

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM FINANÇAS

CAPTAÇÃO DE RECURSOS ATRAVÉS DA EMISSÃO DE BONDS

FERNANDA GOLBSPAN LUTZ

ORIENTADOR: GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER

PORTO ALEGRE, JULHO DE 2009.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM FINANÇAS

CAPTAÇÃO DE RECURSOS ATRAVÉS DA EMISSÃO DE BONDS

FERNANDA GOLBSPAN LUTZ

ORIENTADOR: GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER

MONOGRAFIA APRESENTADA À
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO –
PROGRAMA DE PÓS-
GRADUAÇÃO EM FINANÇAS
PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE
ESPECIALISTA EM FINANÇAS.

PORTO ALEGRE, JULHO DE 2009.

RESUMO

O mercado financeiro nacional vem sofrendo alterações na esteira das mutações da política monetária do país. A transformação da realidade econômica e a globalização dos negócios provocam constantes mudanças nas definições das alternativas mais atraentes para o investidor.

A utilização de capital estrangeiro passou a fazer parte da política de financiamento de desenvolvimento de empresas, e este fluxo financeiro, entre os captadores e investidores, pode ocorrer por diferentes meios, desde operações simples de empréstimos bancários até financiamentos de títulos negociáveis no mercado de capitais.

Empresas internacionais devem levar em consideração muitos fatores financeiros que não afetam as empresas puramente domésticas. Os mercados de câmbio fornecem informações e oportunidades para as tomadas de decisões de investimentos e financiamentos principalmente no longo prazo.

Baseado nestas conjunturas, este trabalho avalia o risco inerente à emissão de *bonds* (títulos de dívidas de longo prazo emitidos no mercado internacional) por parte do Grupo RBS, descrevendo o processo, apontando as vantagens e os ônus inerentes à operação. Emitidos em 2007 pela controladora RBS Zero Hora Editora Jornalística S.A., que reúne oito jornais impressos no Rio Grande do Sul e em Santa Catarina, os títulos serviram para alongar e reduzir o custo do endividamento atual.

Os recursos também ajudaram a financiar investimentos na área de TV digital, na modernização do parque gráfico e em projetos ligados à Internet. Hoje o grupo dispõe de quatro portais na web.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA	8
2.1	HISTÓRICO.....	8
2.2	PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO.....	8
2.2.1	Missão	8
2.2.2	Valores	9
2.2.3	Visão.....	9
2.3	PRODUTOS E SERVIÇOS.....	9
2.4	ESTRUTURA ORGANIZACIONAL	10
3	SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA	11
4	OBJETIVOS	12
4.1	OBJETIVO GERAL	12
4.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	12
5	JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA.....	13
6	REVISÃO DE LITERATURA.....	14
6.1	SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	14
6.1.1	Comissão de Valores Mobiliários.....	15
6.1.2	Banco Central	15
6.2	MERCADO DE CAPITALIS	16
6.2.1	Bolsas de Valores	16
6.2.2	Debêntures.....	16
6.2.3	Mercado Internacional de Ações.....	17
6.3	CAPTAÇÕES DE RECURSOS PRIVADOS NO EXTERIOR.....	18
6.3.1	Conceitos	18
6.3.2	Formas de captações de recursos	19
6.3.3	Bonds	20
6.3.4	Características do mercado de <i>bonds</i>	24
6.3.5	Rating	25
6.3.6	Participantes do Processo	26
6.3.7	Principais etapas	28
6.3.8	Relações de risco e retorno	28
6.3.9	Precificando um bônus.....	29
6.3.10	Operações indexadas ao real	31
7	MÉTODO	33
7.1	MÉTODO DE PESQUISA	33
7.2	COLETA DE DADOS	33
7.3	PROCESSAMENTO DOS DADOS COLETADOS	34

	5
7.4 ESTUDO DE CASO	35
8 ESTUDO DE CASO DO GRUPO RBS.....	36
9 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	43
9.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE A PESQUISA	43
9.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	44
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45
ANEXO A – ITINERÁRIO ROAD SHOW	47
ANEXO B – CARTA PARA O ROF	49

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho foi realizado no Grupo RBS, com o objetivo de estudar a emissão de *bonds* feita em julho de 2007. Essa forma de financiamento surgiu como alternativa a captações junto a bancos e aporte dos sócios, que podem ser limitados e/ou de custos elevados, inviabilizando investimentos em novos projetos. Sendo assim, desenvolve-se um estudo apresentando as vantagens e as desvantagens da emissão. Serão mesurados os custos envolvidos no processo e descritos quais são passos para as empresas que desejam emitir tais obrigações.

Os custos para a emissão de *bonds* variam de acordo com uma série de fatores, como a forma, volume, prazos de emissão e a classificação de risco da empresa emissora. Com dados disponibilizados pela empresa e premissas de mercado, serão comparados os riscos da operação da emissão de *bonds* com outras formas de captação de recursos.

Este recurso é uma forma de financiar o crescimento da empresa, vinculando o pagamento aos resultados obtidos em longo prazo. Para que isso ocorra, a empresa deve estar preparada para uma série de mudanças, adaptando-se às exigências do mercado.

Esta monografia está dividida em nove partes, iniciadas pela introdução. No decorrer dos capítulos são descritos os passos para a elaboração do projeto. No capítulo dois é apresentado o Grupo RBS, seu histórico, missão, valores, planejamento estratégico, estrutura organizacional e o mercado em que está inserido. Em seguida, tem-se a situação problemática, que identifica o foco da pesquisa e salienta a questão a ser tratada, os objetivos do trabalho que definem o seu propósito e a justificativa do tema, que demonstra a oportunidade, viabilidade e a importância do projeto.

No capítulo seis é abordada a revisão teórica que introduz conceitos de diferentes autores sobre o Sistema Financeiro Nacional, mercado de capitais, formas de captação de recursos em escala mundial e o processo de emissão de *bonds*.

A metodologia, no capítulo sete, demonstra as formas de coleta de dados e cálculos para a resolução da questão de pesquisa, sendo exposta de forma que atenda aos objetivos gerais e específicos propostos.

Tendo conhecimento dos materiais e documentos apresentados, o passo seguinte é a análise dos resultados. Neste capítulo são descritas as informações coletadas.

Por fim, no capítulo nove, são apresentados os resultados da pesquisa, considerações finais e apêndices.

2 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

O estudo foi realizado no Grupo RBS, a maior e mais antiga afiliada da Rede Globo e o segundo maior grupo editor de jornais do Brasil, contando com um número aproximado de seis mil colaboradores. Com cinquenta anos de fundação, a empresa permanece buscando o crescimento e atualização constante para manter a posição de líder nos mercados onde atua.

2.1 Histórico

O Grupo RBS foi fundado em 1957, quando Maurício Sirotsky Sobrinho assumiu, como sócio diretor, a Rádio Gaúcha. Cinco anos depois, Jayme Sirotsky associa-se ao irmão e tem-se o início da empresa familiar. Neste mesmo ano foi inaugurada a TV Gaúcha em Porto Alegre e, em 1970, foi comprado o jornal Zero Hora.

Durante a década de 70, o grupo iniciou sua fase de crescimento no mercado, adquirindo diversas rádios e TV's nos estados de Santa Catarina e Rio Grande do Sul, entre elas: TV Erechim, TV Pelotas, TV Florianópolis, TV Joinville, Radio Atlântida FM de Porto Alegre e Radio Atlântida FM de Santa Maria. Nos próximos vinte anos, é dada continuidade a fase consolidação da empresa, incorporando novos jornais, rádios e emissoras de televisão e em 1987 é constituída a Fundação Maurício Sirotsky Sobrinho. No ano 2000, a empresa lança o portal de internet.

2.2 Planejamento Estratégico

O planejamento estratégico do Grupo RBS, é apresentado a partir da sua missão, valores e visão.

2.2.1 Missão

Facilitar a comunicação das pessoas com o seu mundo.

2.2.2 Valores

A empresa tem como valores:

- Ética e Integridade;
- Liberdade e Igualdade;
- Desenvolvimento pessoal e profissional;
- Satisfação do cliente;
- Compromisso social e comunitário;
- Responsabilidade Empresarial;
- Responsabilidade Social.

2.2.3 Visão

A visão de futuro da empresa de “Ser uma das melhores empresas de mídia do Brasil, com classe mundial” expressa a vontade de se tornar uma referência no ramo da comunicação, no Brasil e no exterior.

