

Mercado de debêntures registra volume recorde de emissões

Em um ano em que a volatilidade do setor financeiro foi marcante, no Brasil e no exterior, o destaque no mercado de valores mobiliários nacional ficou por conta do desempenho do segmento de debêntures. Após anos consecutivos de bons resultados, o SND - Sistema Nacional de Debêntures acusou em 2001 o maior volume de registros de sua história, superior em cerca de 80% ao verificado em 2000. É provável que tenha pesado nesta performance o ambiente externo desfavorável, que dificultou as captações de recursos, estimulando os agentes a buscar novas fontes de *funding*. Acompanharam este movimento modificações adotadas no âmbito interno particularmente relevantes para o segmento, tais como a flexibilização das emissões, o aprimoramento do SND e a reformulação da legislação aplicável. O texto a seguir sintetiza, no início, as mudanças legais mais relevan-

tes ocorridas no período, incluindo a alteração da Lei das Sociedades Anônimas e dos poderes delegados à CVM - Comissão de Valores Mobiliários, bem como seus possíveis impactos no setor de valores mobiliários. Em seguida, enfoca o mercado de debêntures, as razões de seu excelente desempenho em 2001 e as perspectivas para 2002.

NOVA LEI DAS S.A. É APROVADA PELO CONGRESSO

O mercado de ações vem sendo influenciado nos últimos anos por diversos fatores, dos quais o mais significativo é a concentração, tanto da liquidez - 50% do volume negociado envolve apenas de oito a dez papéis -, quanto dos participantes, sejam eles os emissores, caracterizados por poucas e grandes empresas (entre as quais estatais e companhias recentemente privatizadas), ou investidores, estran-

geiros e institucionais, em particular fundos de pensão e instituições financeiras. Também deve ser levado em consideração o processo de internacionalização, que resultou no aumento do número de lançamentos, por empresas nacionais, de programas de ADR no mercado norte-americano, atraindo os investidores estrangeiros que desejam aplicar em certificados representativos de ações brasileiras e, dessa forma, esvaziando o investimento nas Bolsas brasileiras.

Nesse contexto, era cada vez mais necessária uma reforma na legislação que rege o segmento de valores mobiliários: as Leis nºs 6.404, de 15/12/76 (Lei das S.A.), e 6.385, de 7/12/76, que dispõem sobre o mercado de capitais. Assim, a Lei nº 10.303, de 31/10/01, tornou-se um dos destaques da área financeira em 2001, pois estabeleceu mudanças que vinham sendo requisitadas por diversos agentes econômicos. A nova lei procura atualizar as

normas existentes e incluir práticas internacionais indispensáveis à modernização do mercado, como a governança corporativa e o aumento da participação dos acionistas minoritários nas decisões da empresa. Os minoritários, aliás, são alvo de grande parte das modificações, que visam a estimular o investimento neste segmento e torná-lo mais pulverizado. Dentre elas, destacam-se:

- Determinação, quanto ao fechamento de capital, de que o controlador deverá formular oferta pública para adquirir, junto aos acionistas minoritários, a totalidade das ações no mercado, oferecendo ao detentor da ação um “preço justo”, isto é, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, determinado pelos critérios estabelecidos na norma. Anteriormente, não havia nenhum critério para a compra das ações nessas circunstâncias, o que acabava prejudicando os minoritários;

A nova Lei
procura atualizar as
normas existentes
e incluir práticas
internacionais
indispensáveis à
modernização do mercado

- Permissão para que as divergências entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e minoritários possam ser resolvidas, caso definido no estatuto da sociedade, mediante arbitragem, agilizando, assim, as decisões;
- Permissão para que acionistas minoritários elejam, em votação em separado na assembleia geral, um membro e seu suplente do conselho de administração, aumentando sua participação nas decisões da companhia.

Também buscando estimular o segmento, a norma determina que o número de ações preferenciais sem direito a voto não ultrapasse 50% - o máximo estabelecido era de dois terços do total. Essa alteração, cujo objetivo é ampliar a participação do controlador no capital da empresa, vale somente para as companhias que abrirem seu capital a partir de agora, não afetando as sociedades abertas já existentes.

