter seguros para propriedades; Proibição de operações além do objeto social da empresa; Investimento limitado ou referido; Vencimento acelerado no evento de mudança na propriedade e/ou controle acionário do emissor; Restrição ao controle por parte do emissor sobre o ativo garantido; Proibição à alienação de ativos de capitais; Conduzir as relações com zelo e/ou observar regulamentos padrões.</p> <p>- Compromissos restritivos a financiamento Restrições à dívida adicional;</p>
--

Garantia de Terceiros sobre a dívida; Dívida privilegiada; Direito de troca por novas emissões de dívida; Garantias.

Fonte: Adaptado de Sheng e Saito (2006).

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2009), são exemplos de cláusulas encontradas nesse tipo de contrato:

- Limitação do montante de dividendos a serem pago pela empresa;
- Proibição de se oferecer quaisquer de seus ativos como garantia a outros credores;
- Proibição de fusão com outra empresa;
- Proibição à venda ou ao arrendamento de seus principais ativos sem a aprovação prévia do credor;
- Proibição de títulos adicionais de dívida a longo prazo;
- A empresa precisar manter determinado nível de capital de giro;
- A empresa precisar fornecer demonstrações financeiras periódicas ao credor.

As referidas cláusulas constituem um sistema de garantia indireta próprio de contratos de debêntures, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias positivas ou negativas, ou seja, é um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, que protege os interesses do debenturista e estabelece que determinados atos não devem ou devem cumprir-se, podendo ser um compromisso restrito ou uma obrigação de proteção.

As obrigações mais comuns inseridas nestes contratos de dívida referem-se a três pontos: limitação do grau de endividamento da empresa, limitação ou impedimento de contrair novas obrigações, e manutenção de capital mínimo. Além disso, o contrato deve prever outras cláusulas que representem um esforço às obrigações básicas e reflitam o programa econômico-financeiro da empresa, o que acaba por se constituir em uma medida de monitoração da emissora.

Nesse sentido, Ross, Westerfield e Jaffe (2009) atentam para o fato de que as cláusulas contratuais precisam ser levadas a sério, pois a violação de uma delas pode ser considerada equivalente à inadimplência, resultando na aplicação de penalidades. Vale ressaltar, ainda, que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com base na Lei das Sociedades Anônimas, é responsável pela regulação dos direitos dos acionistas e debenturistas e por divulgar as orientações para a emissão de debêntures.

3. Metodologia

Esta pesquisa pode ser caracterizada como descritiva. Neste tipo de estudo, conforme menciona Andrade (2002), busca-se observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, sem realizar interferência sobre os mesmos.

Para alcançar os objetivos propostos, foi efetuada uma pesquisa documental. Segundo Silva e Grigolo (2002), este tipo de pesquisa se vale de materiais que ainda não receberam análise aprofundada. Objetiva, assim, selecionar, tratar e interpretar a informação bruta, buscando extrair dela algum sentido e lhe introduzir algum valor.

Nesse sentido, analisou-se o documento “Modelo de Escritura”, que consiste no ANEXO 1 da Instrução CVM Nº 404 (CVM, 2004). O Modelo foi coletado no site da CVM, e foi efetuada a análise do conteúdo deste documento, buscando identificar os itens que podem ser associados à redução do conflito de agência. Desenvolveu-se a análise das cláusulas integrantes neste documento, identificando os aspectos relacionados aos custos de agência e à forma como tais cláusulas são compostas para resguardar os interesses dos debenturistas.

4. Resultados e discussões

Conforme mencionado, a Instrução CVM Nº 404 traz em seu ANEXO 1 o “Modelo de Escritura” de emissão de debêntures, que consiste no formato padrão de contrato nesse tipo de transação. Uma análise detalhada do documento é apresentada a seguir, com o intuito de permitir a visualização da importância deste contrato e a identificação dos meios pelos quais suas cláusulas buscam atingir o objetivo de minimizar os conflitos entre as partes.

O “Modelo de Escritura” é constituído por uma série de itens distribuídos em um total de 9 cláusulas. Este modelo aborda um conjunto de informações relacionadas à transação de emissão de debêntures.

As informações iniciais contidas no Modelo têm o intuito de esclarecer termos básicos da transação como: denominação, sede social e nº de inscrição no CNPJ (Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica) da empresa emissora das debêntures e do Agente Fiduciário (figura legal e obrigatória para representar a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora).