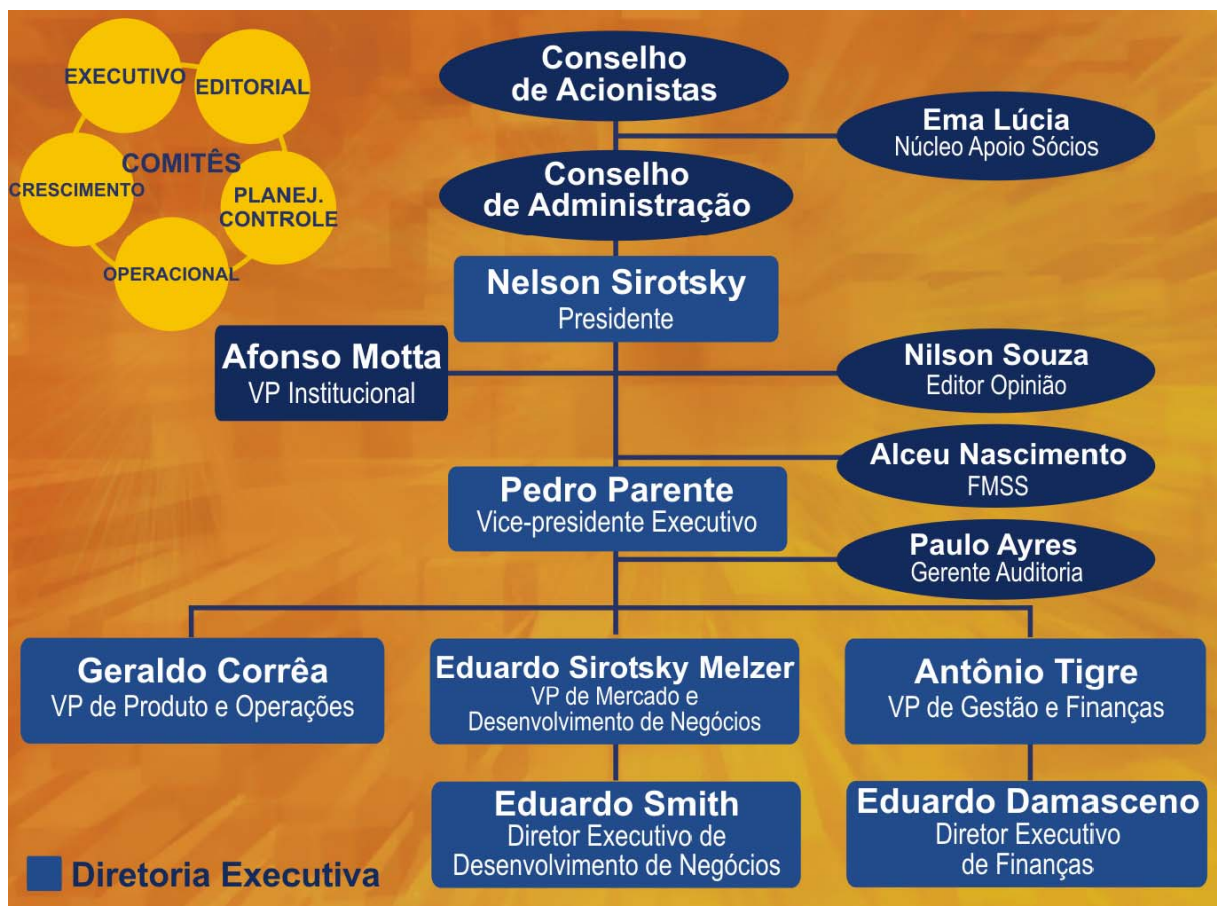
2.3 Produtos e Serviços

A plataforma do grupo é composta por: oito jornais, vinte e cinco emissoras de rádio, duas emissoras de TV comunitária, dezoito emissoras de televisão, quatro portais de internet, uma agência de mobile marketing, uma gravadora, uma editora, uma empresa de logística, uma empresa de marketing e eventos voltada para o segmento jovem e uma fundação de responsabilidade social.

A RBS atua em seis estados brasileiro, com 99,9% de cobertura no Rio Grande do Sul e Santa Catarina, trabalhando com um modelo de comunicação de alta interatividade com o consumidor. É uma empresa de comunicação multimídia pioneira no modelo regional de televisão no país, abrangendo 10% do mercado nacional de televisão.

2.4 Estrutura Organizacional

O organograma do Grupo RBS demonstra que, atualmente, a instância máxima da empresa é o conselho de acionistas que é composto por membros das três famílias detentoras do capital.



3 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA

Num mundo em constante transformação, as empresas devem estar preparadas para se adequar em todos os momentos. Seja pela entrada de novos concorrentes, produtos ou tecnologias, se não estiver pronta para adaptar-se à novas situações exigidas pelo mercado, estará fadada ao fracasso.

No planejamento estratégico de uma empresa a forma de captar recursos é uma questão de extrema importância. Qual o percentual de capital próprio e capital de terceiros mais adequado? Que linhas de crédito estão disponíveis? Quais são os custos? Quanto e quando é o melhor momento? Essas questões são levantadas por grande parte das empresas, porém não existe uma resposta padrão para todas, e sim, busca-se a melhor resposta que irá suprir as necessidades de cada organização. Neste cenário, para a escolha da fonte de recursos mais adequada, é fundamental que se tenha uma estimativa das opções de financiamento disponíveis, não apenas no mercado nacional como internacional.

Por ser um canal para captação e uma importante opção de financiamento das necessidades de recursos, empresas de diferentes segmentos vêm se estruturando para a emissão de títulos no mercado internacional.

Baseando-se nessas informações, a questão central deste trabalho consistirá em analisar o processo de emissão de *bonds* pela empresa RBS Zero Hora Editora Jornalística no ano de 2007.

4 OBJETIVOS

No capítulo a seguir serão introduzidos os objetivos que a pesquisa procura atingir, apresentando o propósito deste trabalho e os passos necessários para a sua realização.

4.1 Objetivo Geral

O trabalho tem como objetivo analisar a captação de recursos através dos *bonds* emitidos pela empresa RBS Zero Hora Editora Jornalística S.A. no ano de 2007.

4.2 Objetivos Específicos

- a) Sintetizar teorias e conceitos relevantes, relacionados com o tema da pesquisa;
- b) Coletar dados e informações sobre a captação de recursos em empresas privadas;
- c) Avaliar o processo da emissão de *bonds* feito pela empresa; e
- d) Identificar divergências, apresentar justificativas e conclusões sobre o assunto.

5 JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA

Cada vez mais, o financiamento através de títulos negociáveis vem crescendo no mercado internacional. Ainda assim, são escassas as análises confrontando as diferentes formas de captação de recursos para as organizações, tornando oportuno buscar o aprofundamento da compreensão sobre os fatores que influenciam a escolha.

Para fazer este estudo, é necessário que sejam levados em consideração todos os fatores que envolvem o mercado de títulos de dívida, opções de empréstimos, instituições que o regulamentam, participantes dos processos, ferramentas e técnicas de análise.

A viabilidade para a elaboração desta pesquisa se dá devido todas as informações relevantes sobre o processo de emissão destas obrigações estarem disponíveis no banco de dados do Grupo RBS.

A escolha do tema tem como principal razão a busca por alternativas de captação de recursos para investimentos. Em um momento de grande visibilidade da bolsa de valores, na qual diversas empresas estão se capitalizando e crescendo a partir da abertura de capital, um estudo sobre as opções de crédito para o Grupo RBS se torna interessante.

A oportunidade de realizar a pesquisa se deve à necessidade de captação de recursos por parte do Grupo RBS. Para concretizar este estudo é necessário identificar o funcionamento da emissão de *bonds*, bancos que se destacam com este procedimento, garantias da operação, como o processo se desenvolve, assim como outras empresas que já fizeram processos semelhantes nas bolsas de valores de outros países. O mercado de títulos de dívida caracteriza-se por diferentes estruturas para satisfazer as necessidades do mais diversos emitentes e investidores.

6 REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo apresenta a fundamentação teórica adotada para subsidiar o estudo proposto. São apresentados conceitos de diferentes autores relacionados com o tema, servindo para orientar a coleta e a análise de dados.

Após breve introdução a respeito do Sistema Financeiro Nacional e seus órgãos regulamentadores, serão apresentados o mercado de capitais, as diferentes formas de captação de recursos no mercado internacional e o processo de emissão de *bonds*.

6.1 Sistema Financeiro Nacional

Segundo Assaf Neto (2001), o Sistema Financeiro Nacional é o conjunto de instituições e instrumentos financeiros que visam a transferência de recursos dos agentes econômicos superavitários para os deficitários. Esse processo de distribuição de recursos tem função econômica e social já que direciona ao setor produtivo, os recursos de poupança disponíveis em poder de agentes econômicos. Fortuna (2005), o define como o conjunto de instituições que se dedicam para oferecer condições satisfatórias para a manutenção do fluxo de recursos entre os poupadores e investidores

O autor divide a estrutura do Sistema Financeiro Nacional em dois grandes subsistemas: normativo e de intermediação. No subsistema normativo estão inseridos o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e Instituições Especiais (Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e Caixa Econômica Federal). No subsistema de intermediação estão inseridos as Instituições Financeiras Bancárias, Instituições Financeiras Não Bancárias, Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, Instituições Auxiliares e Instituições Não financeiras.

6.1.1 Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, tem o objetivo de assegurar o funcionamento eficiente dos mercados de bolsa e balcão, proteger os titulares de valores mobiliários, evitar fraudes e disponibilizar informações ao público sobre valores mobiliários e companhias que participam do mercado.

A entidade exerce um papel de extrema relevância na fiscalização do mercado de capitais. Nenhum processo de abertura de capital, emissão de novas ações, emissão de debêntures ou outros títulos mobiliários pode ocorrer sem prévia aprovação pela CVM. Além disto, a autarquia fiscaliza o cumprimento das obrigações legais por parte das sociedades por ações de capital aberto, das corretoras de valores mobiliários e fiscaliza, inclusive, a própria BOVESPA, (CVM, 2009).

Entre suas atribuições, a CVM tem poderes para suspender negociações de títulos, colocar a Bolsa de Valores em recesso, cancelar registros, apurar atos legais mediante inquérito administrativo, examinar documentos, exigir informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública e obrigar companhias abertas a republicar seus demonstrativos financeiros com correções, (CAVALCANTE e MISUMI, 2002).

