

Principal desafio é incentivar a negociação no mercado secundário

Uma análise da evolução recente das emissões de valores mobiliários no mercado doméstico deixa evidente o crescimento significativo do volume de debêntures, tanto em termos absolutos, quanto em comparação com as ações e notas promissórias, especialmente em 2001 e 2002 (veja gráfico ao lado).

Essa expansão resulta de uma série de incentivos e projetos adotados nos últimos anos visando a alavancar o mercado de capitais brasileiro, com destaque particular para as debêntures. Tais iniciativas envolveram instituições participantes do mercado financeiro, associações representativas do setor e o próprio governo, consolidando a crença na importância dos mecanismos de captação de recursos diretamente pelas empresas, via mercado de capitais, como alternativa necessária na busca do desenvolvimento econômico.

O mercado de debêntures cresceu ao longo de 2002 a despeito do ambiente

macroeconômico incerto, característica já esperada em um ano de eleições, que gerava dúvidas quanto a possíveis mudanças na política econômica até então adotada e sua influência sobre o mercado financeiro.

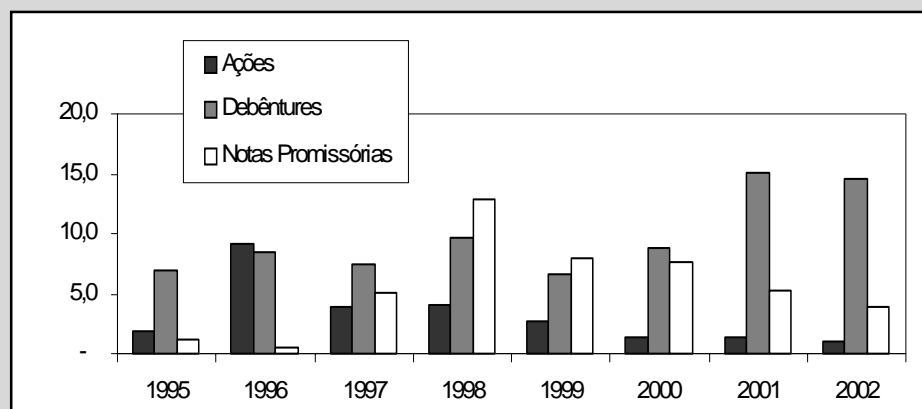
Entretanto, ainda existe um longo caminho a ser percorrido para o fortalecimento do

mercado de capitais doméstico e a consolidação de um mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil. A exemplo dos demais países latino-americanos, o segmento de debêntures apresenta liquidez restrita, embora já se observe uma tendência de aumento dos volumes de negociação

secundária registrados no SND - Sistema Nacional de Debêntures nos últimos anos, após o boom ocorrido em 1996 e 1997 (veja gráfico abaixo).

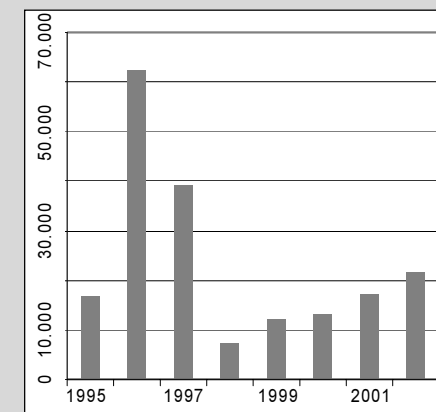
Há espaço para crescimento do volume de emissões e de negociação desses papéis tanto do lado da oferta quanto

**Registros de Valores Mobiliários - CVM
(em R\$ bilhões)**



Fonte: CVM.

