

24 abr 2007

Nº 27

# Debêntures batem recorde, mas emissões são concentradas

Por **André Albuquerque Sant'Anna**  
Economista da SAE

## **Mercado registrou em 2006 os maiores valores de emissões primárias da história**

Nas últimas décadas, os mercados de capitais, particularmente nos países desenvolvidos, tornaram-se mecanismos relevantes de financiamento de longo prazo das empresas. Vários fatores contribuíram para isso. Entre os quais, podem ser destacados:

- as mudanças de natureza regulatória e a revolução nas telecomunicações;
  - o aumento da liquidez global;
  - as baixas taxas de juros internacionais; e
  - a redução das margens de risco (spread)
- e a busca de ativos mais rentáveis pelos investidores.

O Brasil, a partir de 2003, deixou de ser uma das exceções a esse cenário mundial. Como se pode ver na Tabela 1, o nosso mercado de capitais registrou, em 2006, os maiores valores de emissões primárias de toda

sua história. Trata-se do segundo ano consecutivo em que esses recordes são superados. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram lançados R\$ 110,2 bilhões em títulos privados de renda fixa e variável, um crescimento real de 74% frente ao ano anterior. Esse dado é ainda mais significativo quando se tem em mente que os R\$ 63,5 bilhões emitidos em 2005 já representavam um salto de 138% frente a 2004.

Além da elevada taxa de crescimento, uma segunda característica do mercado de capitais em 2006 foi o fato de sua expansão ter sido um fenômeno geral, afetando todos os segmentos supervisionados pela CVM. Em 2005, o crescimento esteve centrado em debêntures e, em menor escala, nos Fundos de Investimento em

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da Secretaria de Assuntos Econômicos (SAE), da Presidência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

**Tabela 1: Emissões Primárias Registradas**

Em R\$ milhões de dezembro de 2006\*

Ano	Ações	Debêntures	Notas			Total
			Promissórias	FIDC**	Outros	
2000	2.191	13.589	11.791	-	2.004	29.575
2001	1.952	21.874	7.598	-	1.951	33.375
2002	1.347	18.763	4.969	256	2.003	27.338
2003	270	6.196	2.496	1.806	1.469	12.237
2004	4.873	10.481	2.443	5.547	3.303	26.647
2005	4.502	42.844	2.714	8.574	4.908	63.542
2006	14.223	69.464	5.279	12.777	8.434	110.177

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

\* Valores corrigidos pelo IPCA

\*\* Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

Direitos Creditórios (FIDC). Mesmo assim, as debêntures continuaram a se destacar como o principal instrumento de captação. Basta ver que, em 2006, esse segmento respondeu por 63% de todo o mercado de capitais e por 57% do crescimento verificado em todas as emissões primárias.

Diante desse fato, esse número do Visão do Desenvolvimento centra-se na evolução recente do mercado de debêntures. Serão analisadas as emissões registradas em 2006, sob a ótica do financiamento de longo prazo das empresas brasileiras.

Uma das características marcantes do ano passado foi a elevada presença de lançamentos de empresas de *leasing*. Como se pode ver no Gráfico 1, esse setor, depois de ter apresentado um desempenho residual em 2003 e

2004, liderou as emissões nos dois anos seguintes: R\$ 31,5 bilhões em 2005 e R\$ 49,4 bilhões em 2006, o que corresponde a 72,2% e 67,2% do total de lançamentos, respectivamente.

Como as *leasings* mais importantes pertencem a conglomerados comandados pelos grandes bancos comerciais, as características des-

sas emissões obedecem a uma lógica de captação de recursos e a um cálculo de risco diferente dos lançamentos das demais

empresas não-financeiras. Por esse motivo, o restante desse informe centra-se no conjunto dos emissores *ex-leasing*.

O desempenho desse segmento do mercado de debêntures foi significativo em 2005 e 2006. A preços de 2006, o volume de lançamentos de 2005 – R\$ 13,3 bilhões – foi 30% superior ao de 2004. Entretanto, em 2006, os registros soma-

## Em 2006, o segmento de debêntures respondeu por 63% de todo o mercado de capitais

ram R\$ 24,1 bilhões, ou seja, houve um crescimento real de mais de 80%.

Para se traçar um panorama mais detalhado desse processo, é necessário se proceder a uma análise desses lançamentos a partir de indicadores como: a evolução da taxa de juros e da rentabilidade; as características das emissões em termos de atividade do emissor, tipo de garantia e prazo de vencimento; e a evolução do mercado secundário.