As cláusulas iniciais, “I - DA AUTORIZAÇÃO” e “II - DOS REQUISITOS”, mencionam a previsibilidade (ou não) de conversão das debêntures em ações e esclarecem ainda os requisitos que devem ser observados na emissão das debêntures. O modelo contempla, em seguida, uma cláusula referente às características das debêntures (“III – DAS CARACTERÍSTICAS DAS DEBÊNTURES”), que inclui aspectos como:

- [...] 3.1. Valor da EMISSÃO [...]
- 3.2. Valor Nominal Unitário [...]
- 3.3. Quantidade de Debêntures e Número de Séries [...]
- 3.4. Forma [...]
- 3.5. Espécie [...]
- 3.6. Data de Emissão [...]
- 3.7. Data de Vencimento [...]
- 3.8. Rendimento [...]
- 3.9. Preço de Subscrição e Integralização [...]
- 3.12. Encargos Moratórios [...]
- 3.13. Mora do debenturista [...]
- 3.14. Publicidade [...]
- 3.15. Comunicações [...].

Essas três cláusulas iniciais são básicas, e especificam características inerentes a qualquer debênture emitida. Na sequência, surgem as cláusulas que podem ser diretamente relacionadas aos objetivos de proteção dos debenturistas e minimização dos conflitos de agência.

Na Cláusula “IV - DA NEGOCIAÇÃO DE DEBÊNTURES PELA EMISSORA E DO VENCIMENTO ANTECIPADO”, pode-se destacar que são enumerados eventos de antecipação do vencimento da emissão das debêntures como:

- [...] a. liquidação ou decretação de falência da EMISSORA;
- b. pedido de concordata preventiva formulado pela EMISSORA;
- c. falta de pagamento de Rendimento devido nas respectivas datas de vencimento;
- d. protestos legítimos e reiterados de títulos contra a EMISSORA que não sejam sanados no prazo de 30 (trinta) dias contados do recebimento de aviso escrito que lhe for enviado pelo Agente Fiduciário, cujo valor, em conjunto, seja superior a R\$...... (.....reais) ou que possam configurar, em face das circunstâncias e a critério do AGENTE FIDUCIÁRIO, estado de insolvência da EMISSORA ou risco de inadimplemento no pagamento das obrigações decorrentes das Debêntures, à exceção do protesto efetuado por erro ou má-fé de terceiro, desde que validamente comprovado pela EMISSORA [...].
- e. pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer outra participação no lucro estatutariamente prevista, quando estiver em mora perante os debenturistas desta emissão;
- f. falta de cumprimento pela EMISSORA de toda e qualquer obrigação prevista nesta ESCRITURA, não sanada em 30 (trinta) dias, contados do aviso escrito que lhe for enviado pelo Agente Fiduciário.

Os eventos descritos para vencimento antecipado buscam proteger os direitos dos debenturistas. Afinal, acontecimentos como a decretação de falência da empresa emissora e o estado de insolvência, entre outros, são fatores que influenciam diretamente a capacidade da empresa de honrar com suas obrigações. Portanto, é de grande importância que os debenturistas tenham acesso a essas informações, para que não sejam prejudicados em seus direitos e tenham garantias quanto aos pagamentos a que fazem jus.

A Cláusula “V - DAS OBRIGAÇÕES ADICIONAIS DA EMISSORA” impõe algumas obrigações da empresa emissora de debêntures para com o Agente Fiduciário e com a bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que forem negociadas as debêntures. Dentre outras medidas, a empresa deve fornecer a tais agentes a seguinte documentação:

- [...] a.1) [...] cópia de suas demonstrações financeiras completas relativas ao respectivo exercício, acompanhadas do relatório da administração e do parecer dos auditores independentes; imediatamente, qualquer informação relevante para a presente emissão.

[...] a.5) cópia de qualquer correspondência ou notificação judicial ou extrajudicial recebida pela Emissora relacionada a um evento de inadimplemento, imediatamente após o seu recebimento;

a.6) os comprovantes de cumprimento de suas obrigações perante os debenturistas no prazo de até 5 (cinco) dias úteis contados da respectiva data de vencimento;

[...] c. convocar, nos termos do item 7.1 da escritura, Assembléia de Debenturistas, para deliberar sobre qualquer das matérias que, direta ou indiretamente, se relacione com a presente Emissão, caso o Agente Fiduciário não o faça;

[...] g. estruturar e manter em adequado funcionamento departamento de atendimento aos debenturistas, para assegurar-lhes tratamento eficiente, podendo utilizar, para esse fim, a estrutura e os órgãos destinados ao atendimento de seus acionistas, ou contratar instituições autorizadas a prestar este serviço [...].

