



# SINOPSE

Novembro 2006

## Pesquisa analisa mercado de dívida corporativa no Brasil

O BID - BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO ENCOMENDOU EM DIVERSOS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA PESQUISA COM O OBJETIVO DE AUMENTAR O CONHECIMENTO DISPONÍVEL SOBRE OS PRINCIPAIS VEÍCULOS DE FINANCIAMENTO NÃO-BANCÁRIOS NA REGIÃO. NO BRASIL, O TRABALHO FOI REALIZADO PELO COPPEAD/UFRJ E CONTOU COM O APOIO DA ANDIMA. INTITULADO *THE DEVELOPMENT OF THE BRAZILIAN BOND MARKET*, O ESTUDO DETALHA O FUNCIONAMENTO DO MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS PÚBLICOS E PRIVADOS E A EVOLUÇÃO DAS CLÁUSULAS DAS DEBÊNTURES; FAZ UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA DA INTERAÇÃO ENTRE AS DIFERENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO; E RECOMENDA MEDIDAS PARA ESTIMULAR O SETOR. FORAM APLICADOS QUESTIONÁRIOS A EMISSORES E INVESTIDORES, VISANDO A IDENTIFICAR AS BARREIRAS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO. NO ÚLTIMO DO DIA 23, A ANDIMA PROMOVEU ENCONTRO TÉCNICO PARA APRESENTAR OS RESULTADOS DO ESTUDO, QUE TAMBÉM SÃO TEMA DESTA EDIÇÃO DA SINOPSE. NA ENTREVISTA DO MÊS, O PROFESSOR RICARDO LEAL, DO COPPEAD-UFRJ, COMENTA AS PRINCIPAIS CONCLUSÕES DO TRABALHO, ELABORADO EM CONJUNTO COM O PROFESSOR ANDRÉ CARVALHAL, DO MESMO INSTITUTO. A ÍNTEGRA DA PESQUISA ESTÁ DISPONÍVEL NO *SITE* DA ASSOCIAÇÃO NA INTERNET E NA RTM.

O estudo analisou os títulos públicos e os principais títulos de dívida corporativa, empréstimos bancários, bônus internacionais e ativos securitizados, com o objetivo de identificar obstáculos e sugerir iniciativas para o desenvolvimento do setor. A seguir, os principais resultados e recomendações, com ênfase no mercado de debêntures.

---

## Análise Econométrica

Este tipo de análise procurou identificar as interações entre as diversas formas de financiamento das empresas. Ao contrário dos demais estudos dessa natureza, o teste não se propôs a explicar as decisões sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras, mas somente verificar como uma forma de financiamento influencia a outra. A amostra reuniu 357 companhias abertas listadas na Bovespa em 2005. Foram utilizados como variáveis de controle os determinantes da estrutura de capital sugeridos na literatura e o índice que mede as práticas de governança corporativa (IGC). Para evitar a esperada causalidade reversa entre as variáveis, foi escolhido o método 3SLS, mais indicado neste caso.

Dentre os resultados, destacam-se: empresas que utilizam mais empréstimos bancários tendem a emitir menos debêntures; empresas que emitem bônus no exterior tendem a contrair mais endividamento doméstico, por meio de debêntures ou empréstimos bancários; exportadores utilizam mais recebíveis lastreados em suas vendas ao exterior em detrimento da emissão de bônus internacionais; empresas com acionistas estrangeiros emitem bônus no exterior com mais frequência; os emissores de ADR emitem menos bônus internacionais e ativos securitizados; empresas com melhores práticas de governança corporativa são, em geral, menos alavancadas.

A utilização das variáveis de controle também mostrou que as grandes empresas recorrem mais a variadas formas de endividamento, mas, quanto maiores as companhias, menor o nível de endividamento. Além disso, o grau de alavancagem das empresas aumenta conforme o volume de ativos tangíveis e diminui quanto maiores são a volatilidade (risco) e a rentabilidade (ROA).

---

## Evolução das Cláusulas de Debêntures

Esta parte do estudo baseou-se em pesquisas anteriores que procuraram analisar a evolução das cláusulas das escrituras de debêntures no Brasil a partir do final da década de 80. A primeira, realizada por Anderson (1999), enfocou o período de hiperinflação (1989 a 1993). Posteriormente, Filgueira e Leal (2000), Saito *et al.* (2005) examinaram as fases seguintes à implementação do Plano Real (1994-1997) e à adoção da taxa de câmbio flutuante (1998-2001), respectivamente. Já o atual estudo analisou as debêntures emitidas de 2002 a 2004, e comparou a utilização dos diferentes tipos de cláusulas entre esses períodos.