Quanto às regras aplicáveis especificamente a debêntures, as principais alterações foram:

- Permissão para que a emissão de debêntures não conversíveis em ações ou sem garantia real por companhia aberta seja definida pelo conselho de administração, e não mais somente pela assembleia geral, agilizando, assim, o processo de emissão;
- Possibilidade de que, desde que estabelecido na escritura de emissão, as debêntures sejam mantidas em contas de custódia, em nomes de seus titulares, sem que haja a emissão de certificados;
- Estabelecimento do regime de propriedade fiduciária, com o objetivo de permitir a transferência de títulos dentro de sistema computadorizado (SND), sem que seja necessário alterar, nos livros da companhia ou nos registros das contas correntes, o proprietário final dos títulos;

- Possibilidade de que o debenturista opte por receber o pagamento das debêntures em bens;
- Transferência do registro das escrituras de debêntures do Cartório de Registro de Imóveis para o Registro de Comércio, reduzindo os custos de emissão do papel.

Já no que se refere à Lei nº 6.385/76, que criou a CVM, a Lei nº 10.303 coloca sob a esfera de disciplina e fiscalização daquele órgão tanto a negociação e intermediação no mercado de derivativos como a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros. O normativo consolida, ainda, o conceito de valor mobiliário, definindo quais ativos estão sujeitos ao regime da referida Lei. A relação inclui, além de ações, debêntures e bônus de subscrição, já contemplados na versão

anterior, as cédulas de debêntures, cotas dos fundos de investimento em valores mobiliários ou clubes de investimento em quaisquer ativos, notas comerciais e contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários. Anteriormente, cabia ao Conselho Monetário Nacional estabelecer quais ativos eram considerados valores mobiliários.

Foram editados, ainda, a Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411, e o Decreto nº 3.995, que contêm dispositivos complementares à Lei nº 10.303, no âmbito do Poder Executivo, particularmente os que se referem aos novos poderes e atribuições da CVM. A MP nº 8, por exemplo, alterando o disposto no artigo 5º da Lei nº 6.385, amplia a autonomia da autoridade, que passa a ser definida como “entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personali-

de jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

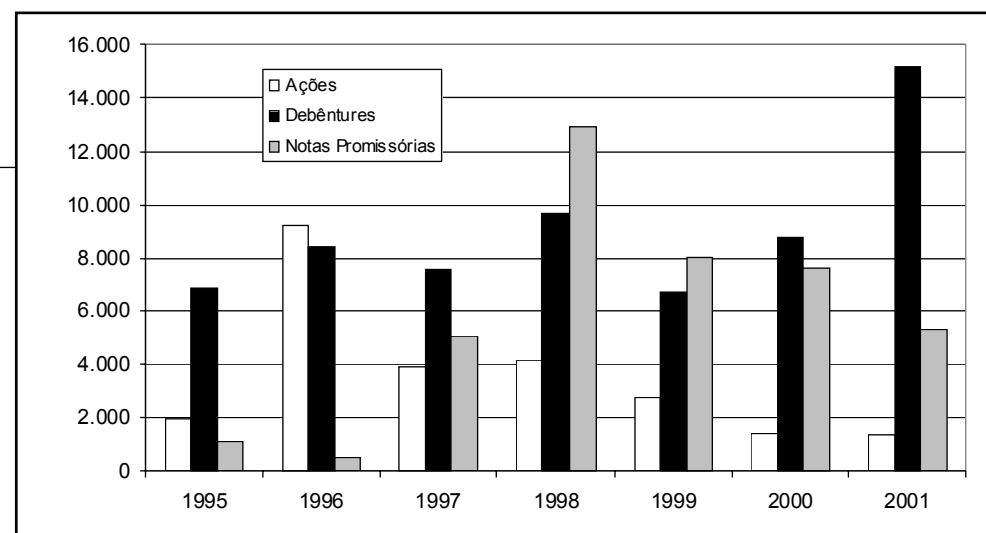
EMISSIONES DE DEBÊNTURES BATEM RECORDE EM 2001

No segmento de títulos privados, as debêntures ocupam o segundo lugar no total em estoque (excetuando ações), com uma participação que subiu de 13% em 1994 para 21% em 2000. Perdem apenas para os CDB, cujos números, no entanto, foram decrescentes, de 82% para 70%, mantida a mesma base de comparação. Quanto aos pesos de ambos os ativos no PIB, o dos CDB recuou no período de 17,7% para 7,6%, enquanto o das debêntures permaneceu estável em 2,5%, apesar do acréscimo observado na participação no total em estoque.