Este conjunto de obrigações impostas à empresa emissora pode ser diretamente relacionado à assimetria informacional, aspecto amplamente discutido pela Teoria de Agência. A assimetria informacional é um dos pontos chave do conflito debenturista/acionista, pois é fato que na transação de emissão de debêntures os acionistas detêm um conjunto de informações qualitativa e quantitativamente superiores aos debenturistas. Sendo assim, essa assimetria informacional existente entre as partes privilegia os proprietários e os auxilia no processo de obtenção de benefícios.

Nesse contexto, é oportuno estabelecer, no contrato de emissão, obrigações que possibilitem aos debenturistas o acesso a um leque maior de informações da empresa, através de demonstrações financeiras, atas das Assembleias Gerais e notificações quanto a eventos de inadimplemento da Emissora. Desta forma, torna-se possível a minimização da assimetria informacional e, conseqüentemente, a minimização do conflito de interesses.

A Cláusula “VI – DO AGENTE FIDUCIÁRIO” contempla informações quanto ao processo de nomeação do agente Fiduciário, questões quanto à sua substituição e aos seus deveres. Alguns deveres desse agente previstos na presente cláusula são:

[...] a- proteger os direitos e interesses dos debenturistas, aplicando no exercício da função o cuidado e a diligência que toda pessoa ativa e proba costuma empregar na administração de seus próprios negócios;

[...]

f. acompanhar a observância da periodicidade na prestação das informações obrigatórias, alertando os debenturistas acerca de eventuais omissões ou inconsistências constantes de tais informações;

[...]

p. fiscalizar o cumprimento das cláusulas constantes desta ESCRITURA, especialmente daquelas impositivas de obrigações de fazer e de não fazer [...].

A partir dos itens contidos na Cláusula VI, fica evidente que a existência do Agente Fiduciário é mais uma ferramenta de proteção aos interesses dos debenturistas. A função desta figura jurídica é dar proteção eficiente aos direitos e interesses de tais credores, exercendo uma fiscalização permanente e atenta, cabendo-lhe a responsabilidade da administração de bens de terceiros, independente da emissora e dos demais interessados na distribuição das debêntures.

A Cláusula “VII – DA ASSEMBLEIA DE DEBENTURISTAS” estabelece aspectos como a convocação e quórum de instalação da referida Assembleia. O direito de existência de uma Assembleia de debenturistas restringe a possibilidade de a empresa emissora agir de forma a atender aos seus interesses e prejudicar os interesses dos debenturistas. Através da Assembleia, estes últimos têm a possibilidade de limitar ações que lhes sejam prejudiciais, uma vez que eles podem deliberar sobre assuntos direta ou indiretamente relacionados à emissão das debêntures.

Na Cláusula “VIII – DECLARAÇÕES E GARANTIAS” a empresa declara e garante entre outras coisas que:

[...] a. está devidamente autorizada a celebrar esta ESCRITURA e a cumprir com todas as obrigações aqui previstas, tendo sido satisfeitos todos os requisitos legais e estatutários necessários para tanto;

b. a celebração desta ESCRITURA e a colocação das Debêntures não infringem qualquer disposição legal, contrato ou instrumento do qual a EMISSORA seja parte, nem irá resultar em:

b.1) vencimento antecipado de qualquer obrigação estabelecida em qualquer desses contratos ou instrumentos,

b.2) criação de qualquer ônus ou gravame sobre qualquer ativo ou bem da EMISSORA, exceto por aqueles já existentes na presente data; ou

b.3) rescisão de qualquer desses contratos ou instrumentos;

[...]

l. a EMISSORA está cumprindo as leis, regulamentos, normas administrativas e determinações dos órgãos governamentais, autarquias ou tribunais, aplicáveis à condução de seus negócios [...].

Estas garantias e declarações são pontos importantes no contrato. O mercado de crédito, para funcionar, precisa que os agentes envolvidos disponham de informações suficientes para tirar suas próprias conclusões sobre o comportamento do outro. Quanto mais o devedor se mostrar honesto, transparente e disposto a cumprir o que for determinado pelo contrato, mais chances de ser bem-sucedido o negócio apresenta. Uma das formas que o devedor tem de se mostrar comprometido com a transação é fornecer garantias e declarações como as observadas no modelo de contrato de debêntures.

