

Debêntures: mercado primário bate recordes, mas secundário permanece com baixa liquidez

O ano de 2005 foi particularmente favorável ao mercado de valores mobiliários brasileiro. Os registros de ofertas primárias e secundárias na CVM - Comissão de Valores Mobiliários alcançaram R\$ 70,8 bilhões (aumento de 142% em relação a 2004), com destaque para as debêntures, que responderam por 58,7% do total. Os números sinalizam a recuperação não apenas do segmento como um todo, mas especialmente do mercado de títulos de crédito privados, apesar do elevado nível da taxa de juros e do modesto crescimento da economia. No ano, foram arquivados na Autarquia R\$ 36,95 bilhões em 21 programas de distribuição em títulos de dívida - debêntures e notas promissórias -, dos quais restam R\$ 13,4 bilhões a serem colocados em mercado, no prazo máximo de dois anos, contados a partir dos registros na CVM. Em 2004, houve somente oito programas, com volume total de R\$ 10,65 bilhões, embora a taxa básica de juros tenha permanecido, na média do ano, quase três pontos percentuais abaixo da observada em 2005.

Os lançamentos de ações também se destacaram, com um pequeno crescimento em relação ao ano passado.

O volume chegou a R\$ 11 bilhões, dos quais mais de R\$ 4 bilhões em ofertas primárias, ante R\$ 9,1 bilhões em 2004. A valorização observada no mercado acionário incentivou o volume de ofertas e o aumento da demanda por esses ativos. Outro valor mobiliário de desempenho expressivo foram as Quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, cujos registros chegaram a 40 em 2005, totalizando R\$ 8,3 bilhões, contra apenas 15 no ano anterior (R\$ 5,1 bilhões).

Assim como em 2004, as captações no mercado interno superaram as realizadas no exterior, apesar da elevada liquidez verificada no mercado internacional e a despeito da evolução da crise política no Brasil. É importante frisar, porém, que a ocorrência de um dos menores níveis de risco país (recorde de 305 pontos no final de 2005) criou as condições para que as captações no exterior fossem bem-sucedidas, com taxas reduzidas e demandas muito superiores aos lotes ofertados.

O elevado volume de captação no mercado interno também se deveu à expectativa criada pelo ano eleitoral de 2006, que ainda causa nos agentes alguma incerteza quanto ao comportamento da economia e à continuidade do cenário de liquidez observado em 2005. Atentas a esse cenário, muitas empresas anteciparam a renegociação

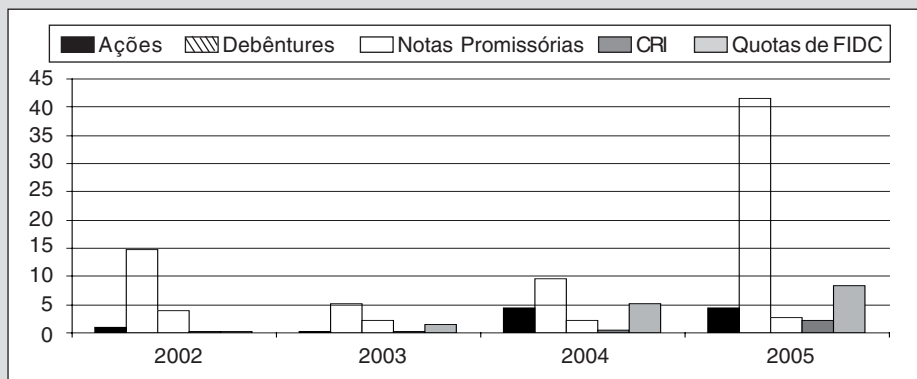
de dívidas, em especial com a emissão de títulos de crédito, a exemplo das debêntures, obtendo benefícios como redução das taxas pagas e alongamento de prazos e, desta forma, melhorando significativamente seu passivo de longo prazo e suas condições de financiamento.

Ainda como indicadores positivos observados em 2005, cabe mencionar a concessão de 25 novos registros de companhias abertas pela CVM, ante 16 em 2004. Em contrapartida, foram cancelados no ano 144 registros, e a média histórica do número de companhias abertas ainda é a mais baixa desde 1995. As aberturas foram acompanhadas de oito ofertas públicas iniciais (IPO), sendo seis de ações e duas de debêntures, segundo dados da CVM.