6.1.2 Banco Central

Fortuna (2005) descreve o Banco Central – BACEN, como autarquia federal com a missão de ser o agente da sociedade que deve assegurar o equilíbrio monetário com a responsabilidade de cumprir e fazer cumprir as disposições que regulamentam o funcionamento do sistema financeiro.

Resumidamente pode-se afirmar que é através dele que o Estado intervém diretamente no sistema financeiro e indiretamente na economia. Cavalcante e Misumi (2002), o definem como o banco dos bancos, gestor do sistema financeiro que financia o Tesouro Nacional, administrando a dívida pública e responsável pela emissão do dinheiro e serviços de circulação deste, assim como o controle e fiscalização do crédito e do capital estrangeiro.

6.2 Mercado de Capitais

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários. Tem grande importância, pois faz a ligação entre os agentes que tem capacidade de poupança e os carentes de recursos de longo prazo. Além disso, proporciona a liquidez dos títulos que podem ser negociados. (FORTUNA, 2005)

6.2.1 Bolsas de Valores

As Bolsas de Valores constituem-se em associações civis sem fins lucrativos, com o principal objetivo de manter o local em condições adequadas para a realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários entre seus membros (formados por sociedades corretoras membros). Entre suas preocupações podemos citar a preservação dos valores éticos nas negociações realizadas em seu âmbito e a divulgação rápida e eficiente dos resultados de todas as transações efetuadas. Seu objetivo principal é proporcionar liquidez aos títulos negociados, atuando por meio de pregões contínuos, (ASSAF NETO, 2001).

O Brasil possui apenas único centro de negociação de ações, a Bolsa de Valores de São Paulo, Bovespa, que se destaca como a principal da América Latina. A Bovespa foi fundada em 1890, mas apenas depois das reformas institucionais do mercado financeiro brasileiro, na década de sessenta, é que passou a ter sua forma atual. Nela pode-se atuar em três mercados: mercado à vista, termo e opções (BOVESPA, 2009).

6.2.2 Debêntures

Para Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000) as debêntures são títulos da dívida de uma empresa utilizados para financiamentos de médio e longo prazo, gerando juros, prêmios e outros rendimentos fixos ou variáveis que são acordados em escritura.

Lameira (2000) as define como títulos de endividamento emitidos por companhia aberta em favor do investidor, com rentabilidade média de índice de correção de preços acrescido de taxa de juros de mercado. Quanto à garantia das debêntures, o autor afirmar que podem se reais como bens ou flutuante, com privilégios sobre os ativos da empresa. Também pode ser feita sem garantias, chamadas de debênture subordinada ou quirografária.

O prazo de vencimento de uma debênture pode ser determinado, indicando uma data para o pagamento do principal ou indeterminado, chamado também de perpétuo, que fica condicionado a eventos expressos na escritura.

Assaf Neto (2001) complementa o conceito afirmando que os recursos provenientes de sua emissão são destinados ao financiamento de capital de giro e fixo das empresas, tendo suas operações normatizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Os juros podem ser pagos periodicamente, geralmente com prazo superior a um ano, ou no momento do resgate.

6.2.3 Mercado Internacional de Ações

Roberts (2000), define a negociação de ações domésticas como tarefa tradicional das bolsas de valores, porém, a negociação de ações internacionais surge como fenômeno recente.

Empresas internacionais têm a chance de levantar fundos em diferentes mercados de capitais quando possuem ações cotadas em bolsas estrangeiras. As principais multinacionais já têm ações listadas em diversos países. Esta integração internacional dos mercados é restringida pelas variadas práticas contábeis dos países e falta de familiaridade entre as empresas estrangeiras.

Brealey e Myers (2005), complementam essa idéia citando o fato de que determinadas empresas nem sequer negociam suas ações em seu país de origem por acreditarem que possam obter melhor preço em outras bolsas do mundo. Companhias que têm interesse no exterior precisam estar cientes do risco político e das flutuações monetárias, exigindo com que o seu gestor financeiro internacional lide com taxas de juros, inflação e moedas diferentes.

6.3 Captações de recursos privados no exterior

Conforme Fortuna (2005) até o início da década 80 praticamente todas as captações de recursos privados no exterior eram feitas através de empréstimos e financiamentos bancários internacionais. Nos anos 90 este fluxo externo passou a ocorrer na forma de emissão de títulos de dívida exterior.

Entre os grandes atrativos para emissões no mercado externo pode-se citar: o maior prazo de vencimento, as baixas taxas de juros e a grande liquidez do mercado. Assim, diversas empresas utilizam o mercado global para alongamento das dívidas.

6.3.1 Conceitos

Ross (2002) explica que uma obrigação é um certificado que indica que um tomador de recursos deve uma quantia especificada, e, para devolvê-la, este concorda em fazer pagamentos de juros e principal em datas estipuladas. As obrigações domésticas são emitidas pelas empresas em seu próprio país, já as estrangeiras são emitidas em um mercado de outro país, tradicionalmente na moeda deste, com algumas distinções. São classificadas conforme o seu risco de crédito e, na maioria das vezes, são nominativas, tornando-se menos atraentes para os investidores.

O autor apresenta o conceito de obrigações estrangeiras, que são emitidas por tomadores estrangeiros no mercado de capitais de um outro país, sendo, em geral, denominadas na moeda deste país. Este país na qual essas obrigações são emitidas tradicionalmente fará distinções entre elas e as obrigações emitidas por tomadores domésticos em termos de tributação, restrições ao montante que pode ser emitido e na divulgação de informações.

Garantia é o termo genérico para representar os ativos oferecidos como cobertura do pagamento de uma dívida. A segurança de um título garantido depende da capacidade

financeira do emitente. Os termos da garantia podem determinar que o garantidor garanta o pagamento dos juros e/ou repagamento do principal. (FABOZZI, 2000)

Downes (1993) explana o conceito de *spread* como a diferença entre os rendimentos oferecidos em operações de títulos de dívida. Seu cálculo pode ser entre títulos de mesma qualidade e diferentes prazos (o *spread* entre títulos de curto prazo a 10% e títulos a longo prazo a 14% é de 4 pontos percentuais) ou títulos de diferentes qualidades mas com a mesma data de vencimento (*spread* entre um obrigação do Tesouro de longo prazo a 14 % e uma obrigação de longo prazo a 17 % de uma companhia com classificação B é de 3 pontos percentuais).

O autor explica também a denominação do termo *yield* como o retorno sobre o investimento de capital de um investidor. É a taxa percentual do retorno pago. Assim, o *yield spread* é a diferença de rentabilidade entre diversas obrigações, com diferentes qualidades de crédito, pois emissões com as mesmas datas de vencimento e igual qualidade, em geral, oferecem os mesmos rendimentos.

Eitteman (2002) define o termo euromoeda como o dinheiro depositado em um centro financeiro que não seja o do país cuja moeda esteja envolvida. O mercado de euromoedas inclui eurolibras, euroienes e eurodólares e tem sido tradicionalmente utilizado por empresas para obter empréstimos bancários internacionais.

6.3.2 Formas de captações de recursos

Eitteman (2002) divide o mercado internacional para a venda de instrumentos de dívida negociáveis de curto ou médio prazo (euronotas) em dois tipos: emissões com subscrição e emissões sem subscrição, que podem ser utilizadas para a venda e distribuição de *euro-commercial paper* (ECP) ou *euro-medium-term-notes* (EMTNs).

A ECP é uma obrigação de débito de curto prazo tipicamente de um, três ou seis meses. Este papel é vendido normalmente com desconto ou com um cupom determinado. Mais de 90% destas emissões em circulação são denominadas em dólar.

As EMTNs possuem características semelhantes a um *Bond*, tendo um valor principal, uma data de vencimento, estruturas de cupom e taxas. Seus vencimentos variam de nove meses a no máximo dez anos e seus cupons são pagos em geral semestralmente em datas estabelecidas sem considerar a data de emissão.

Estas emissões podem ser feitas de maneira contínua durante um período de tempo, em denominações relativamente pequenas de U\$ 2 milhões a U\$ 5 milhões, tornando-se mais flexíveis do que o mercado de *bonds* que é basicamente feito de uma só vez e em valores mais altos.

Entre as formas de colocação para vendas destas notas promissórias podemos citar: *revolving underwriting facilities* (RUFs), *note issuance facilities* (NIFs) e *standly note issuance facilities* (SNIFs), que são providenciadas por bancos comerciais e de investimentos internacionais. Essas *facilities* são compromissos de médio prazo (três a sete anos) destes bancos para subscrever e distribuir euronotas.

6.3.3 *Bonds*

Segundo Fabozzi (2000) o mercado de *eurobonds* se caracteriza por novas e inovadoras estruturas para acomodar as necessidades particulares dos emitentes e investidores. Os custos da emissão variam conforme uma combinação de fatores entre eles: forma, volume, prazos da emissão (definidos entre o gestor líder e o emissor) e classificação de risco da empresa emissora (definido pela empresa de *rating*).

Bonds domésticos são títulos de dívida emitidos em um país por sua instituição local e negociados por investidores locais em sua bolsa de valores. *Bonds* estrangeiros são títulos emitidos no mercado de capitais de um país que não o da empresa emitente e obedecem as normas deste mercado.