O mercado de debêntures apresentou forte expansão nos últimos anos, notadamente após a implantação do Plano Real, que propiciou as condições básicas para essa evolução, ao assegurar a estabilidade econômica. Em 2001, houve um acentuado crescimento, não apenas em volume emitido, mas também no total negociado no mercado secundário, o que mostra a importância desse valor mobiliário, seja como opção de investimento ou instrumento de captação de recursos para empresas - nada menos do que 27 companhias que ainda não haviam emitido debêntures ingressaram este ano no SND.

Diversos fatores contribuíram para que fosse registrado no Sistema o volume recorde de R\$ 15,16 bilhões, cerca de 80% superior ao do ano anterior. Dentre os principais, destacam-se a flexibilização das emissões - que passaram a admitir papéis com remuneração baseada na Taxa DI - e, desde de dezembro de

Comparativo de Volume Emitido - R\$ milhões
Base - Data de registro CVM - 1995-2001



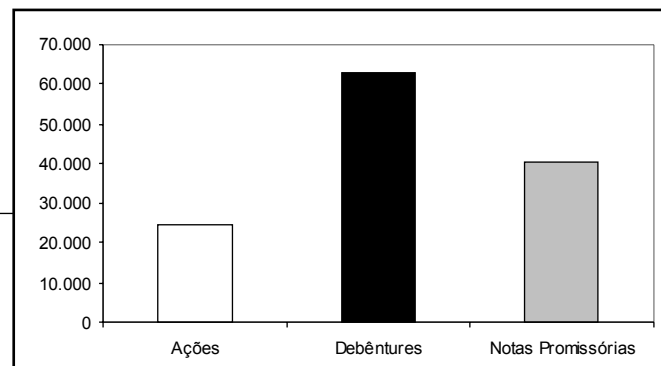
Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

1999, a utilização de debêntures como lastro em operações compromissadas, com impacto significativo no volume negociado no mercado secundário, que cresceu 32% em relação a 2000. Também vale mencionar a iniciativa das empresas emissoras de contratar agências de *rating* para determinar a classificação de risco dos seus papéis.

A maior parte das emissões registradas em 2001 (cerca de 85%) apresenta pelo menos uma classificação de risco, de modo a atender os inves-

titores mais seletivos, que consideram indispensável um bom *rating* de crédito. Esta prática tornou-se comum (e necessária) principalmente a partir da formalização de controles de riscos para investidores institucionais. Com a edição da Resolução nº 2.720/00, do CMN (atualizada pela Resolução nº 2.829/00), por exemplo, passou a ser exigida avaliação de risco efetuada por agência classificadora existente no país para que debêntures sejam alocadas na carteira

Total de Volume Emitido 1995-2001
(em R\$ milhões)



Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

de Entidades Fechadas de Previdência Complementar na categoria “baixo risco de crédito”. Dos 451 ativos registrados atualmente no SND, 90 - cerca de 20% - apresentam *rating*.

Fatores exógenos também contribuíram para o crescimento do mercado. A desvalorização do real frente ao dólar e a retração dos mercados internacionais - especialmente após os atentados terroristas ocorridos em 11 de setembro nos Estados Unidos e a deflagração da crise argentina - oneraram as captações no exterior, em particular para os países emergentes, obrigando as empresas brasileiras a buscar, internamente, novas alternativas de *funding*. No mesmo sentido atuaram as altas taxas de juros praticadas no Brasil durante boa parte do ano, à medida que encareceram os empréstimos bancários, tornando o segmento de debêntures relativamente mais atrativo para quem necessitava obter recursos.

Neste movimento, e com o objetivo de ampliar a atratividade de seus papéis, os emissores passaram a oferecer remunerações mais elevadas. No início do ano, as captações efetuadas oscilavam entre 101% e 103% da Taxa DI; já nos últimos meses, chegaram a alcançar 110%.

MUDANÇAS NO SND

No que se refere às questões operacionais do mercado de debêntures, a ANDIMA e a CETIP realizaram uma profunda reformulação no SND, que passou a disponibilizar novas informações e telas de consulta. A partir da realização do Trabalho de Orientação de Cálculos e Textos

para Escrituras de Debêntures e da grande aceitação, por parte do mercado, das metodologias sugeridas, foram criados novos campos e rotinas que possibilitaram a realização do cálculo do Preço Unitário da curva dos papéis. Diversas opções de cálculo estão disponíveis, abrangendo todos os indexadores e remunerações. Adicionalmente, foram incluídas informações de *rating* e agências classificadoras, bem como do número de negócios ocorridos no mercado secundário. Todos os ativos em estoque no Sistema foram recadastrados em 2001.