Com relação à área de legislação, 2005 teve como característica a consolidação de normativos publicados em anos anteriores, principalmente no que diz respeito a fundos de investimento - houve aprimoramentos e incentivos aos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras e aos Fundos de Investimento Imobiliário. Também cabe citar a relativa flexibilização feita pela CVM no cadastramento de investidores não-residentes, que pode ser ampliada pelas entidades reguladoras, de forma a estimular o desenvolvimento dos

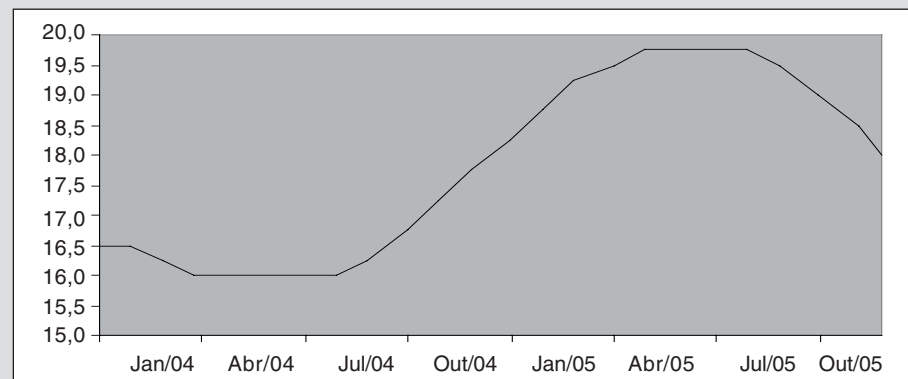
O ano de 2005 registrou um recorde no volume de emissões de debêntures desde a implantação do Plano Real, em 1994: R\$ 41,5 bilhões

Ofertas Públicas Primárias na CVM (em R\$ bilhões)



Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

Meta da Taxa SELIC (% a.a.)



Fonte: Central Bank of Brazil. Elaboração: ANDIMA.

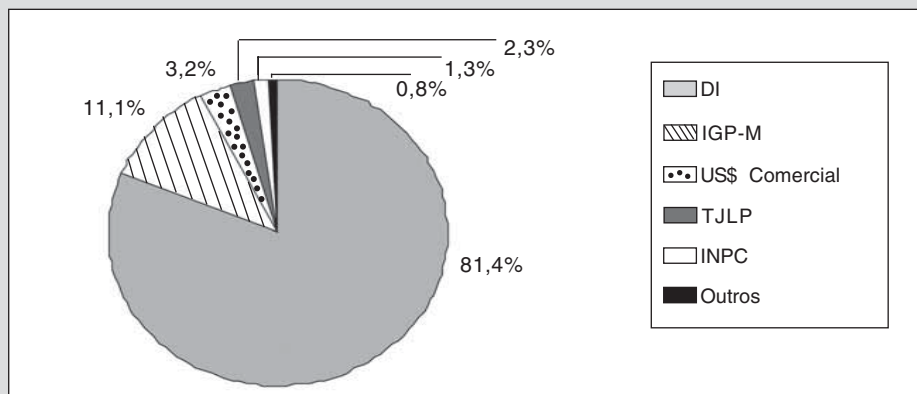
mercados de títulos públicos e privados.¹ Os efeitos positivos de tal iniciativa já foram comprovados em alguns países asiáticos, com o aumento do volume e da liquidez no segmento de títulos corporativos.²

Ainda no campo da legislação para o mercado de capitais, vale destacar a criação da Nota Comercial do Agronegócio e a definição de regras especiais para a administração de carteiras de valores mobiliários do

Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas, item até então pendente para maior utilização dessas parcerias, com o incentivo à emissão de novos valores mobiliários.

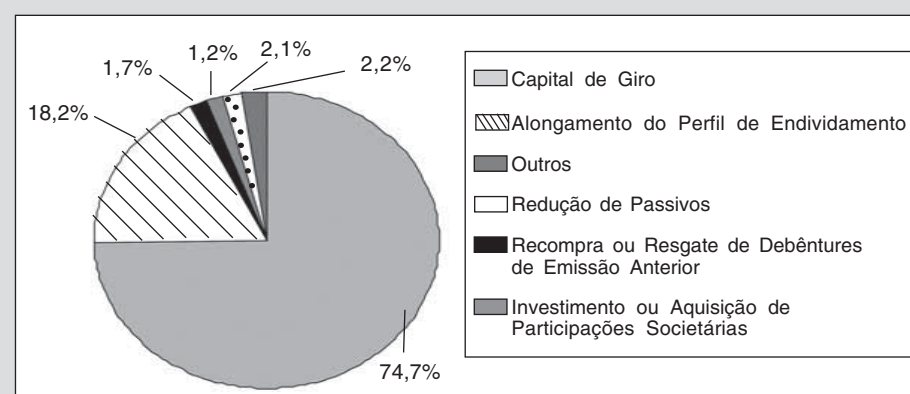
¹ Sobre este assunto, ver Relatório Econômico *Dívida Pública: Participação do Investidor Estrangeiro*, editado pela ANDIMA em 2005. O estudo mostra como a ampliação da participação de investidores estrangeiros na aquisição de títulos da dívida pública contribuiria para a formação de um mercado doméstico de dívida mais abrangente e pujante. ² Ver também estudo divulgado pelo BIS: *Corporate bond markets in Asia*, no site www.bis.org, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512h.pdf.