Global Bonds são emitidos simultaneamente em diversos mercados, podendo ser negociados na mesma moeda do país emissor. Esta emissão é altamente atraente por ser feita

em grandes emissões distribuídas de forma diversificada, ter alta liquidez no mercado secundário internacional e levantar grandes montantes de capital a taxas razoáveis, dependendo das condições de mercado.

Um bônus estrangeiro é subscrito por um sindicato composto por membros de um mesmo país, vendido principalmente dentro daquele país e denominado em sua moeda. Este sindicato é composto, em geral, por um grupo de banqueiros e seguradoras que trabalham juntos temporariamente no projeto. O emissor, entretanto é de outro país.

Bônus corporativos com cupom são dívidas que obrigam uma corporação a pagar juros periódicos com repagamento total no vencimento. As promessas do emitente e os direitos dos investidores são estabelecidos na escritura da emissão. Provisões a serem especificadas incluem cláusulas de resgate antecipado e fundos de amortização, assim como limitações quanto a dívidas adicionais e poderes de administração.

As exigências de fundos de amortização impõem que o emitente resgate uma parcela especificada da emissão a cada ano, podendo ser delineado para liquidar toda a emissão até a data de vencimento ou pode ser arranjado para pagar apenas uma parte do total ao final do período.

Eurobonds são títulos lançados no exterior, para a captação de recursos em valores elevados, por empresas nacionais com penetração internacional. Suas emissões são geralmente em vários mercados e para investidores de diversos países. São denominados “euro” por serem emitidos em moeda diferente da moeda do país da colocação.

O eurobônus é subscrito por um sindicato internacional de bancos e outras empresas de investimento e é vendido exclusivamente em países que não sejam o país em cuja moeda a emissão é denominada.

Suas emissões são normalmente feitas por companhias multinacionais, grandes companhias domésticas, governos, empresas estatais e instituições internacionais, através de um sindicato internacional de bancos e outras empresas de investimentos. São oferecidos e

negociados simultaneamente em vários mercados de capitais nacionais, mas não no mercado de capitais ou para residentes do país em cuja moeda o bônus é denominado. A maioria das emissões são em forma ao portador com condições de recompra e fundos de amortização.

O autor divide os títulos de dívida em quatro categorias conforme o seu prazo de vencimento:

- *Money Market*: emissões com vencimento de um ano ou menos (mercado monetário);
- *Notes*: emissões com prazo acima de um ano, mas menores que dez anos;
- *Bonds*: obrigações de longo prazo com vencimento acima de dez anos;
- Títulos de dívida sem prazo definido são chamados de *consols* ou *bonds* perpétuos.

De acordo com o boletim BIS publicado em junho de 2006, em 1997 a Argentina se tornou o primeiro país a emitir títulos em sua própria moeda (na época o peso estava indexado ao dólar). Em 2004, o Uruguai, seguido pela Colômbia, emitiu também seus títulos na moeda do país. Em 2005 um houve substancial volume de captações no exterior por meio de *bonds* e *notes* devido a alta liquidez e demanda do mercado internacional, principalmente por títulos de empresas brasileiras, e, neste mesmo ano, o governo brasileiro emitiu seus títulos em reais. As estruturas de *global bonds* em moeda do país emissor ajudam os emissores do mercado emergente a reduzirem sua vulnerabilidade às variações de sua moeda.

Na maioria das vezes, as emissões das instituições financeiras no mercado internacional apresentaram um maior volume que as emissões de governos e empresas, contrariando assim a idéia que os governos são os maiores emissões no mercado internacional

Mesmo com as vantagens apresentadas pelas captações de *bonds* no exterior, existe o risco de variação cambial e desvalorização do real frente às outras moedas. Assim, por causa do alto custo de *hedge* (proteção contra as variações da taxa de câmbio) contra a desvalorização do real, muitas empresas continuam relutantes em captar em dólares no exterior. Empresas exportadoras, que possuem um *hedge* natural ao manterem recebíveis em

moeda estrangeira, são as mais fortes candidatas a realizar operações em dólar no exterior, bom como as instituições financeiras para repasses no mercado interno. (EITEMAN, 2002)

Ross (2002) explica que os *eurobonds* podem ser distribuídos ao público ou em colocações fechadas. Um lançamento público compara-se à oferta pública de títulos de dívida nos mercados domésticos, não havendo restrições para compra e qualquer investidor de qualquer classe no mercado pode ser contatado e adquirir o papel lançado. Uma colocação privada ocorre quando somente os acionistas ou investidores qualificados podem adquirir o papel.

As obrigações são vendidas por um tomador de recursos a um grupo de bancos gerenciadores, que por sua vez, as vendem a outros bancos, que são divididos entre lançadores e vendedores. Ambos os grupos as vendem a distribuidoras de valor e fundos de investimentos. Os bancos gerenciadores também atuam como lançadores e vendedores. Os lançadores geralmente vendem os eurobônus comprometendo-se a adquirir as obrigações a um preço previamente negociado e procuram vendê-las a um preço mais alto no mercado.

Por não possuírem garantias, os eurobônus geralmente são emitidos por instituições de alta classificação de crédito com pagamentos de cupom anuais, semestrais ou cupom zero. Há também emissões que pagam juros em uma moeda, mas o principal em moeda diferente, denominadas *bonds* de dupla moeda e favorecem o detentor (ou emissor) ao minimizar o risco de variação cambial nos fluxos de pagamentos. Outros tipos de eurobônus são: obrigações simples, notas com taxa flutuante, obrigações conversíveis e obrigações com lastro em empréstimos hipotecários.

O autor afirmar que grande parte das emissões de *bonds* eram feitas em dólares norte americanos, no entanto, a partir da formação da comunidade européia e da unificação das diversas moedas em uma única, o euro, as emissões em dólares cederam parte do seu espaço. Ainda assim, atualmente o mercado de títulos de dívida internacional é praticamente dominado por emissões em euro ou dólar.

Luxemburgo e Londres destacam-se por serem os principais núcleos financeiros onde são lançadas e registradas novas emissões e como principais locais para a negociação de títulos no mercado secundário. A bolsa de Luxemburgo (Luxembourg Stock Exchange – LSE) é o maior centro internacional de *bonds*, ações e fundos de investimentos listados. (LSE, 2009)

6.3.4 Características do mercado de *bonds*

A taxa de juros utilizada como base para o cálculo do pagamento dos juros dos *bonds* emitidos indica o retorno nominal do título. O retorno dependerá de uma combinação de juros prometidos e do valor de compra do título (que poderá ser realizada com ágio ou deságio sobre o seu valor de face). Sua emissão ocorre fora do alcance das restrições existentes para obrigações domésticas e as suas negociações podem ser em qualquer lugar onde haja um comprador e um vendedor. (FORTUNA, 2005)

Ross (2002) apresenta os tipos de lançamentos conforme as suas taxas de juros, que podem ser fixas (*Fixed Rate Notes*) ou flutuantes (*Floating Rate Notes*):

- Juros fixos: possui um cupom fixo, datas de vencimentos estabelecidas para o pagamento dos juros e pagamento total do principal no vencimento. Sua taxa incorre anualmente ou semestralmente;
- Juros flutuantes: remuneração expressa em relação a uma taxa de juros referencial acrescida, em geral, de um prêmio pelo risco. Os pagamentos dos juros são ajustáveis, geralmente pagos semestralmente;
- Sem pagamento de juros: não ocorre pagamento da taxa de juros de cupom, por ser emitido pelo valor de face, mas vendido com desconto, refletindo o valor presente do título, descontado na curva de taxas de juros vigente no mercado

O valor nominal ou valor de face do título em geral assume valores de \$ 1.000 ou múltiplos desse valor, para representar o valor original da obrigação no vencimento.

A data de vencimento é considerada a data ou número de anos que um título vence, ou seja, quando ocorre o pagamento do principal ao investidor.

6.3.5 *Rating*

A exceção de pequenas emissões ou títulos de algumas atividades específicas, a maioria das emissões destas obrigações de empresas e governos são classificadas por uma ou mais agência de classificação de risco (agências de *rating*). Estas agências avaliam a qualidade de crédito de uma emissão, proporcionando informações sobre a capacidade de pagamento do fluxo de caixa do emitente e as garantias dadas.

Através destas classificações, os investidores comparam os riscos de um título com outros e avaliam a relação risco e retorno através da sigla que define a capacidade financeira de uma emissão. As principais agências de classificação são: Moody's Investors Service, Standard & Poor's Corporation, e Fitch Investors Service. Em geral as três empresas definem o mesmo *rating* para uma mesma emissão.

O emissor dos bônus paga uma tarifa para esta classificação, que é feita através de informações tanto de fontes disponíveis publicamente, como de demonstrações financeiras e outros materiais obtidos através do emissor. Sendo assim, é feito um *rating* preliminar, que é informado ao emissor, para este ter a oportunidade de fazer comentários e apresentar informações adicionais. Depois que a agência determina o seu *rating* final, o emissor pode decidir se deseja a sua publicação ou não. (ROSS, 2002)

O *rating* original impacta diretamente na liquidez e na taxa de juros efetiva de um título. É relacionado com a rentabilidade, o tamanho e a cobertura dos fluxos de caixa assim como com o grau de alavancagem financeira e a instabilidade nos resultados da empresa.

Eiteman (2002) explica ainda que os compradores de eurobônus não confiam apenas nos *ratings* e em uma análise das demonstrações financeiras, a reputação da empresa emissora e dos seus acionistas é um importante fator na escolha de investimento. Desta forma,

companhias maiores e mais conhecidas, empresas estatais e governos normalmente obtêm taxas de juros mais baixas.