No que se refere às cláusulas relativas a remuneração e às de vencimento antecipado, observou-se uma redução expressiva da indexação a indicadores de inflação e à moeda estrangeira. A utilização de remuneração com base em taxa flutuante, mais precisamente a Taxa DI, aumentou significativamente, chegando a atingir, em alguns períodos, quase 90% do total do estoque de debêntures emitidas. Com a estabilidade econômica, diminuiu o uso de cláusulas de vencimento antecipado, que permitem revisão periódica dos parâmetros de remuneração.

A redução das taxas de inflação, porém, levou as cláusulas de debêntures a dar maior ênfase a situações de potencial conflito de interesses. Assim, passaram a ser mais frequentes cláusulas que prevêm vencimento antecipado no caso de troca de controle ou propriedade; vedam a utilização de recursos com objetivos diferentes dos declarados na escritura de emissão; proíbem a venda de ativos; limitam investimentos; e restringem a emissão adicional de dívida, entre outras.

---

## Análise Qualitativa

O estudo também se valeu de questionários, que foram aplicados nos primeiros meses do ano a 28 investidores institucionais e 24 empresas, buscando correlacionar as dificuldades do financiamento corporativo ao baixo grau de desenvolvimento do

mercado de debêntures no Brasil. Dentre os principais problemas apontados pelos investidores, destacam-se a reduzida liquidez do mercado secundário (97%), a limitada capitalização do mercado (74%), a ausência de uma curva completa de estrutura a termo da taxa de juros (68%) e a baixa qualidade dos meios judiciais em casos de inadimplência (63%).

Na ausência de restrições legais, os investidores aumentariam o peso de ativos estrangeiros (55%), ativos securitizados (44%) e debêntures emitidas por empresas privadas (38%) em suas carteiras. Caso seu portfólio crescesse 50%, mantidas as restrições legais em vigor, alguns investidores aumentariam a proporção de ativos securitizados (55%), de títulos públicos (50%) e de CDB (39%). Mais de 70% dos pesquisados estariam interessados em adquirir debêntures (denominadas em reais, com taxa prefixada ou atrelada à inflação), emitidas por organismos multilaterais com *rating* AAA.

De forma geral, os investidores concordam que a existência de uma curva completa de estrutura a termo da taxa de juros promovida pelos títulos públicos é fundamental para melhorar o apreçamento das debêntures. Consideram, no entanto, que não é necessária a existência de um grande volume emitido de títulos públicos para o desenvolvimento do mercado de debêntures, e que títulos públicos e debêntures não são necessariamente substitutos em seus portfólios.

Dentre as empresas que responderam ao questionário, 83% possuem debêntures emitidas ou haviam emitido esse título nos últimos três anos, mas não tinham decidido se deveriam realizar emissão nos próximos dois anos, apontando como principal razão uma possível mudança de estratégia de financiamento para outras modalidades. Como obstáculos ao desenvolvimento do setor, foram citadas a pequena dimensão do mercado, a baixa liquidez do mercado secundário, as exigências legais e as diversas taxas (*underwriting*, *rating*, advogados e registro). O tempo necessário para obter o financiamento e as informações exigidas foram apontados como problemas no caso da emissão de debêntures e do empréstimo bancário. No entanto, o financiamento é obtido mais facilmente em moeda local do que em bancos internacionais, e os custos relacionados à prestação de informações são menores. Já os empréstimos de longo prazo são mais facilmente obtidos por meio da emissão de bônus no exterior.

## Conclusões e Recomendações

Em resumo, o estudo identificou um grande potencial de demanda por parte dos investidores e de desenvolvimento do mercado de debêntures, hoje acessado predominantemente por empresas de grande porte e sofisticadas do ponto de vista financeiro, que já utilizam todas as formas de financiamento disponíveis. Assim, os autores entendem que poderia ser estimulado o uso desse mercado por empresas menores, que geralmente recorrem ao empréstimo bancário como alternativa de financiamento. Também são consideradas indispensáveis medidas direcionadas à redução dos custos e da complexidade do processo de emissão, bem como a criação de mecanismos que facilitem a apreçamento desses títulos.

A pesquisa apurou, ainda, que muitos analistas entendem que o mercado de títulos públicos exerce sobre as debêntures o chamado efeito *crowding out*, em função de seu volume e principalmente, da remuneração oferecida, *vis-à-vis* ao respectivo grau de risco. Admitem, porém, que aquele mercado constitui-se no único meio capaz de prover uma curva de estrutura a termo de longo prazo em futuro próximo. Com a queda das taxas de juros, é esperado um aumento da demanda por títulos privados, o que deverá desonerar o financiamento das empresas brasileiras. Neste cenário, e contando com a redução dos custos de emissão, poderia haver uma expansão das emissões de debêntures conversíveis por empresas de grau de risco mais elevado.