Estoque do SND por Tipo de Remuneração das Debêntures - Posição Dezembro/2005



Fonte: ANDIMA.

Volume de Debêntures Registradas na CVM em 2005 por Destinação de Recursos



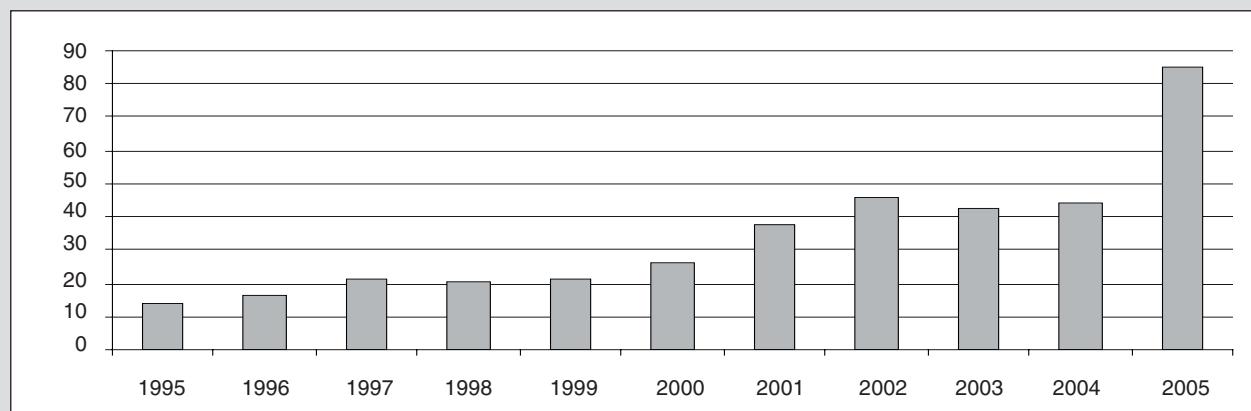
Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

Mercado de Debêntures

O ano de 2005 registrou um recorde no volume de emissões de debêntures desde a implantação do Plano Real, em 1994: R\$ 41,5 bilhões. O período, entretanto, apresentou uma característica peculiar: do total registrado no SND - Sistema Nacional de Debêntures – ambiente em que estão custodiadas 98% das emissões públicas desses ativos -, mais de 70% foram emitidos por companhias de arrendamento mercantil. Essas captações destinam-se à formação de capital de giro, estando, usualmente, indexadas à taxa DI (Depósitos Interfinanceiros).

Em 2005, o estoque do SND alcançou o recorde de R\$ 84,9 bilhões, com crescimento de mais de 90% em relação a 2004. Devido ao perfil acima descrito, cerca de 81% dessas debêntures eram indexadas à taxa DI, ficando os ativos atrelados ao IGP-M e ao dólar, com

Evolução do Estoque de Debêntures no SND (em R\$ bilhões)



Fonte: ANDIMA.

Embora o número de emissões de debêntures tenha aumentado, a aplicação direta nesses ativos, tanto por parte de investidores estrangeiros quanto de fundos de pensão, não só ainda é pouco expressiva como tem diminuído ao longo dos anos

participações de 11% e 3%, respectivamente. Tal concentração também pode ser atribuída ao comportamento dos indicadores em 2005: manutenção de elevados patamares de taxas de juros e ocorrência de deflação em diversos meses do ano, levando o IGP-M a acumular variação de apenas 1,21% no ano.