### Taxas de juros e rentabilidade

Como foi dito anteriormente, tem havido, nos últimos anos, uma demanda crescente por debêntures, fruto da expansão geral da liquidez e da busca por ativos que proporcionem maior rentabilidade. Um indicador que comprova esse comportamento é a relação entre a remuneração proposta pelos emissores e a efetivamente aceita pelos compradores. Em muitos dos lançamentos recentes, as taxas propostas

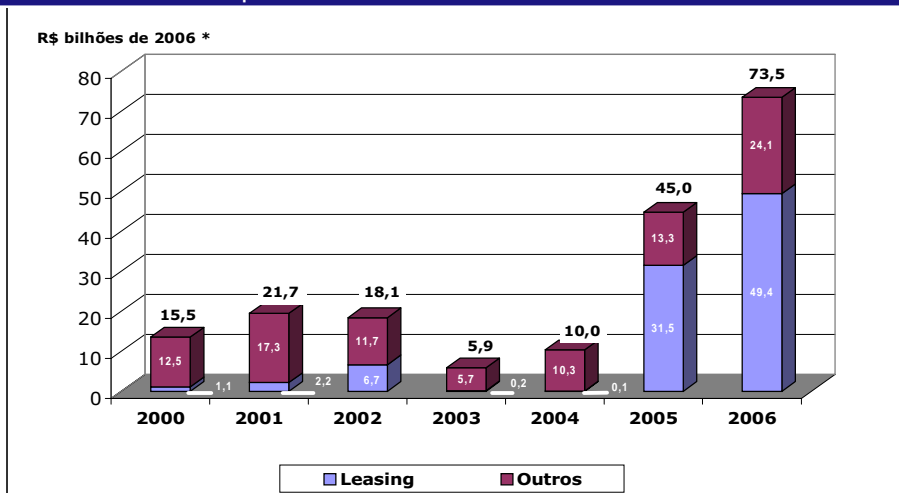
foram superiores às apuradas.

Dentre outros fatores responsáveis por esse incremento na demanda por títulos de dívida corporativa merecem destaque: a trajetória de queda das taxas básicas de juros, o estímulo fiscal a alongamento de prazos dos fundos de investimento e, finalmente, os esforços para conferir maior transparência ao mercado.

Com relação aos juros, o ano de 2006 foi caracterizado pela queda contínua da taxa Selic, que se iniciou a 18% a.a. e terminou a 13,25% ao ano. As aplicações em debêntures contribuem para a obtenção dessa maior rentabilidade, uma vez que seus rendimentos são, em geral, superiores à taxa DI. Por esse motivo, houve um acréscimo da participação de debêntures nos ativos dos fundos de investimento, passando de 3,93% para 4,62% entre 2005 e 2006. Isto representou uma demanda adicional de R\$ 13,9 bilhões em 2006.

No que diz respeito ao estímulo fiscal, a Receita Federal editou uma Instrução Normativa, em 30/12/2004, estabelecendo uma diferencia-

**Gráfico 1: Emissões primárias de debêntures: 2000-2006**



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, Elaboração Própria.

(\*) Corrigidos pelo IPCA

**Tabela 2: Empresas emissoras, volume médio e concentração de debêntures ex-leasing**

<b>Ano</b>	<b>Número de emissoras</b>	<b>Volume médio*</b>	<b>Participação das 3 maiores emissões</b>
<b>2000</b>	34	381	37%
<b>2001</b>	35	561	39%
<b>2002</b>	21	576	36%
<b>2003</b>	15	401	66%
<b>2004</b>	34	305	35%
<b>2005</b>	29	458	27%
<b>2006</b>	36	668	40%

Fonte: CVM - elaboração própria

\* em R\$ milhões de 2006 corrigidos pelo IPCA

ção de tratamento entre os fundos de investimento de curto e os de longo prazo. Foi instituída uma vantagem tributária à manutenção de carteiras com prazos médios superiores a 365 dias. Como as debêntures têm prazos bem superiores a um ano, a demanda por esses títulos foi bastante beneficiada por esse mecanismo.

De dezembro de 2004 a dezembro de 2006, o valor total aplicado em debêntures pelos fundos cresceu 155%.