Entre os eventos recentes que contribuem para o desenvolvimento do setor, os autores citam o anúncio da intenção do BNDES de atuar como formador de mercado para ampliar a liquidez no secundário; os esforços do Tesouro Nacional para simplificar e estender a curva de estrutura a termo da taxa de juros; e iniciativas como as da ANDIMA no sentido de aumentar a transparência do mercado, dos sistemas e das práticas de negócios; além da contínua consolidação da estabilidade econômica.

Os autores avaliam que medidas como a revisão das regras de adequação de capital (Basileia) e prudenciais que favorecem a aquisição de títulos públicos por investidores institucionais contribuiriam para a consolidação desse mercado. Sugerem,

também, não limitar a parcela de debêntures que pode ser adquirida pelos fundos de investimento (prevista no Edital de Audiência Pública CVM nº 3/2006), bem como estender às debêntures o tratamento fiscal dispensado a investidor estrangeiro na aquisição de títulos públicos e reduzir a carga fiscal e a complexidade na incidência de IR, IOF e CPMF nas operações com esses títulos. A debênture simplificada poderia ser utilizada como forma de baixar os custos de emissão e aumentar o volume emitido.

Finalmente, a pesquisa também recomenda ações educativas direcionadas a alguns agentes, como reguladores e Poder Judiciário, de forma a reduzir o viés anticredor existente no país. Ainda no que se refere a este aspecto, são sugeridas iniciativas para promover o mercado de debêntures junto aos investidores em geral, em especial pessoas físicas, e ampliar o volume de informações de mercado para os investidores institucionais.

---

## Debate

Os resultados da pesquisa foram analisados pelas perspectivas de emissores, investidores e reguladores, em encontro técnico realizado no dia 23, em São Paulo. Os primeiros concordam que os agentes deveriam aumentar seus esforços no sentido da pulverização do mercado, e que a regulamentação em vigor é adequada, permitindo a estruturação de operações com diferentes modelagens. O uso mais intenso de cláusulas que tratam de potenciais conflitos de interesses, no entanto, poderia estar associado a operações de crédito com garantia firme, devendo-se, desta forma, estimular também as operações dirigidas diretamente ao mercado. Já as emissões conversíveis, comuns na década de 80,

ao que tudo indica deverão encontrar espaço na fase atual de crescimento do mercado acionário.

Do ponto de vista do investidor, a redução da taxa de juros deverá incentivar, de fato, o aumento da demanda por títulos privados que ofereçam maior rentabilidade. Outras iniciativas citadas foram a elaboração de prospectos de mais fácil interpretação e entendimento; uma disseminação mais eficaz das informações; um maior número de analistas cobrindo as emissões; a revisão dos limites legais para os custos dos investidores institucionais, que poderiam envolver a contratação de gestores profissionais, regulados pela CVM; e a emissão de papéis com perfil de vencimento compatível com o de seus passivos.

O superintendente de Registro de Valores Mobiliários da CVM, Carlos Rebello, encerrou o encontro afirmando que a redução da taxa de juros e o natural crescimento do mercado devem atrair investidores que não estão acostumados com esse tipo de risco, requerendo uma supervisão mais abrangente por parte do regulador. No entanto, considera fundamental estudar alternativas para ampliar o número de emissores e investidores, de forma a incrementar a liquidez e a pulverização, bem como aumentar a educação financeira. Rebello ressaltou, ainda, que estudos como o demandado pelo BID e realizado pelo Coppead-UFRJ ajudam a avaliar se o crescimento do mercado está caminhando na direção certa, de maneira sólida.

A ANDIMA decidiu apoiar a pesquisa, por acreditar que iniciativas como esta contribuem para estreitar os laços entre a produção acadêmica e o mercado financeiro, em prol do seu desenvolvimento. Em vista desse objetivo, está lançando, também, o Prêmio ANDIMA de Renda Fixa, que visa a premiar a produção de artigos científicos sobre o segmento, cujas informações podem ser obtidas no *site* da Associação. ■

---

## SINOPSE ANDIMA

ANDIMA (RJ): Av. Chile, 230/12º e 13º - telefone (21) 3814-3800 ANDIMA (SP): Rua Líbero Badaró, 377/4º - telefone (11) 3115-1313 GERÊNCIA COMERCIAL: (21) 3814-3888 INTERNET: [www.andima.com.br](http://www.andima.com.br)