Títulos com excelente classificação são chamados de *investment grade*. Normalmente são emitidos por instituições que tem pouco ou nenhum risco de não honrar seus compromissos de pagamento de fluxos de caixa.

Ross (2002) apresenta o conceito de *junk bonds* (ou *high yield bonds*) como obrigações com *rating* da Standard & Poor's igual ou inferior a BB, ou com *rating* Ba ou inferior da Moody's. São obrigações conhecidas pelos juros elevados e de baixa qualidade. Como possuem elevada classificação de risco, os investidores exigem um retorno bem acima do mercado para suportar esse risco adicional. Sua emissão adquiriu maior importância após começarem a ser usadas para financiar fusões e outras operações de reestruturação societária, crescendo muito desde a década de 80 e, com isso, aumentando do interesse do público por esta modalidade de financiamento.

6.3.6 Participantes do Processo

Fabozzi (2005) explica que os *eurobonds* são subscritos através de um grupo de bancos de investimento internacionais e colocados em diversos países simultaneamente, proporcionando elevado fundo de recursos para a compra dos títulos. Os gestores líderes vendem os *bonds* para grandes subscritores ou distribuidores, que os revendem para investidores finais. Em geral, os emissores procuram um banco de investimento especializado em subscrever títulos no exterior para ser o gestor líder do processo de emissão.

Investidores com diferentes objetivos participam do mercado de *eurobonds*. Podem ser definidos como investidores de varejo (de pequeno porte), que não negociam muito com títulos e quando o fazem são valores pequenos feitos por cliente de bancos de investimentos, ou institucionais (empresas de seguradoras, de previdência, bancos comerciais, fundos de pensão, fundos de investimentos), que procuram diversificar suas carteiras em termos de moedas estrangeiras bem como aproveitar um mercado líquido que absorve grande montante de recursos. Investidores institucionais representam cerca de 90 a 95% das negociações.

Os investidores analisam se o emissor consegue preservar um aceitável nível de endividamento e honrar suas dívidas relacionadas à emissão. Como os *bonds* são emitidos ao portador, o nome e país de residência do proprietário do título não constam no certificado.

Diferente dos investidores, os emissores são visíveis para todos os participantes através de demonstrações financeiras, análises do mercado e *rating* das emissões, criando assim uma imagem pública da companhia. Consciente da importância desta imagem, os organizadores e líderes das emissões insistem em processos de *Road show* para introduzir um novo emissor no mercado global de investidores.

O autor afirma que os emissores se motivam a utilizar o mercado internacional por diversas razões, entre elas: o menor número de cláusulas contratuais e de documentos, a facilidade e rapidez do processo, há inexistência de restrições na frequência ou tamanho das emissões e a maior diversidade de instrumentos disponíveis para os participantes.

Em geral, governos têm limitações menos severas para títulos denominados em moedas estrangeiras e vendidos dentro de seus mercados, como uma menor exigência de transparências, ocasionando uma maior flexibilidade no processo.

No Brasil, a maior parte dos emissores de eurobônus são empresas de maior porte que já possuem ações negociadas em bolsas ou certo grau de internacionalização de suas atividades. Empresas de menor porte têm um difícil acesso ao mercado, por não possuírem uma imagem internacionalizada, e por isso precisam oferecer altos retornos de seus títulos aos investidores.

Os intermediários do processo são em geral corretoras, bancos múltiplos ou bancos de investimentos, que desempenham papel essencial para o sucesso de uma colocação de títulos e a continuação de liquidez do papel no mercado secundário. São ativos no processo de corretagem, na formação de mercado, no mercado secundário de um *eurobond* já existente e na elaboração e colocação dos papéis ao público investidor em novas emissões.

6.3.7 Principais etapas

Fortuna (2005) apresenta três passos principais para a emissão de *bonds* no mercado internacional. Primeiramente o emissor deve escolher uma instituição financeira de confiança, para assim obter os melhores preços da emissão. Este banco coordenador levantará as condições do mercado internacional para a empresa.

Em seguida tem-se o trabalho preparatório, onde bancos, advogados e os principais executivos da organização se reúnem para estabelecer a estratégia e as perspectivas do lançamento dos papéis. É estabelecido um parâmetro de taxa, porém esta só é definida quando os títulos chegam ao mercado.

Por último tem-se a fase do lançamento, onde o banco coordenador analisa o mercado mais uma vez antes de efetivamente lançar os papeis.

6.3.8 Relações de risco e retorno

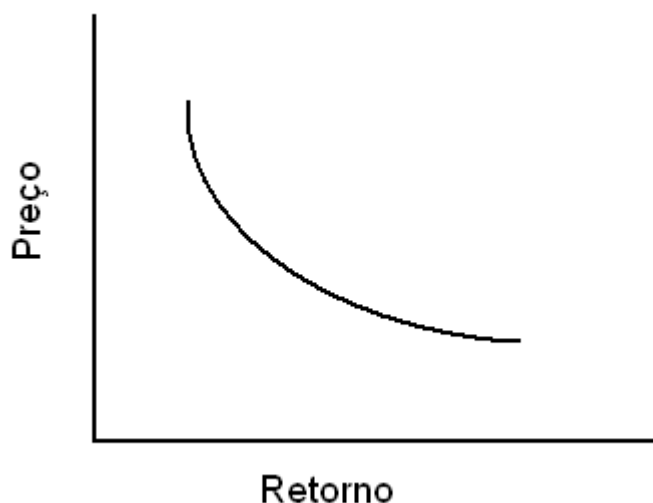
Fabozzi (2000) explica que as principais características que afetam a volatilidade de preço de um bônus são:

- Prazo de vencimento: quanto maior o prazo, maior a volatilidade de preço;
- Taxa de cupom: a volatilidade de preço de um bônus é maior quanto menor for a taxa de cupom;
- Liquidez: quanto maior a sua liquidez, menor o retorno exigido pelos investidores.

Quando um investidor compra um bônus denominado em moeda estrangeira, o retorno a ser realizado consistirá de dois componentes: o retorno local (resultante dos pagamentos de cupons, receitas de reinvestimentos e lucros/prejuízos) e a conversão dos fluxos de caixa em moedas estrangeiras para a sua moeda (alterações na taxa de câmbio). O risco de câmbio da

moeda estrangeira é o risco de que ela seja desvalorizada em relação à moeda local do investidor.

O gráfico abaixo demonstra a relação de preço/retorno de acordo com Fabozzi (2002):



A medida que o retorno exigido cresce, o preço de um bônus livre de opções diminui. Conforme observado, o retorno não é linear, a forma da relação preço/retorno para qualquer bônus livre de opções é denominada convexa.

O preço de um bônus irá se alterar ao longo do tempo, devido a mudanças do risco de crédito percebido do emitente, a aproximação da data de vencimento ou uma variação nas taxas de juros praticadas pelo mercado.

6.3.9 Precificando um bônus

Conforme Fabozzi (2002), o preço de qualquer instrumento financeiro é igual ao valor presente de seus fluxos de caixa esperados. Sendo assim, para definir o preço, é necessária uma estimativa dos fluxos de caixa esperados e do rendimento adequado exigido.

Para obter estas estimativas é preciso determinar o valor dos pagamentos periódicos de juros de cupons até a data de vencimento e do valor a ser pago na data de vencimento. O retorno exigido é calculado conforme a análise da curva dos retornos oferecidos por bônus

comparáveis (em termos de qualidade e prazo) no mercado. Este retorno é expresso como uma taxa de juros anual.

Calculando-se o valor presente dos pagamentos periódicos dos cupons e o valor presente do valor ao par ou de vencimento, na data de vencimento, é possível obter a precificação de um bônus. De maneira geral, este preço pode ser calculado através da aplicação da seguinte fórmula:

$$P = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^t}$$

$$P = \sum \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

Onde:

P = preço em moeda;

n = número de períodos (números de anos vezes 2);

C = pagamento de cupom semestral em moeda;

r = taxa de juros periódica (retorno anual exigido dividido por 2);

M = valor no vencimento;

t = periódico de tempo para o recebimento do pagamento.

Damodaran (2004) explica que o pagamento de um principal ocorre geralmente quando o título vence, porém algumas empresas estabelecem uma série de acordos para facilitar o ressarcimento deste principal. São criados fundos de amortização, nos quais

reservam um montante fixo periodicamente, para juntar o valor a pagar na data de vencimento.

Apesar deste fundo de amortização criar uma obrigação de caixa para a empresa, suas vantagens incluem um risco percebido mais baixo e taxas de juros mais baixas sobre os títulos, além de ajudar a garantir o bom funcionamento do fluxo de caixa quando se aproximam as datas de vencimento.

6.3.10 Operações indexadas ao real

Se uma empresa brasileira decide captar recursos no mercado internacional com denominação em reais, eliminará a necessidade e os custos inerentes às operações de *hedge* contra a valorização da moeda estrangeira, pois a sua dívida externa ficará automaticamente indexada ao real.

Este vínculo com a moeda nacional permite que a empresa emissora transfira todo risco da variação cambial para o investidor não residente, permitindo que ela capte recursos em reais por prazos muito superiores, podendo assim, muitas vezes, pagar uma remuneração inferior àqueles disponíveis nos títulos negociados no mercado local.