Por fim, tem havido um esforço de padronização das regras de emissões de debêntures, implementados por instituições como CVM, ANBID e Andima. Esses esforços visam a conferir maior transparência e mais segurança aos investidores e, por conseguinte, maior liquidez ao mercado.

### **Características das emissões**

A emissão de debêntures envolve custos elevados. Por isso, na prática, apenas empresas de grande porte envolvidas em grandes emissões fazem uso desse tipo de captação. Como se

pode ver na Tabela 2, em 2006, somente 36 empresas não-*leasing* emitiram debêntures. Apesar de esse número ser o maior desde 2000, não é muito superior à média alcançada nos anos anteriores, particularmente se desconsiderarmos 2002 e 2003, anos de crise.

## **Volumes totais cresceram, mas número de empresas emissoras não-financeiras continua restrito**

Outra característica importante é a concentração das emissões. No período em análise, as três maiores emis-

sões responderam por mais de um terço do valor total dos lançamentos anuais. A exceção foi 2003, quando este indicador chegou a dois terços em virtude da crise associada à eleição presidencial no ano anterior. O dado de concentração para 2006, 40% do total, foi um pouco superior à média dos anos anteriores, mas está em linha com as características do mercado. Outro dado significativo é o valor dos lançamentos. Em termos reais, a média de 2006, R\$ 668 milhões, foi um pouco superior à do restante do período, mas não chega a caracterizar uma mudança estrutural importante.

Tendo em vista o número restrito de participantes no mercado, as emissões também são tradicionalmente concentradas em alguns poucos setores: empresas de participações, de mineração, de energia elétrica e de telecomunicações (Gráfico 2). Em 2006, chama a atenção o aumento da participação do setor extrativo mineral, que respondeu por 23% do volume emitido, como consequência de um lançamento de R\$5,5 bilhões realizado pela Companhia Vale do Rio do Doce.

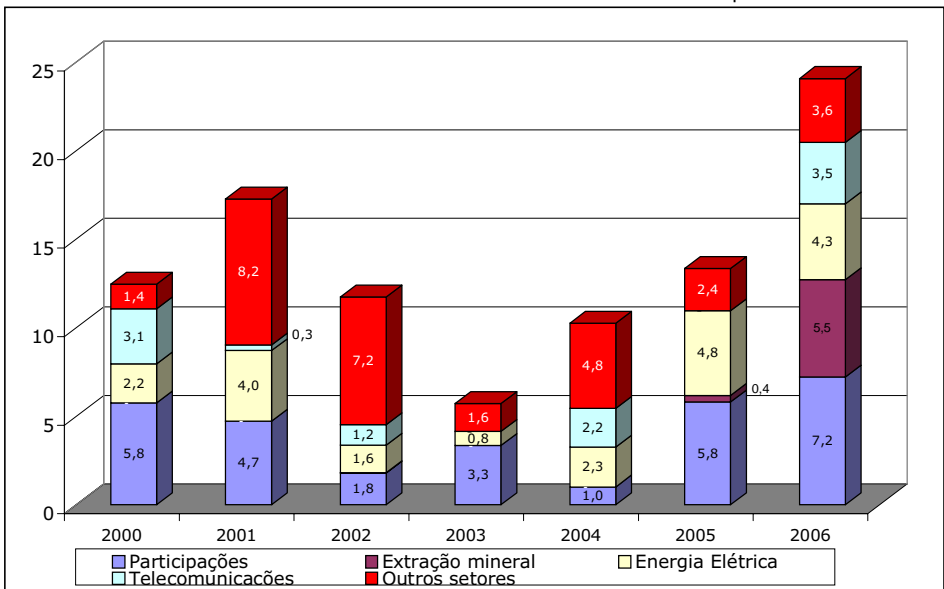
Com relação às garantias oferecidas, apenas 3,9% dos valores lançados em 2006 estiveram associados às do tipo real ou fluutuante. Todo o restante – 96,1% - foi formado por debêntures subordinadas ou quirografárias. Essas últimas oferecem pouca segurança ao

credor, uma vez que, na hipótese de liquidação da emissora, estarão em posição inferior aos detentores de garantias reais ou fluutuantes, além de créditos tributários e trabalhistas.