SUPERINTENDÊNCIA TÉCNICA: Valéria Arêas Coelho GERÊNCIA TÉCNICA: Sandro Baroni Selaimen GERÊNCIA DE ESTUDOS ECONÔMICOS E TRIBUTÁRIOS: Mary Carmen Mendez ASSESSORIA DE COMUNICAÇÃO: Cláudio Accioli EDITORAÇÃO E PRODUÇÃO GRÁFICA: Marcelo Paiva e Carlos Alberto V. Júnior REVISÃO: Renato Mourão IMPRESSÃO: Gráfica Gamboa

**Entrevista - Ricardo Leal**

# Cláusulas padronizadas e debêntures conversíveis tendem a aumentar



*EM ENTREVISTA À SINOPSE, O PROFESSOR RICARDO LEAL, UM DOS AUTORES DO ESTUDO ELABORADO PELO COPPEAD-UFRJ, COMENTA OS RESULTADOS DA PESQUISA, COM ÊNFASE NO SEGMENTO DE DEBÊNTURES. “A MELHORA DA SITUAÇÃO MACROECONÔMICA, A POSSIBILIDADE DE OBTENÇÃO DO INVESTMENT GRADE E A CONTINUAÇÃO DA QUEDA DAS TAXAS DE JUROS TENDEM A AMPLIAR A DEMANDA PELOS TÍTULOS PRIVADOS, QUE PODEM SE TORNAR MUITO INTERESSANTES EM TERMOS DE RENTABILIDADE. UMA CONSEQÜÊNCIA NATURAL DESTES PROCESSOS SERIA O EMPREGO MAIS FREQUENTE DAS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS”.*

## Quais são os principais resultados da pesquisa?

A pesquisa tinha como objetivo fornecer uma descrição do mercado de títulos públicos e corporativos no Brasil, oferecendo ao leitor estrangeiro uma oportunidade de obter informações sobre o nosso mercado em inglês e com algum detalhe. Boa parte do relatório feito para o BID ocupou-se disto, incluindo uma breve evolução histórica do sistema financeiro brasileiro e do mercado de títulos de dívida no país.

Do ponto de vista empírico, foram realizados três tipos de análises. A primeira procurou verificar as tendências das cláusulas de escrituras de debêntures desde os anos 80 até o momento. A segunda análise investigou quais são as interações entre os diferentes tipos de financiamento empregados pelas empresas de capital aberto brasileiras. Finalmente, na terceira e última parte, questionários foram respondidos por emissores e investidores brasileiros para que se obtivesse a identificação de possíveis obstáculos ao desenvolvimento do mercado.

As cláusulas de indexação à inflação e de vencimento antecipado passaram a ser menos usadas, e a pós-fixação dos juros, predominantemente por meio do CDI, passou a ser mais empregada do que a indexação a indicadores de preços. A evolução mais interessante se deu por conta do emprego cada vez mais freqüente de cláusulas que tratam dos conflitos de interesse entre acionistas e debenturistas. Como exemplos dessa modalidade de cláusula, podemos citar vários tipos de restrições sobre o pagamento de dividendos, condicionantes para o investimento, venda de ativos, cumprimento de normas e padrões, uso de ativos dados em garantia etc., além de restrições so-

bre o financiamento, tais como restrições para endividamento adicional e sobre garantias dadas a terceiros. Esta evolução denota a maior preocupação dos agentes financiadores no Brasil com aspectos ligados ao sistema de governança corporativa em geral.

O trabalho também analisou as interações entre as diversas formas de financiamento disponíveis para as empresas de capital aberto com ações em Bolsa. Os resultados indicam que o endividamento bancário e a emissão de debêntures no país são substitutos. As empresas que tendem a usar mais de um deles usam menos do outro. Já as empresas que emitem debêntures no exterior tendem a usar mais as debêntures domésticas e outras formas de financiamento. As empresas exportadoras tendem a usar mais títulos lastreados por recebíveis decorrentes da exportação e menos debêntures emitidas no exterior. Finalmente, empresas que listam suas ações no exterior usam menos debêntures emitidas no exterior. A conclusão é a de que, enquanto algumas formas de financiamento doméstico podem ser substitutas parciais umas das outras, o financiamento internacional parece indicar que as empresas maiores e mais sofisticadas do país empregam todos os meios de financiamento de que podem dispor, com evidências de substituição entre o financiamento por ações e por dívida no exterior.

Os principais fatores indicados por investidores e emissores como barreiras ao desenvolvimento do mercado são a reduzida liquidez do mercado secundário, a limitada capitalização do mercado, a baixa qualidade dos meios judiciais em casos de inadimplência e a falta de uma estrutura a termo de taxa de juros, além de custos e complexidade para a emissão.