**Volume Anual do Mercado Secundário Registrado no SND
(em R\$ milhões)**



Fonte: SND

sob o aspecto da demanda. Neste último caso, o potencial de expansão fica claro quando se verifica a reduzida participação das debêntures no portfólio dos investidores. No *ranking* por ativos de administração de recursos de terceiros elaborado pela Anbid, por exemplo, essa participação era de apenas 4,8% do total em dezembro de 2002, pouco superior à de 4,4% observada em fins de 2001. Da mesma forma, dados da Abrapp mostram que as debêntures representam somente 2,4% do total da carteira de investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, que em novembro de 2002 (última posição disponível) ultrapassava R\$ 157 bilhões (veja tabelas ao lado).

Além de se constituir em alternativa atraente de investimento, contribuindo para a diversificação das carteiras e proporcionando uma melhor relação risco/retorno, a emissão de debêntures beneficia as empresas pelo lado da oferta. A captação de recursos sem a intermediação financeira geralmente ocorre porque as

Aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Privada Participação por Ativo em %					
Ativos	dez/98	dez/99	dez/00	dez/01	nov/02
Ações	19,2	23,6	23,6	18,5	16,3
Imóveis	10,7	8,8	8,0	6,8	7,0
Depósitos a Prazo	9,7	4,6	3,2	3,1	2,4
Fundos de Investimento - RF	22,8	31,6	36,7	40,4	42,5
Fundos de Investimento - RV	10,2	12,2	11,4	10,5	9,2
Empréstimos a Participantes	1,9	1,6	1,8	1,8	2,0
Financiamento Imobiliário	4,4	3,4	2,9	2,5	2,2
Debêntures	3,6	2,5	2,0	2,1	2,4
Títulos Públicos	6,5	6,3	6,6	11,3	13,0
Outros	2,6	2,6	3,6	2,9	3,0
Operações com Patrocinadoras	8,4	0,1	0,2	0,1	0,1
Total (em milhões de reais)	90.757,00	115.124,00	130.077,00	154.578,00	157.318,00

Fonte: Abrapp

Administração de Recursos de Terceiros - Participação por Ativo em Dez/02		
Ativos	Volume (R\$ milhões)	Participação %
Renda Fixa	338.636,10	88,85
Títulos Públicos Federais	279.880,10	73,43
Títulos Públicos Estaduais e Municipais	124,40	0,03
CDB/RDB	22.593,60	5,93
Notas Promissórias	1.230,00	0,32
Debêntures	18.135,00	4,76
Outros	16.673,00	4,37
Renda Variável	42.492,10	11,15
Ações	41.480,60	10,88
Outros	1.011,50	0,27
Total	381.128,20	100,00

Fonte: Anbid.

empresas procuram otimizar sua estrutura de capital, reduzindo custos de financiamento, ou porque, baseadas nas expectativas positivas de seus acionistas e administradores, visam ao crescimento, buscando *funding* para novos projetos e negócios.

No que diz respeito à destinação dos recursos, as emissões de debêntures registradas no SND em 2002 apresentaram perfil interessante. Do total de R\$ 14,3 bilhões, 32% das empresas citaram como

objetivo o reforço de capital de giro; 17%, o alongamento do perfil de dívida; e 5,9%, a redução de seus passivos. Apenas 12% mencionaram investimentos de prazo mais longo (4,5% na aquisição de participação acionária, 4% na implantação de projetos e 3,5% em investimentos em imobilizado), enquanto os restantes 33% não especificaram o destino dos recursos captados. Além disso, grande parte da captação no mercado doméstico serviu

para suprir o corte de linhas de financiamento no exterior, já que o percentual de rolagem da dívida externa privada acusou redução significativa no decorrer de 2002, o que acabou prejudicando a liquidez de algumas empresas.

Ainda sobre este ponto, cabe ressaltar duas características estruturais que têm funcionado como freio ao desempenho não apenas do mercado de debêntures, mas do mercado de capitais como um todo no Brasil: o baixo ritmo de crescimento econômico, marcado pela intensa volatilidade do ritmo da atividade, o que afeta diretamente as expectativas do empresariado local; e a permanente vulnerabilidade externa, fator de risco que inibe os investimentos domésticos, gerando, inclusive, a saída de recursos do país.