As empresas brasileiras podem captar recursos no exterior emitindo títulos denominados em moeda nacional conforme a Resolução 3.221/2004 do Conselho Monetário Nacional (CMN). A Resolução “Estabelece condições para registro de recursos captados no exterior, mediante emissão de títulos denominados em Reais, no mercado internacional”.

Com isso, empresas brasileiras são autorizadas a emitir títulos denominados em reais fora do país, com bastante abrangência e sem maiores limitações às características das emissões, que podem ser realizadas desde que a operação seja registrada no Banco Central na moeda ingressada. Embora a operação seja indexada ao Real, a liquidação precisa ser feita em moeda usualmente aceita no mercado internacional, uma vez que o real não é considerado plenamente conversível no exterior. (BACEN, 2009)

Em geral os interessados nestas operações são: investidores estrangeiros (que acreditam na valorização do Real frente ao dólar norte-americano) e empresas brasileiras (que buscam tomar crédito, mas possuem receitas em reais e não querem correr o risco da variação cambial decorrente de captações de recursos em moeda estrangeira).

Investidores de outros países estão dispostos a adquirir títulos em reais no mercado internacional para obter uma remuneração maior, devido às taxas de juros praticadas no Brasil, que continuam sendo mais altas do que as taxas internacionais vigentes no exterior.

Os recursos captados no exterior e ingressados no País devem ser registrados no Banco Central (BACEN), na moeda efetivamente ingressada no Brasil (em dólares norte-americanos, euros, ienes ou outras moedas estrangeiras).

A moeda do registro será aquela efetivamente ingressada no País. Depois de efetuado o registro do empréstimo no ROF (Registro de Operações Financeiras), o pagamento da operação será gerado, em moeda nacional, de acordo com o prazo e as condições financeiras contratadas. (Banco Central, 2009).

7 MÉTODO

Para a concretização deste trabalho apresentamos a metodologia e meios para a obtenção das respostas da análise da pesquisa. Este capítulo apresenta o método utilizado, identificando os dados que possuem relevância para sua solução, instrumentos de coleta, delimitações do campo de atuação, e demais informações inerentes ao tema e que serão utilizados na análise do resultado.

Roesch (2005) explica que o método utilizado em projetos de prática profissional deve ser coerente com o problema formulado, com os seus objetivos, suas limitações, custos, e, principalmente, com a disponibilidade dos dados.

7.1 Método de Pesquisa

Conforme Yin (2006), estudo de caso é a melhor estratégia quando se utilizam questões do tipo como e por que, permitindo investigar as características significativas dos acontecimentos da vida real, através de diferentes fontes de evidência tanto de caráter qualitativo como quantitativo.

O estudo de caso é uma estratégia de pesquisa que procura analisar um fenômeno contemporâneo em seu contexto, afastando-se das idéias de delineamentos experimentais que separam o fenômeno de estudo de sua totalidade.

7.2 Coleta de dados

Roesch (2005) afirma que o tipo de dado coletado delimita as possibilidades de análise, não existindo método apropriado para realizar um projeto, mas sim que se adapte melhor e seja coerente com o problema formulado, objetivos e limitações.

A natureza dos dados coletados para análise é de caráter quantitativo e, conforme a autora, este método enfatiza a utilização de dados padronizados que determinam o tipo de pesquisa a ser realizada, ocorrendo a coleta de forma separada no tempo, para depois ser feita a análise dos dados.

Conforme Yin, o estudo de caso muitas vezes utiliza de evidências tanto quantitativas como qualitativas, não requerendo necessariamente um método único para a busca de dados.

As técnicas utilizadas para a obtenção das informações deste trabalho foram através de pesquisa documental, com documentos financeiros e contábeis fornecidos pelo Grupo RBS, assim como matérias que saíram na mídia brasileira e internacional.

7.3 Processamento dos dados coletados

Após a organização dos dados, Roesch (2005) informa sobre a necessidade da extração de conclusões e alternativas para a questão de pesquisa. A partir das informações coletadas foi avaliada a estrutura do processo dos títulos emitidos.

Devido a falta de um esquema conceitual rígido, a análise de dados em estudos de caso pode se tornar mais flexível nesta estratégia de pesquisa, sendo ser caracterizada de diferentes formas, entre elas:

- Modo exploratório: através de dados qualitativos, objetiva aprofundar questões e hipóteses para futuros estudos;
- Modo descritivo: procura associações entre variáveis com evidência quantitativas;
- Modo explanatório: divide-se em etapas, primeiro tem-se a tradução precisa dos fatos do caso, depois é necessário considerar as explicações alternativas desses acontecimentos para então finalmente obter-se a conclusão focada na explicação mais coerente com os fatos.

7.4 Estudo de Caso

Este trabalho utilizou o método de pesquisa de estudo de caso por se identificar com o objetivo proposto na análise. Seu enfoque se dá através de uma avaliação formativa, averiguando a efetividade de um programa ou plano.

Roesch (2005) separa as pesquisas quantitativas e qualitativas, afirmando que na primeira os métodos da pesquisa não se reconhecem como algo independente do paradigma positivista, mas como uma fase que vem antes do teste de hipóteses, e a segunda opção, os seus métodos de coleta e análise de dados são apropriadas juntos para uma fase exploratória da pesquisa.

8 ESTUDO DE CASO DO GRUPO RBS

A estabilidade da taxa cambial e a valorização do Real têm levado empresas brasileiras não-financeiras a lançarem títulos externos em reais. As companhias têm conseguido captar por prazos de até dez anos a taxas de juros prefixadas.

Empresas com a maior parte de suas receitas em reais trocam a dívida externa em dólar por dívida externa em reais e liberando-se do custo do *hedge* - a operação financeira feita para se proteger contra a oscilação cambial quando a companhia toma dívidas em outra moeda.

Estes juros pagos pelos papéis em reais no exterior vêm caindo cada vez mais, aumentando a sua liquidez a ponto de tornar esta modalidade de captação de recursos competitiva em relação às debêntures, apesar do seu custo fiscal. As empresas não pagam impostos sobre as debêntures, porém têm de pagar Imposto de Renda de 15% sobre os juros remetidos nos eurobônus (em reais ou em dólar). Com essa tributação, a operação de bônus tem um custo um pouco mais alto para os emissores, mas assim mesmo é compensada em relação às demais opções vigentes.

As debêntures são instrumentos semelhante aos *bonds*, porém emitidas no mercado nacional. Suas operações são com juros prefixados e não são consideradas tão atraentes, pois são muito caras em relação às indexadas ao DI (Depósito Interfinanceiro), não conseguindo atingir o patamar de juros de 100% do DI para empresas, além de terem os prazos mais limitados.

Em 22 de junho de 2007 o Grupo RBS concluiu sua captação em títulos no mercado exterior com um volume de R\$ 300 milhões e um prazo de vencimento de dez anos. A operação paga uma taxa com cupom de 11,25% ao ano, com *Yield* de 11,375%, correspondendo a um *spread* de 100 bps, ou seja 1%, sobre o rendimento do papel do Tesouro Nacional de idênticas características (10 anos de prazo e taxa de juros pré-fixada) emitido no mercado doméstico na época.

Esta foi a primeira emissão de uma empresa brasileira privada não-financeira no mercado internacional em reais. A operação, inédita no mercado, além de oferecer aos investidores uma remuneração estabelecida previamente (diferenciando-se das demais emissões que, em geral, são indexadas ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA), tem desembolsos semestrais de juros em junho e dezembro e pagamento do principal em 15 de junho de 2017.

A taxa de juros acordada na data da emissão foi inferior a taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) fixada pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central – COPOM, vigente na época em 12%.

Os títulos foram emitidos pela controlada RBS Zero Hora Editora Jornalística S.A. e tomados por investidores institucionais dos Estados Unidos, Europa e Ásia, servindo para alongar e reduzir o custo do endividamento atual.

Os recursos desta captação foram obtidos para financiar investimentos na área de TV digital, na modernização do novo parque gráfico e em projetos ligados à Internet. Os planos prevêm o crescimento das operações e possíveis novas aquisições de acordo o surgimento de oportunidades de novos negócios no âmbito do mercado nacional. O grupo também utilizou parte desta captação no pagamento de dívidas bancárias domésticas com custos mais elevados do que os novos bônus.

O valor captado também será utilizado na liquidação de US\$ 56,8 milhões em bônus externos remanescentes de uma emissão de US\$ 125 milhões realizada em 1997 para financiar, na época, operações nas áreas de telecomunicações e TV a cabo. Os títulos vencem em 2010 com juros anuais de 11% e a sua quitação eliminará os custos com *hedge* atrelados ao financiamento.

Foram contatados cerca de trinta investidores, na Inglaterra, Estados Unidos e Suíça, que manifestaram ter sido o melhor *Road show* que já assistiram de empresas brasileiras. Destes investidores, vinte e quatro compraram o papel.

A demanda pelos bônus foi mais de duas vezes superior à oferta, um valor em torno de R\$ 708.625,00, se fosse mantido o *Yield* de 11,5%, porém a diretoria da empresa preferiu baixar o busto da operação e manter o volume.

Os títulos receberam *rating* "BB-" da Standard & Poor's Rating Services (S&P), que, em junho de 2008, elevou esta classificação de crédito corporativos de longo prazo atribuídos à RBS para "BB".