Muitos investidores indicaram que, se as restrições legais a que estão submetidos permitissem, investiriam mais em títulos privados, com destaque para ativos de emissores estrangeiros no exterior, securitizados e debêntures domésticas. Entretanto, caso os juros subam de forma desproporcional entre os ativos do governo e privados, aumentariam sua posição em títulos federais. Curiosamente, muitos declaram que os títulos federais não são substitutos para os títulos privados. Os emissores também se queixaram das exigências de *disclosure* para emissões internacionais e das exigências dos reguladores domésticos.

**Em que medida esses resultados podem ser comparados com os de outros países?**

O mercado brasileiro de títulos de dívida corporativa não é pequeno em termos regionais. Entretanto, enquanto aqui predominam os títulos pós-fixados e indexados à inflação, em países como Argentina e Uruguai o mercado é dominado por títulos em moeda estrangeira, no Chile predominam os títulos indexados à inflação, e no México há uma distribuição equitativa entre títulos de taxa flutuante e taxa fixa. No que diz respeito ao valor de títulos de dívida privada em poder do público como percentual do PIB, o Brasil está na faixa de 7%, enquanto os EUA passam dos 100%, e alguns países asiáticos, como Malásia e Coréia, situam-se nos 50%. Na América Latina, o Chile chega a 25% do PIB. O estoque de debêntures emitido no Brasil é o segundo maior da região, como percentual do PIB. Do ponto de vista de custos de emissão, o Brasil não fica mal, mas os custos parecem ser menores no México. Os impedimentos apontados pelos investidores para o desenvolvimento do mercado doméstico são similares nos diversos países. Os altos custos de emissão, a reduzida liquidez no mercado secundário doméstico e a falta de uma curva de rendimentos estão entre os fatores mais críticos apontados em todos os principais mercados da região.

**Tanto investidores institucionais como emissores apontaram os reduzidos índices de liquidez no mercado secundário e de capitalização como os principais problemas no mercado de dívida corporativa no Brasil. Na sua opinião, quais as condições ou as medidas a serem adotadas para que esse mercado possa se desenvolver plenamente?**

Acredito que a liquidez deve ser estimulada pelo mercado de títulos públicos. As ações do Tesouro Na-

cional que visam a harmonizar o estoque de títulos disponíveis, concentrando suas emissões em LTN, NTN-B e NTN-F, poderão gradualmente preencher uma curva de rendimentos de curto e médio prazo que será fundamental para o melhor apreçamento de títulos privados. Outro aspecto importante é fomentar a negociação desses títulos. Esta iniciativa, aliada a outras já implantadas ou em andamento, como a melhora da transparência do mercado, a padronização e a divulgação do cálculo do preço de títulos e a atuação do BNDES nos mercados primário e secundário para ativar a liquidez, deverá, em seu tempo, aumentar o dinamismo e a transparência no mercado secundário. A atuação do governo, por meio dos diversos agentes que possui, ainda é fundamental para o sucesso.

**Além do provável aumento do volume das emissões de debêntures, estimulado pela tendência da redução da taxa de juros, que outras mudanças podem ser esperadas nesse mercado nos próximos anos?**

Creio que a padronização das cláusulas vai conquistar espaço, sem que isso implique o abandono dos avanços observados nas cláusulas que tratam de conflitos de interesse que podem prejudicar os debenturistas. Além disso, com a melhora continuada da situação macroeconômica, a possível obtenção do *investment grade* e a continuação da queda dos juros, pode ser que os investidores busquem cada vez mais os títulos privados que, oferecendo salvaguardas adequadas, podem ser muito interessantes em termos de rentabilidade. Uma consequência natural deste processo seria o emprego mais freqüente das debêntures conversíveis, que em países desenvolvidos são instrumento típico de empresas com grande potencial de crescimento, mas que ainda não atingiram o *investment grade* local. Embora a taxa de inadimplência nesse tipo de debênture seja, naturalmente, mais elevada, ela pode vir a se tornar um instrumento muito atraente. Outro ponto interessante são as iniciativas capazes de incluir de vez o investidor individual no mercado, tais como a resolução de algumas questões tributárias, a melhora da liquidez, com iniciativas como a do BNDES, e o desenho de títulos voltados para indivíduos, como a debênture da BNDESPar. Outras instituições ligadas ao governo ou privadas, com nome forte entre os investidores, podem seguir este caminho, ajudando a desenvolver o mercado e oferecendo mais alternativas de poupança para o brasileiro. ■