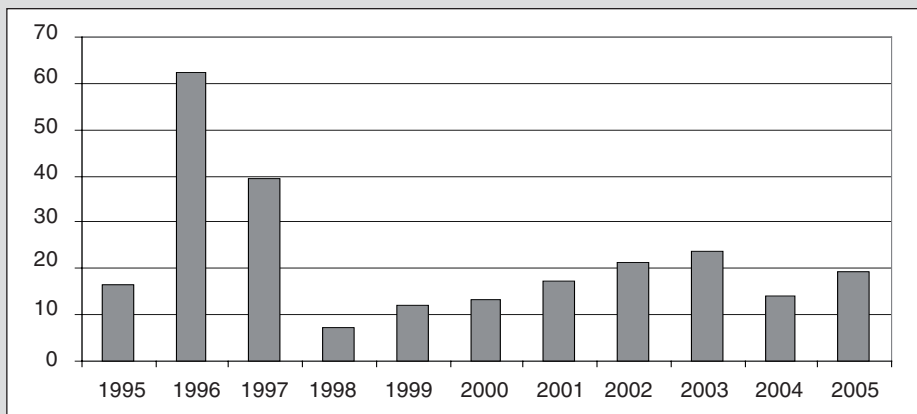
Quanto à destinação das captações, cerca de 74% foram utilizadas como capital de giro; 18%, destinadas ao alongamento do perfil de endividamento; e apenas 1,2% a investimentos ou participações societárias.

Já o prazo médio das emissões foi de 7,2 anos (sem considerar os prazos de repactuação, quando previstos

em escritura), mantendo a média observada em 2004, quando houve aumento significativo desse indicador, frente a anos anteriores.

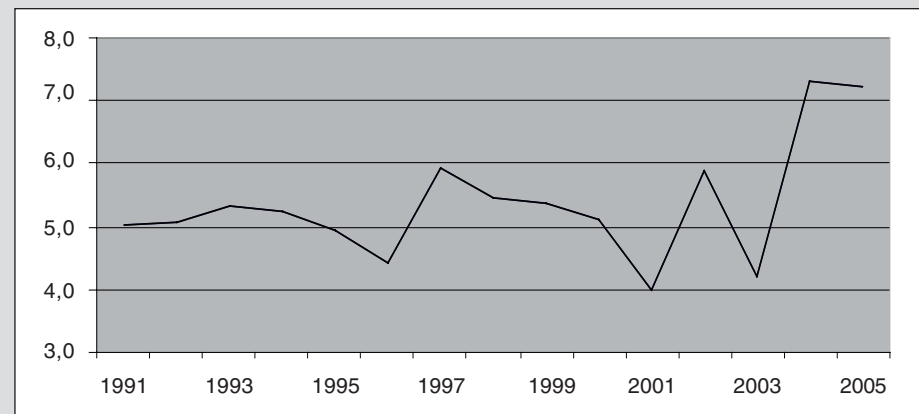
O volume do mercado secundário de debêntures no SND apresentou leve recuperação em 2005, alcançando o patamar de R\$ 19 bilhões, ante R\$ 14 bilhões em 2004.

Volume Anual das Negociações no Mercado Secundário Registradas no SND (em R\$ bilhões)



Fonte: ANDIMA.

Prazo Médio das Emissões de Debêntures em Anos



Fonte: ANDIMA.

Investimentos Externos - Portfólio de Investidores Não-residentes

Período	Participação por Ativos (em %)					Valor Total (em US\$ bilhões)
	Ações	Renda Fixa	Derivativos	Debêntures	Outros	
Dez/00	91,90	7,00	0,10	0,90	0,10	18,50
Dez/01	88,50	9,30	0,30	0,70	1,20	15,50
Dez/02	74,70	21,50	2,40	1,20	0,20	10,40
Dez/03	86,79	11,60	0,62	0,68	0,31	20,12
Dez/04	87,72	10,28	1,23	0,49	0,28	21,91
Jul/05	87,66	9,58	1,81	0,43	0,52	32,84

Fonte: CVM. *Elaboração:* ANDIMA.

Carteira das Aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - Participação por Ativo (em %)

Ativos	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Ago/05
Ações	23,6	18,5	15,8	19,0	20,0	18,9
Imóveis	8,0	6,8	6,7	5,4	4,5	4,2
Depósitos a prazo	3,2	3,1	2,3	1,2	0,9	1,0
Fundos de Investimento - RF	36,7	40,4	41,0	44,6	46,6	47,8
Fundos de Investimento - RV	11,4	10,5	11,9	10,0	10,1	9,5
Empréstimos a Participantes	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9	2,0
Financiamento Imobiliário	2,9	2,5	2,0	1,6	1,2	1,0
Debêntures	2,0	2,1	2,2	1,7	1,4	1,3
Títulos Públicos	6,6	11,3	13,3	12,7	11,7	12,6
Outros	3,6	2,9	2,7	2,1	1,7	1,7
Oper. com Patrocinadoras	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Total (em R\$ bilhões)	130,07	154,57	168,49	216,18	255,78	274,27

Fonte: Abrapp. *Elaboração:* ANDIMA.