Portanto, ao aceitar esse tipo de garantia, um credor está assumindo um risco mais alto e necessita ter mais confiança na empresa emissora. O que vem acontecendo, todavia, é que as emissoras preferem fazer uso desse tipo de garantia, uma vez que não limitam o volume emitido. Com isso, podem captar somas superiores às que seriam possíveis no caso de uso de, por exemplo, garantia real. Entretanto, as debêntures quirografárias ou subordinadas lançadas recentemente, normalmente oferecem algum conforto adicional aos credores na forma de obrigações que restringem, do ponto de vista financeiro, sua autonomia decisória

**Gráfico 2: Emissões primárias por setor (ex-leasing)**

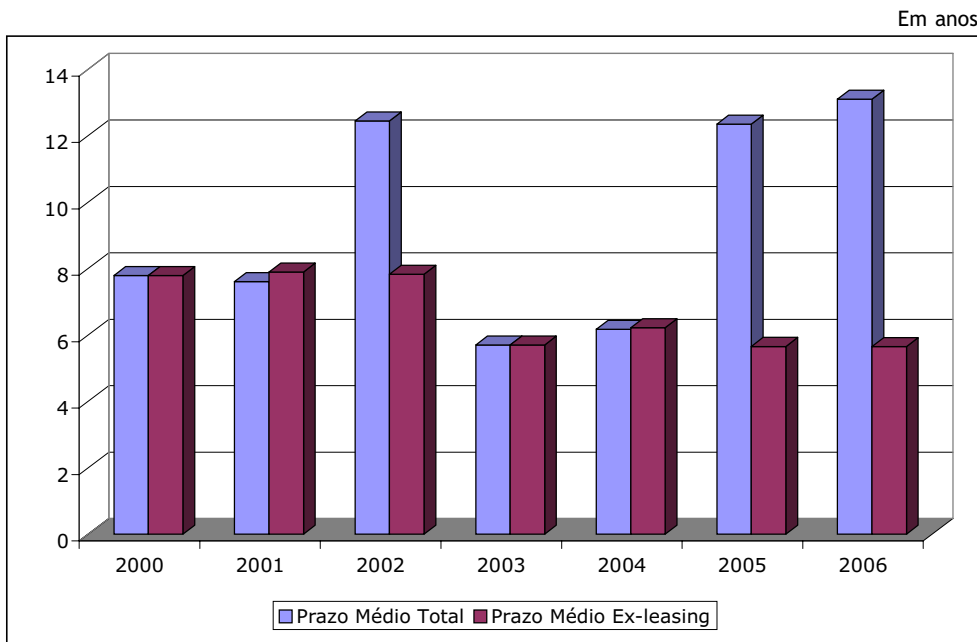
Em R\$ bilhões de 2006\*



Fonte: Sistema Nacional de Debêntures (SND), Elaboração própria

\* Corrigidos pelo IPCA

Gráfico 3: Prazo Médio das Emissões de Debêntures



Fonte: SND, elaboração própria.

e estabelecem metas para alguns indicadores.

Os demandantes de debêntures mantêm uma postura de baixa propensão a risco com relação ao indexador da taxa de juros. Por essa razão, 95% das emissões em 2006 foram indexadas à taxa de depósitos interbancários

(DI). Duas são as principais razões para esse comportamento: ainda há me-

mória recente dos choques de juros e há uma grande oferta de substitutivos próximos – títulos públicos atrelados à taxa Selic que gozam de elevada liquidez. Debêntures indexadas à DI são uma forma de minimizar esses dois tipos de risco. Se houver choque de juros, como a taxa DI acompanha a taxa Selic, não há perda de valor do título para o tomador. Além disso,

como pagam ligeiramente acima da DI, esses títulos representam uma alternativa de rentabilidade frente aos títulos públicos indexados à Selic, que contam com maior liquidez e segurança. Embora seja interessante para o comprador, a indexação à taxa DI torna esse tipo de

## Mesmo com crescimento, debênture ainda não é alternativa para financiar investimento de longo prazo

financiamento mais ariscado para investimentos de longo

prazo, já que o risco de variações da taxa de juros é integralmente assumido pelo emissor.

Da mesma forma que as taxa de juros, os prazos totais das debêntures também refletem um perfil de demanda ainda muito avesso a risco de rupturas no cenário macroeconômico, mesmo quando trata da aceitação de dívidas privadas de um número restrito de empresas com

boa classificação de risco. Os dados consolidados no Gráfico 3 corroboram essa realidade. Se não se levar em conta as empresas de *leasing*, os prazos dos lançamentos tenderam a encurtar ao longo do tempo. Enquanto entre 2000 e 2002, a média foi de 7,8 anos, a partir de 2003, este mesmo indicador passou a ser de 5,8 anos, ou seja, houve um encolhimento de 2 anos.