Dados da CVM sobre a carteira dos investidores não-residentes indicam, além da queda significativa do volume total dos investimentos estrangeiros de portfólio nos últimos anos, uma reduzida participação das debêntures em dezembro de 2002:

O número de agências de *rating* aumentou, e praticamente todas as emissões recentes têm sido acompanhadas de, no mínimo, duas classificações, para que os investidores tenham uma avaliação mais clara da relação risco/retorno do investimento

1,2% sobre o total de US\$ 10,4 bilhões, enquanto os demais papéis de renda fixa e as ações alcançaram 74,7% e 21,5%, respectivamente (veja tabela abaixo).

Portanto, a questão central não se limita a práticas de mercado ou a mecanismos de infra-estrutura que fomentem o segmento de valores mobiliários de renda fixa, sobretudo o de debêntures. Em primeiro plano, estão as expectativas dos empresários e o espírito empreendedor, capaz de visualizar os benefícios de um instrumento que garante acesso a recursos para investimentos a custos atrativos, viabilizando a adequação da estrutura de capital da empresa ou a execução de novos projetos.

Esses novos recursos maximizam fluxos de caixa futuros, que não apenas cobrem os custos do financiamento, mas possibilitam a geração de resultados, criando um ciclo virtuoso de investimentos. Nesse sentido, cabe ressaltar os benefícios proporcionados pelo aumento da participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa - observados os limites de cada

companhia -, que permite a expansão da alavancagem financeira e a redução do custo de captação, pois os juros pagos sobre empréstimos podem ser abatidos do Imposto de Renda da pessoa jurídica.

A literatura internacional tem discutido os passos necessários à implantação de um mercado de dívida corporativa desenvolvido. Em primeiro lugar, é fundamental haver um mercado de títulos públicos igualmente sólido. Neste aspecto, cabe destacar o papel do governo como principal emissor e regulador, criando condições favoráveis à captação de recursos no mercado primário e, posteriormente, um mercado

secundário líquido para esses papéis.

Questões como precificação e transparência do mercado de dívida pública, porém, são extremamente recentes no Brasil. As informações diárias sobre negociações com esses papéis somente passaram a ser divulgadas pelo Banco Central em 1999, no boletim Nota para a Imprensa do Mercado Aberto. Já a difusão diária dos preços praticados no mercado secundário começou em 2000, por iniciativa da ANDIMA, com o apoio da Autoridade Monetária e das instituições atuantes no segmento.

Um mercado secundário de títulos públicos desenvolvido atua como *benchmark*

e possibilita a criação de uma curva de ativos *risk free*, que funciona como parâmetro para os lançamentos de papéis privados no mercado primário, partindo-se de uma avaliação de riscos de crédito dos títulos corporativos em si e das empresas emissoras. E em relação às avaliações de crédito, os avanços também são significativos. O número de agências de *rating* aumentou, e praticamente todas as emissões recentes têm sido acompanhadas de, no mínimo, duas classificações, para que os investidores tenham uma avaliação mais clara da relação risco/retorno do investimento.

No Brasil, entretanto, o avanço do mercado de dívida pública, se por um lado serve como referência para o mercado de dívida privada - a exemplo do que acontece na experiência internacional -, por outro, acaba inibindo seu desenvolvimento. Esse paradoxo se deve à atual situação macroeconômica do país, de elevado desequilíbrio externo e fiscal, que contribui sobremaneira

Investimentos Externos - Portfólio de Investidores não Residentes						
Período	Participação por Ativos					Valor Total (em US\$ Bi)
	Ações	Derivativos	Debêntures	Outros	Renda Fixa	
Dez/98	94,8	4,2	1,0	0,0	0,0	17,37
Dez/99	99,0	0,0	0,8	0,1	0,0	23,11
Dez/00	91,9	0,1	0,9	0,1	7,0	18,5
Dez/01	88,5	0,3	0,7	1,2	9,3	15,5
Dez/02	74,7	2,4	1,2	0,2	21,5	10,4

Fonte: CVM.