Esta ascensão foi um reflexo da melhora significativa nas métricas de crédito da empresa assim como os fortes fundamentos para o crescimento do mercado publicitário local. Demonstram não apenas as condições favoráveis para o setor de mídia no Brasil, mas também o uso consistente da companhia em seu fluxo de caixa discricionário para reduzir a alavancagem financeira dos últimos anos e melhorar o seu perfil da dívida.

Espera-se que os gastos com publicidade se mantenham em níveis relativamente elevados nos anos seguintes, sustentando certa estabilidade nos indicadores financeiros da empresa.

Devido à natureza cíclica do setor de mídia no Brasil, os riscos são associados a voláteis receitas de orçamento publicitário; tornando-se um dos objetivos da companhia conseguir manter as margens de geração de caixa, dados os impactos do aumento da inflação nos custos e forte competição por talentos e eventos.

Tais fatores são parcialmente contrabalançados pela liderança do grupo (dentro de seu mercado de atuação - os estados da região sul do Brasil) em audiências, gastos publicitários, o benefício da distribuição do conteúdo da Globo Comunicação e Participação S.A. e o compromisso dos acionistas e da administração com um perfil financeiro mais conservador.

Os *ratings* incorporam a premissa de que a RBS é uma parceira estratégica para a Globo, dados o longo histórico de relacionamento e a contribuição da RBS para a empresa.

A posição de liquidez da RBS é adequada com as premissas de mercado e suas projeções. As reservas de caixa da empresa somam um montante mais do que suficiente para cobrir os seus vencimentos de curto prazo. Sua exposição ao risco de refinanciamento declinou significativamente em decorrência de sua atuação ativa no gerenciamento de passivos e constituição gradativa de sua posição de liquidez.

Atualmente, o maior vencimento ao qual a empresa esta exposta é o das suas notas de US\$ 56,8 milhões que vencem em 2010. Os investimentos em imobilizado atingiram um valor máximo no último ano, em razão da nova instalação gráfica para o jornal e dos projetos para a transmissão da TV digital.

A distribuição de dividendos esperada para os próximos anos é mais alta que nos anos anteriores, uma vez que os acionistas buscam um retorno de seus investimentos feitos no passado, que incluíram injeções de capital realizadas em períodos de maior dificuldade para a obtenção de linhas de crédito no mercado. No entanto, esses fluxos deverão ser suportados pelo caixa advindo das operações e não comprometerão a posição financeira da empresa.

Ao autorizar a operação de emissão dos *bonds*, o Conselho de Administração da RBS, com o referendo do Conselho de Acionistas, determinou a criação de um fundo de amortização (*Sinking Fund-SF*), para acumular o valor necessário ao pagamento do principal da dívida (R\$ 300.000.000,00).

Os recursos aplicados não podem ser utilizados para nenhuma outra finalidade, exceto se expressamente autorizado pelo Conselho para a realização de investimentos prioritários. Não se incluem nessa categoria o pagamento de dividendos ou gastos correntes do Grupo.

O saldo do SF não é considerado para a composição do caixa mínimo da empresa, mas, juntamente com os respectivos rendimentos, será computado para efeito do cálculo da dívida líquida da RBS e conseqüentemente dos *ratios* de alavancagem (*net debt to EBITDA*) e de cobertura de juros (*EBITDA/Despesas financeiras líquidas*).

O fundo foi constituído conforme as premissas de aplicações para reservas existentes nas políticas da organização, e foi criado pela Diretoria Executiva de Finanças com as seguintes características:

- Realização de contribuições mensais para o SF;
- O valor inicial da contribuição foi calculado levando em conta que os rendimentos do SF servirão para capitalizar o próprio Fundo, de acordo com projeções de taxas de juros líquidas para o período de constituição do fundo (10 anos);
- Anualmente a parcela é reajustada em função das taxas de juros efetivamente verificadas e a revisão das projeções para o período seguinte;
- O SF é formalmente contratado com uma instituição financeira.

A partir dessas premissas, a previsão é de um reajuste constante de 5% em cada ano para as parcelas anuais. Assim, considerando a projeção de taxa de juros líquida, no primeiro ano as contribuições mensais foram de R\$ 1.600.000,00. Em julho de 2008 estas parcelas foram reajustadas para R\$ 1.576.000, mantendo a previsão de desembolso mensal para o último ano em torno de R\$ 2.475.000,00.

A Diretoria Executiva de Finanças avaliou propostas apresentadas pelas instituições Votorantim Asset Management e Safra Asset Management, com vistas a escolher a que melhor atendesse aos interesses da RBS. Diante das apresentações das opções disponíveis em cada banco, o Safra foi contratado para a gestão do fundo de reserva.

A empresa brasileira não-financeira que inaugurou o mercado de títulos em reais no exterior foi a Eletropaulo, em junho de 2005, que fixou a taxa da sua operação em 19,125% ao ano de juros. No mesmo ano, o governo federal fez sua primeira emissão em reais no exterior de US\$ 1,5 bilhão. A Telemar Overseas, subsidiária da Tele Norte Leste, chegou a fazer o acordo de US\$ 150 milhões em novembro de 2005, mas desistiu, por causa dos juros altos.

Em seguida, o Banco do Brasil captou R\$ 350 milhões por dez anos, pagando 9,75% ao ano, solidificando a premissa de que o investidor externo está cada vez mais confortável com a economia brasileira, com a moeda e o risco do país. Se convertida para dólar, a operação externa em reais do BB ficou mais barata do que se o banco tivesse captado diretamente em dólar.

O governo brasileiro sempre foi um emissor de títulos em reais no exterior, assim como os bancos. Os bancos brasileiros não pagam os 15% de Imposto de Renda, pois não ingressam com esses recursos na forma de eurobônus no país, este saldo permanece compondo os seus capitais nas agências externas. As instituições estrangeiras captam por meio das agências fora do Brasil e deixam o dinheiro no mercado exterior.

A RBS utilizou como agente pagador do Imposto de Renda sobre os juros remetidos na operação de emissão de seus *bonds*, o Bank of Tokyo, pagando assim uma alíquota de 12,5%, com base corrigida. A correção da base ocorre devido a natureza do pagamento. “Os tratados e as convenções internacionais revogam ou modificam a legislação tributária interna, e serão observados pela que lhes sobrevenha” (Lei 5.172 de 1966, art. 98o.).

Apesar de o recolhimento ficar sob a responsabilidade do devedor (fonte pagadora assume o ônus do imposto devido pelo beneficiário), a base deve ser reajustada. Quando o I.R. for por conta do devedor no Brasil, nenhum imposto ficará retido na fonte por conta do beneficiário e o Banco remete para o exterior o valor integral (100% do câmbio). Neste caso, é obrigatório o reajuste da base de cálculo, antes de aplicar a alíquota do imposto de renda a ser recolhido na fonte pelo remetente que assume o ônus do I.R. (art. 725 do Decreto nº 3.000 de 26.03.1999).

Apenas quando a natureza do câmbio for pagamento de juros de financiamento de bens importados, o I.R. nunca é reajustado (art. 703, parágrafo único, do Decreto nº 3.000 de 26.03.1999). As demais despesas e comissões do financiamento têm reajuste da base de cálculo sempre que o I.R. for por conta do devedor. Quando o I.R. for por conta do credor no exterior, o remetente retém o imposto no Brasil, e o banco remete para o exterior apenas a

parcela líquida. Então, quando o credor assume o ônus do imposto, nunca há reajuste da base de cálculo para apuração do Imposto de Renda.

As alíquotas reduzidas (12,5%) nos juros pagos a agência de banco japonês, estabelecidas na Convenção entre o Brasil e o Japão, destinadas a evitar a dupla tributação internacional em matéria de impostos sobre rendimentos, aplicam-se em substituição das normas fixadas pela legislação interna aos rendimentos nelas previstos, ainda quando a fonte pagadora tenha assumido o ônus do imposto, porém não se aplica aos juros pagos aos estabelecimentos permanentes, situados no Japão, de pessoas jurídicas com sede em terceiros Países. (Corretora Onnix, 2007)

A captação foi liderada pelo banco sul africano Standard Bank, que foi o responsável também pela emissão dos títulos em reais no mercado exterior da Companhia Energética de São Paulo (Cesp). A escolha do banco ocorreu devido a sua experiência em emissões de *bonds* no mercado internacional e pela decisão da RBS de captar estes recursos em sua moeda corrente.

Os consultores jurídicos da operação para o emitente foram Arnold & Porter LLP, quanto às leis dos Estados Unidos, e Tozzini Freire Teixeira & Silva Advogados, quanto às leis brasileiras. Para os compradores iniciais, a consultoria jurídica foi feita através do Lefosse Advogados (Brasil) e Linklaters LLP (Estados Unidos).

A auditoria feita à RBS durante o processo foi através da PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes.

O administrador, agente pagador, de cálculo e de registro de segurança desta operação foi o The Bank of New York, tendo o The Bank Of Tokyo-Mitsubishi Ufj, Ltd. como principal agente pagador. O agente irlandês pagador foi o BNY Fund Services (Ireland) Limited e o de transferência e listagem foi The Bank of New York (Londres).

Os garantidores da operação foram: Televisão Gaúcha S.A., RBS TV de Florianópolis S.A. e Rádio Gaúcha S.A.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou a emissão de obrigações no mercado internacional para captação de recursos para o Grupo RBS no ano de 2007.