### **Mercado secundário**

O mercado secundário de debêntures não tem acompanhado a expansão recente das emissões primárias. De acordo com a ANDIMA, o volume diário transacionado nos últimos 14 meses foi inferior a R\$ 70 milhões por dia. Trata-se de um valor baixo quando comparado ao de outros mercados como, por exemplo, o de ações que recentemente chegou a alcançar R\$ 4 bilhões por dia e o da dívida pública, que transacionou uma média de R\$ 22,2 bilhões por dia em dezembro último.

O mais preocupante é que, entre 2000 e 2006,

o estoque de debêntures no mercado multiplicou-se por 7, passando de R\$ 21 bilhões para R\$ 156 bilhões. Mesmo assim, não há sinais de que a dimensão do mercado secundário tenha aumentado. Isso significa dizer que, os tomadores de debêntures de empresas *leasing* continuam a ser basicamente instituições encarteiradoras desses títulos.

### **Conclusão**

O mercado de capitais brasileiro está atravessando um período de rápido crescimento. Em 2006, registraram-se recordes de emissões primárias em praticamente todos os segmentos. Esse desempenho está, em boa medida, relacionado à expansão da liquidez internacional e à trajetória de melhoria nas condições externas da economia brasileira.

Em um cenário interno e externo de elevada liquidez e de maior demanda por ativos mais rentáveis, os mercados de capitais brasileiros e, em particular, o de debêntures encontraram condições para apresentar nos últimos dois anos

#### **A Primeira Emissão de Debêntures Simples do BNDES**

O BNDES, através da BNDESPar, realizou, em 2006, sua primeira emissão de debêntures simples. A oferta foi feita em condições inovadoras. O indexador da taxa de juros utilizado foi o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado – IPCA e não a taxa SELIC fixada pelo Banco Central. Foi a maior operação de varejo de debêntures realizada no País, tanto em volume financeiro como em participação, com 4.321 investidores pessoas físicas. A demanda superou a oferta em três vezes, atingindo um total de 1,8 milhão de papéis.

O título conta também com o Banco Bradesco e com o Banco do Brasil como Formadores de Mercado para suas debêntures. Caberá a estes bancos manter ofertas de compra e venda diariamente e de forma contínua, contribuindo para elevar a liquidez e melhorar o processo de formação de preços das debêntures da empresa.

Como resultado dessa emissão, o BNDES contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais, em especial debêntures, ao estimular a ampliação da base de investidores e o aumento da liquidez desses títulos.

um salto em termos de emissões primárias. As taxas de crescimento foram excepcionais.

O aumento da escala não foi, no entanto, acompanhado por uma mudança estrutural mais profunda no mercado. O número de empresas emissoras continua restrito. O *duration* e o prazo total das emissões, particularmente das empresas *ex-leasing*, ainda são relativamente curtos. O mercado secundário, por sua vez, não mostrou o mesmo vigor das operações primárias. Essas características limitam atualmente a capacidade de as debêntures atenderem às necessidades de financiamento para a constituição de ativos fixos na indústria e na infra-estrutura.

Mesmo assim, há alguns importantes sinais de avanços, que podem se consolidar em mudanças mais estruturais, a depender da trajetória do mercado de capitais no futuro próximo.

Nesse sentido, os ganhos em termos de autorregulação e padronização são significativos. A colocação realizada pelo BNDES, através da BNDESPAR, também mostra um potencial importante de crescimento, particularmente junto aos investidores pessoas físicas.

Ainda é cedo para afirmar que o mercado de debêntures está diante de uma trajetória que o levará a ser em breve uma alternativa consistente de financiamento a investimentos de prazo mais longo, como os destinados a ativo fixo. A maior parte das operações destinam-se a reestruturação de dívidas, fusões e aquisições, e capital de giro. Uma mudança mais profunda só deverá, no entanto, se consolidar, quando, em simultâneo, houver uma alteração do perfil da dívida pública, com alongamento de prazos e menor participação de títulos atrelados a taxas flutuantes.



O BANCO DO DESENVOLVIMENTO  
DE TODOS OS BRASILEIROS

Se você quer receber os próximos números desta publicação envie e-mail para [visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br](mailto:visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br).