Redução de custos

A ANDIMA racionalizou os custos de manutenção e administração do SND. De 1998 a março de 2001, a redução média nos preços dos servi-

ços chegou a 32%, beneficiando todos os emissores. Em abril de 2001, precisamente por conta das modificações feitas no Sistema, foi instituída nova tabela de cobrança para custódia das debêntures que estabelece distinção entre padronizadas e não-padronizadas, com redução significativa das alíquotas incidentes para as emissões registradas a partir de janeiro de 2001.

Módulo eletrônico para informação dos valores dos eventos de debêntures

Hoje, o emissor envia à CETIP um fax (formulário específico) assinado pelos seus representantes informando o(s) valor(es) unitário(s) de pagamento da debênture. A partir da implantação do novo SPB, a CETIP disponibilizará, via SND, tela específica para que o emissor, diretamente ou através de banco mandatário eleito para tal, impute o valor por ele calculado, o qual

As debêntures
têm se mostrado
uma alternativa
interessante
para as empresas
que desejam
captar recursos

prevalecerá em relação ao eventualmente calculado pela CETIP;

Mudanças em função do SPB

No mercado primário, a liquidação poderá ser feita na janela da CETIP, no período matutino, ou pelo valor bruto, no período vespertino. Além disso, a finalização da operação e a transferência da custódia passarão a ocorrer após a confirmação da transferência financeira (seja em tempo real ou no horário de liquidação da janela da CETIP), e não mais quando da confirmação da operação na CETIP por todos os bancos liquidantes. As negociações no mercado secundário, por sua vez, poderão ser liquidadas pelo valor bruto na CETIP, ou de forma multilateral na Central, com garantias, em D0 ou em D+1.

Os eventos programados das debêntures registradas no SND serão realizados somente na janela da CETIP

no STR, em D0. Já as operações de compra e venda de debêntures registradas no SND no mercado secundário poderão ser efetuadas pelo valor bruto, na CETIP, sem o aporte de garantias, em D0, ou pelo saldo multilateral, através da Central, com garantias, podendo os comitentes escolher entre a liquidação na própria data ou em D + 1 - neste último caso, é facultado aos comitentes agendar as operações na véspera de sua liquidação.

PERSPECTIVAS PARA 2002

Dentre as perspectivas para o mercado de valores mobiliários em 2002, cabe destacar o projeto em desenvolvimento pela CVM de criação de uma debênture padronizada, de emissão simplificada, capaz de reduzir o prazo necessário ao registro - atualmente, de cerca de seis meses - e que somente leve em conta o risco de crédito do emissor no momento da aquisição. A

demora atua como um desestímulo para as emissões, seja pela possibilidade de mudança do cenário econômico nesse intervalo, seja pela eventual necessidade imediata de *funding* por parte da empresa. Para agilizar o processo, a análise da emissão será feita por entidades auto-reguladoras autorizadas pela CVM, que conferirá um atestado de regularidade ao emissor e efetuará o registro automático. No projeto em estudo, estão sendo discutidas as características do título, tais como valor nominal, remuneração e prazo para repactuação. A criação deste papel deve fomentar o mercado secundário, além de tornar o ativo mais acessível a um número maior de investidores.

O impulso obtido pelo mercado de debêntures em 2001 deve ter reflexos em 2002. Embora ainda haja dúvidas com relação à recuperação da economia mundial, reforçando a idéia de que as taxas de juros podem permanecer em patamares elevados, pelo menos

no primeiro semestre de 2002, o ativo tem mostrado ser uma alternativa interessante para as empresas. No próximo ano, a entrada em vigor do aumento da tributação do mercado à vista de ações, que na prática equipara as alíquotas dos segmentos de renda fixa e variável, e o quadro de incerteza que geralmente antecede períodos eleitorais, levando as companhias a antecipar suas emissões, podem reforçar esta tendência. Também é possível admitir uma migração dos investidores dos títulos públicos para os privados - entre os quais as debêntures -, tendo em vista que as questões políticas terão influência relevante nas decisões econômicas dos agentes.

Nuno Miguel Conde
Analista econômico