Esta forma de financiamento garantiu estabilidade à empresa para superar a crise econômica mundial, que afetou organizações de todos os segmentos, através da disponibilidade de valores em caixa num momento onde as linhas de crédito estavam cobrando juros altos no mercado.

Parte dos valores captados liquidou operações de CCB para as companhias RBS Zero Hora Editora Jornalística S.A. e Televisão Gaúcha S.A., assim como manutenções de operações de *swap* e dos *Notes 2010*, que tinham custos mais altos para a empresa.

Apesar da queda da taxa de juros que ocorreu após a emissão dos *bonds*, a RBS adquiriu uma grande vantagem competitiva em relação às demais empresas por ter um alto índice de liquidez.

Os custos referentes a captações no mercado nacional em valores aproximados aos dos bônus emitidos limitariam as reservas de crescimento da empresa e afetariam o seu resultado.

9.1 Considerações sobre a pesquisa

A análise deste trabalho se deteve ao estudo do caso da RBS, analisando a época em que os títulos foram emitidos e considerando os fatores que influenciaram o mercado no período.

Foram utilizados dados internos da empresa e notícias divulgadas na mídia. O referencial teórico deteve-se a opções de captação de recursos no mercado exterior e formas de análise do preço justo para a emissão, com base no risco da empresa e no prazo de vencimento dos títulos.

9.2 Limitações da pesquisa

As conclusões apresentadas neste trabalho foram obtidas adotando-se a metodologia pesquisada. Ainda assim, há de se salientar a presença de fatores limitativos na coleta de informações sobre a instituição.

Sob forma de estudo de caso, os resultados obtidos, não servem para base de pesquisas de outras companhias emissoras de *bonds*. Esta estratégia buscou examinar fenômeno contemporâneo dentro do seu contexto, através de diferentes fontes de evidência.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 06/2009.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS.

_____. Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges. Disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0606.htm. Acesso em 06/ 2009.

_____. The bond market term premium: what is it, and how can we measure it? Disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0706.htm. Acesso em julho de 2009.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 06/2009.

BREALEY, Richard A; MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas**: financiamento e gestão de risco. Porto Alegre: Bookman, 2005, 479p.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2002, 373 p.

CVM – **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso 03/2009 e 07/2009.

DAMODARAN, Aswath **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004. 796 p.

EITEMAN, David K. **Administração financeira internacional**. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2002. 542 p.

FABOZZI, Frank J. **Mercados, Análise e Estratégias de Bônus**. 3ª Ed. Americana. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005, 812p.

GRUPO RBS. Disponível em: <http://www.gruporbs.com.br>. Acesso em 03/2009

LAMEIRA, V. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, 195 p.

LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE (LSE). Disponível em < <http://www.bourse.lu>> Acesso em maio de 2009.

O Estado de São Paulo. Disponível em <http://www.estadao.com.br>. Acesso em 03/2009.

_____ **RBS faz captação de R\$ 300 milhões**. O Estado de São Paulo On line, 16/06/07.

ROBERTS, Richard A. **Por Dentro das Finanças Internacionais**: guia prático dos mercados e instituições financeiras. Rio de Janeiro: Zahar, 2000, 256 p.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002, 776 p.

DOWNES, John . **Dicionário de termos financeiros e de investimentos**. São Paulo: Nobel, 1993, 650p.

RBS faz captação para investir e alongar dívida. Valor Econômico. São Paulo, ano 6, 18/06/2007.

ANEXO A – ITINERÁRIO ROAD SHOW

Wednesday 6 June 2007 - Boston			
Serial	Event	Details	Participants
	One-on-One Meeting	Fidelity	Lisa Roche
	One-on-One Meeting	Wellington Management	Bich Nguyen
	One-on-One Meeting	Loomis Sayles Boston 02111	Matt Welch Ed Sternberg
	Transfer to Standard Bank Office	Blueline	Pedro Parente Eduardo Ferreira Mariana Silveira Leonardo Nunes Rodrigo Fittipaldi James O'Higgins
	Investor Call	Standard New York Securities	Pedro Parente Eduardo Ferreira Mariana Silveira Leonardo Nunes Rodrigo Fittipaldi Fabio Solferini
Thursday 7 June 2007 - New York			
Serial	Event	Details	Participants
	One-on-One Meeting	Invesco	Jack Dieno
	One-on-One Meeting	Caxton Associates	Vitali Meschoulam
	One-on-One Meeting	Dillon Read Cap Mgt New York 10020	Caroline Keany and Jake Kelly
	Lunch Group Meeting	The New York Palace Hotel (Winslow Room) New York 10022	Pedro Parente Eduardo Ferreira Mariana Silveira Leonardo Nunes Rodrigo Fittipaldi Fabio Solferini
	One-on-One Meeting	Goldman Sachs Asset Mgt	Sam Finkelstein
	One-on-One Meeting	Nexstar Capital Partners	Robert James
Friday 8 June 2007 - New York			
Serial	Event	Details	Participants
	One-on-One Meeting	Palatine Hill Partners 600 Fifth Avenue (48th St) New York 10020	Peter Carril
	One-on-One Meeting	Citigroup Global Markets New York 10013	Arvind Rajan
	One-on-One Meeting	Drake Capital Advisors c/o Standard New York Securities (Room 5)	Ray Zucaro

One-on-One Meeting	UBS Securities c/o Standard New York Securities (Room 5)	Stewart Morel and Andrew Dragoumis
One-on-One Meeting	Dresdner Kleinwort New York 10019	Peter Miller, Mauricio Reyes and Arielle Pensler

Monday 11 June 2007 - Geneva / Zurich / London			
Serial	Event	Details	Participants
	Investor Call for Asia (10:00 Asia time)	Host: Rodrigo Fittipaldi	Eduardo Ferreira Rodrigo Fittipaldi
	Breakfast Group Meeting	Mandarin Oriental Hotel du Rhone	
Tuesday 12 June 2007 - London			
Serial	Event	Details	Participants
	One-on-One Meeting	Ashmore Group London WC2N 4BL	Robin Forrest
	One-on-One Meeting	Argo Capital Management London W1S 1DN	Ian McCall
	One-on-One Meeting	GLG Partners 1 Curzon Street London W1J 5HB	Richard Walsh
	One-on-One Meeting	BlueCrest Capital Management London SW1X 7AW	Douglas Krehbiel
	One-on-One Meeting	Fortis Investments London WC2E 9ES	Allan Defise
Wednesday 13 June 2007 - London / New York			
Serial	Event	Details	Participants
	One-on-One Meeting	Millennium Global Investments London SW1A 1LD	Michael Balboa
	One-on-One Meeting	Thames River Capital 51 Berkeley Square London W1J 5BB	Rodney Thomas and Chris Currington
	One-on-One Meeting	Standard Asset Management c/o Standard Bank Plc (Moscow Room)	Alia Yousuf

Participants:

RBS: Pedro Parente, Eduardo Ferreira e Mariana Silveira

Standard Bank: Fabio Solferini, Leonardo Nunes e Rodrigo Fittipaldi

ANEXO B – CARTA PARA O ROF**Ao
BANCO CENTRAL DO BRASIL****Ref.: PEDIDO DE REGISTRO DE OPERAÇÃO DE EMPRÉSTIMO EXTERNO**

Prezados Senhores,

Informamos, a seguir, as características da operação de empréstimo externo que coordenamos:

a) Emissor:

Emissor: RBS Zero Hora Editora Jornalística S.A.

b) Agente de Colocação:Nome: Standard Bank plc
Endereço: Cannon Bridge House
25 Dowgate Hill
London - England
Telefone: 44 20 7815 3000**d) Garantidores:** Televisao Gaucha S.A., RBS TV de Florianopolis S.A.
e Radio Gaucha S.A.**e) Modalidade:** Guaranteed Notes**f) Valor:** R\$ 300.000.000,00(trezentos milhões de Reais),
liquidados em Dólares Norte Americanos**g) Objetivo:** Pagamento de dívidas existentes e outros**h) Taxa de Juros:** Taxa final de 11.25% ao ano, (onze inteiros e vinte e cinco centésimos por cento ao ano), fixos.**i) Comissão de Estruturação:** 0.60%, calculada sobre o montante da emissão**j) Data de Emissão:** 22 de junho de 2007**k) Data prevista de Ingresso dos Recursos:** 22 de junho de 2007

l) Prazo: 3646 (três mil, seiscentos e quarenta e seis) dias após a data da liquidação

m) Condições de Pagamento:

Do Principal: Em uma única parcela, em 15/junho/2017

Dos Juros: Primeiro pagamento em 15/dezembro/2007 e os demais devidos nos dias 15/junho e 15/dezembro de cada ano subsequente até o vencimento.

Da Comissão de Estruturação: Em uma única parcela na data do ingresso das divisas.

Despesas Gerais: Após a emissão do Certificado de Registro, mediante comprovação, devendo ser pagas em Reais, exceto aquelas incorridas no exterior, que só possam ser pagas em moeda estrangeira.

n) Forma de Colocação dos Títulos: Colocação sob o formato Reg S e 144 A, conforme as regras da SEC – Securities Exchange Commission dos Estados Unidos

o) Praça de Colocação: Estados Unidos e Europa.

q) Preço de Emissão (estimativa): 99.271% do valor de face.

r) Put/Call: Não há.

s) Listagem: Os títulos deverão ser listados na Bolsa de Valores de Dublin

t) Imposto de Renda: Por conta do emissor.

Atenciosamente,

Standard Bank Plc