Este pequeno acréscimo, entretanto, não é motivo para comemorações, pois o mercado permanece com baixa liquidez em termos absolutos, uma vez que o giro médio diário não chega a alcançar 0,1% do volume registrado.

Embora o número de emissões de debêntures tenha aumentado, a aplicação direta nesses ativos, tanto por parte de investidores estrangeiros quanto de fundos de pensão, não só ainda é pouco expressiva como tem diminuído ao longo dos anos. Em 2005, segundo os últimos dados disponíveis, o percentual em carteira de investimentos em debêntures de investidores externos e fundos fechados de previdência complementar não passaram de 0,43% e 1,3% do total, respectivamente.

Debêntures Simplificadas: um avanço no campo de auto-regulação

A constatação de que a liquidez é um sério entrave ao pleno desenvolvimento do mercado de dívida corporativa levou a ANDIMA, em conjunto com outras entidades representativas do setor financeiro, a constituir um Grupo de Trabalho para identificar iniciativas que

A proposta básica é a de
que as debêntures simplificadas
sejam emitidas segundo
três parâmetros de remuneração:
prefixadas, corrigidas por
índices de preços
e pós-fixadas

pudessem resultar em uma ampliação da negociação secundária desse ativo. Dentre as diversas sugestões discutidas, a que mais concentrou as atenções foi a proposta de criação de uma debênture simplificada.

O primeiro passo neste sentido foi o de identificar as exigências regulatórias que acabaram por inviabilizar a emissão das debêntures padronizadas. Quando este ativo foi criado pela Instrução CVM nº 404, em 13/02/2004, havia a expectativa de que, por sua simplicidade, pudesse induzir a ampliação do número de investidores e do giro no mercado secundário. Entretanto, quase dois anos após a edição da norma, nenhuma empresa conseguiu cumprir parte das exigências previstas, embora várias emissões que vieram a seguir tenham adotado algumas das cláusulas no modelo de escritura anexo à Instrução – sobretudo as recomendações quanto à padronização dos critérios de cálculo.

Dentre os requisitos previstos na Instrução nº 404 que parecem explicar a ausência de emissões de debêntures padronizadas até o momento, cabe destacar as exigências de que esses ativos sejam objeto de atividade permanente por parte de formadores de mercado e a liquidação das operações com eles realizadas nos mercados primário e secundário ocorra

somente em ambientes que possam efetuarla, simultaneamente, pelo valor bruto e pelo saldo líquido multilateral.

Partindo de tal diagnóstico, e reconhecendo o avanço do citado normativo no que diz respeito à padronização de cláusulas, a ANDIMA e a ANBID produziram um modelo de escritura para as debêntures simplificadas que visa essencialmente a dois objetivos: ampliar a liquidez do mercado secundário e atrair para o segmento um universo de empresas que, por diferentes razões, não utilizam esse ativo para a captação de recursos.

A proposta básica é a de que as debêntures simplificadas sejam emitidas segundo três parâmetros de remuneração: prefixadas, corrigidas por índices de preços e pós-fixadas (basicamente, como percentual do CDI ou CDI acrescido de *spread*). Os critérios de cálculo serão os sugeridos pelo trabalho de padronização elaborado pela ANDIMA já há algum tempo, e que vêm sendo adotados pela grande maioria das empresas emissoras. As debêntures deverão ser quirografárias, com valor nominal de R\$ 1 mil - para atrair investidores pessoas físicas – e ter *rating* atualizado anualmente. Poderão ter amortizações, desde que uniformes, e seu processo de

colocação deve prever a realização de *bookbuilding* eletrônico.

Outros dois aspectos envolvendo esse ativo foram considerados importantes como indutores da liquidez, embora não sejam de adoção compulsória: um esforço de pulverização de pelo menos 20% da emissão e a utilização da prerrogativa do *green shoe*, para constituir fundo de liquidez ou ser utilizado pelo formador de mercado do papel.

Os agentes de mercado esperam que a criação desse instrumento, associada às demais iniciativas que vêm sendo discutidas pelas entidades de classe – sobretudo no campo da racionalização da estrutura tributária hoje vigente, que desestimula o giro das carteiras –, resulte em um ambiente mais propício à expansão da liquidez e, conseqüentemente, a um aumento das emissões primárias, com a participação de novas empresas e investidores.

Luiz Macahyba
Superintendente de Desenvolvimento

Vívian M. de Figueiredo Corradin
Analista Econômica