Por último, a Cláusula “IX – DAS DISPOSIÇÕES GERAIS” traz as considerações finais referentes à escritura de debênture, abordando aspectos como a forma a ser adotada para a resolução de controvérsias e a modalidade de arbitragem.

Assim, observando a totalidade do “Modelo de Escritura”, percebe-se que diversos tipos de custos de agência estão embutidos nesse documento. Aspectos como as limitações às ações da empresa, as características específicas das debêntures, as formas de remuneração, o acesso a um amplo conjunto de informações, as declarações e as garantias, dentre outros, estão contidos nas cláusulas contratuais. Essas cláusulas ajudam a controlar potenciais conflitos de interesse, servindo para guiar o relacionamento entre o debenturista e a empresa emissora.

5. Considerações finais

Neste estudo, foi possível observar a aplicabilidade do conflito abordado pela Teoria da Agência na relação debenturista-acionista. Observou-se que os debenturistas, ao serem identificados como credores da empresa emissora, criam com esta última uma relação em que interesses divergentes se chocam.

A partir da análise do “Modelo de Escritura” de emissão de debêntures, apresentado no ANEXO 1 da Instrução CVM Nº 404, foi identificado, nas suas cláusulas, um conjunto de exigências que visam a assegurar os interesses dos debenturistas e que trazem formas de minimizar os conflitos de agência que surgem na relação entre debenturista e acionista.

Assim, percebeu-se que as cláusulas da Escritura de emissão exigem um conjunto amplo de obrigações e restrições, dentre as quais se encontram a disponibilização de informações por parte da empresa emissora, a determinação da formalização de uma Assembleia de debenturistas e a existência de um Agente Fiduciário. Desta forma, tais cláusulas se estabelecem como importantes instrumentos na minimização de problemas de assimetria informacional, além de representarem uma limitação às ações da empresa e uma proteção direta dos interesses dos debenturistas.

O estudo não pretende esgotar o assunto, mas abrir caminhos teóricos para discussões sobre as cláusulas de escrituras de debêntures. Para futuras pesquisas, sugere-se a realização de estudos empíricos que investiguem as peculiaridades das escrituras de debêntures emitidas por diferentes empresas brasileiras, estabelecendo comparações e identificando a efetividade das cláusulas aqui analisadas.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, M. M. de. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BEBCZUC, R. N. **Información asimétrica em mercados financeiros: información y aplicaciones**. New York: Cambridge University Press, 2000.

BOOT, A. W. A. Relationship banking: what do we know? **Journal of Financial Intermediation**, v. 9, p 7-25, 2000.

BORGES, L. F. X.; BERGAMINI JR., S. O risco legal na análise de crédito. **Revista do BNDDES**, v. 8, n. 16, p. 215-260, 2001.

BRAGA, M. B. **Algumas considerações teóricas e implicações decorrentes da relação contratual entre credor e devedor sob a hipótese de existência de assimetria de informação**. Campinas: Unicamp, 2000.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **ANEXO 1 - Instrução CVM Nº 404**. 13 de fevereiro de 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst404.html>>. Acesso em 12 mar. 2016.

ESTEVES, M. L. **Fatores determinantes para a formação do spread de debêntures de empresas não financeiras**. 2014. 82 f. Dissertação (Mestrado em Administração estratégica) - FECAP - Faculdade Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, 2014.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**, 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Capital structure and the informational role of debt. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 2, p. 321-49, 1990.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n.4, p. 305-60, oct. 1976.

MENDES, A. P. S. **Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. 260 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2001.

PINTO, L. J. S.; FALCÃO, D. F.; MÓL, A. Emissão de debêntures e seu impacto nos indicadores de desempenho e financeiro. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 3, n. 8, 2015.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. Corporate Finance. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SAITO, R.; SHENG, H. H.; BANDEIRA, M. L. Governança corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil. **Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 3, set. 2007.

SANTOS, C. da S.; DIAS JR., J. M. Emissão de debêntures como alternativa de financiamento a longo prazo. In: CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 2002. **Anais...** Niterói, RJ. Disponível em: <www.latec.uff.br/anais>. Acesso em: 21 set. 2015.

SILVA, M. B.; GRIGOLO, T. M. **Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II**. Caderno Pedagógico. Florianópolis: UDESC, 2002.

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