O crescimento do mercado de dívida corporativa no Brasil envolve a consolidação de um cenário de estabilidade monetária e fiscal, o desenvolvimento da regulamentação e o avanço da liquidez nos mercados primário e secundário

para o crescimento da dívida pública, levando os títulos públicos - mais líquidos, com rentabilidade atrativa e menos sujeitos a volatilidade em ambiente de instabilidade - a atuar, em última instância, como "concorrentes" dos papéis privados.

O problema, portanto, precede a discussão sobre liquidez no mercado secundário de títulos de dívida privada, localizando-se no próprio mercado primário. Os emissores de debêntures ou são empresas de grande porte, que colocam seus títulos de forma regular e homogênea, muitas vezes com finalidade não primordial, como reforço de caixa; ou são companhias com estruturas de financiamento inadequadas que, para rolar dívidas ou reduzir passivos externos, muitas vezes têm de captar recursos a custos elevados. No primeiro caso, há a possibilidade de criação de uma curva de papéis e maior pulverização dos ativos, como ocorreu com as emissões da Petrobras. Já no segundo, usualmente os papéis são mais heterogêneos, com menor volume de negociação secundária.

Poucas economias dispõem de mercados secundários de títulos privados com elevado grau de liquidez. O principal exemplo são os Estados Unidos, em que esse segmento corresponde a cerca de 70% do PIB. O Brasil apresenta números infinitamente mais modestos, embora o país figure como um dos mais desenvolvidos em comparação com a realidade latino-americana. No caso brasileiro, a restrita liquidez do mercado secundário está diretamente associada à baixa pulverização dos papéis, que se concentram em fundos de investimento ou de pensão, cuja prática, em geral, é a de carregar as debêntures até o vencimento final, dependendo das características dos ativos.

Outro ponto crucial para o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil está relacionado à regulamentação do setor. A atuação do órgão regulador - a CVM - Comissão de Valores Mobiliários - mereceu destaque em 2002. Foi um ano rico em novidades,

como a reformulação das Instruções Normativas que dispõem sobre as distribuições primária e secundária de valores mobiliários (incluindo debêntures), consolidando as de nºs 13 e 88, e também da Instrução nº 202, que trata dos registros de companhias abertas junto à CVM. Já no início de 2003, entraram em pauta o aprimoramento da Instrução que dispõe sobre a atuação dos formadores de mercado de valores mobiliários, com extensão a debêntures, e o avanço da questão da padronização desse ativo. Trata-se de mais dois fortes recursos para fomentar a evolução do segmento.

Dessa forma, o crescimento do mercado de dívida corporativa no Brasil envolve necessariamente a consolidação de um cenário de estabilidade monetária e fiscal, o desenvolvimento da legislação e regulamentação do setor e, por fim, o avanço da liquidez e transparência nos mercados primário e secundário. Muitas dessas condições já têm suas bases definidas, e houve importantes progressos.

O ano de 2003 abrirá novos horizontes para esse mercado no país. E novas conquistas serão necessárias, como o aumento da proteção aos investidores, com a adoção de regras de conduta de governança corporativa e transparência pelas empresas; a obtenção de arranjos institucionais que garantam a aplicação dessas regras; e o estímulo do governo e dos órgãos reguladores, como a criação de fundos especializados em títulos de dívida privada, com o aprimoramento da avaliação dos riscos e da precificação dos papéis. Mais do que isso, porém, é preciso ingressar em um longo ciclo de expansão econômica, o que sem dúvida reforçará a importância das debêntures como instrumentos de redução dos custos financeiros de captação das empresas, capazes de permitir a melhor administração da estrutura de capital e o financiamento de novos projetos de investimento.

Vívian Figueiredo

Assistente Operacional do SND