

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DOCUMENTAÇÃO DO MERCADO DE EMISSÃO DE
DEBÊNTURES: UMA ANÁLISE DE CICLOS E
TENDÊNCIAS

Guilherme de Carvalho e Silva Lahr

Matrícula: 1113064

Orientador: Walter Novaes

Novembro 2015

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DOCUMENTAÇÃO DO MERCADO DE EMISSÃO DE
DEBÊNTURES: UMA ANÁLISE DE CICLOS E
TENDÊNCIAS

Guilherme de Carvalho e Silva Lahr

Matrícula: 1113064

Orientador: Walter Novaes

Novembro 2015

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Dedico esse trabalho de conclusão de curso aos meus pais e irmã por terem me apoiado durante toda a trajetória e ajudado a realizar um sonho, que era completar esse ciclo tão importante em minha vida.

Além de todo conhecimento que adquiri, o mais importante que carrego dessa jornada são minhas amizades. Dessa forma, dedico esse trabalho também aos meus amigos, sobretudo a Matheus Manela, Julia Souto, Pedro Barros, Guido Maia, Marcos Wegmann e Guilherme Lima.

Gostaria de agradecer também a Fabio Magrani, por ter sido um grande companheiro de trabalho e por ter compartilhado seu extenso conhecimento.

Por fim, agradeço ao meu orientador Walter Novaes, pela ajuda e orientação.

Sumário

1. Introdução.....	7
1.1. Objetivo	7
1.2. Relevância.....	7
1.3. Economia brasileira	9
2. Debêntures.....	11
2.1. Definição.....	11
2.2. Vantagens para o investidor.....	11
2.3. Emissão	11
2.4. Garantias	13
2.4.1. Real.....	13
2.4.2. Flutuante	13
2.4.3. Quirografária	14
2.4.4. Subordinada.....	14
2.5. Vencimento	14
2.6. Conversibilidade	15
2.7. Rating.....	15
2.8. Instituições	16
2.8.1. Coordenador Líder (<i>underwriter</i>).....	16
2.8.2. Agente Fiduciário	18
2.8.3. Banco Mandatário.....	18
2.8.4. Instituição Depositária.....	18
3. Lei da Falência	19
3.1. Contextualização Brasil	19
3.1.1. Período pré 2005	20

3.1.2. Nova Lei de Falências (2005)	20
4. Temas Relevantes.....	22
4.1. Evolução do Mercado no Período.....	22
4.1.1. Volume	22
4.1.2. Sazonalidade.....	24
4.1.3. Garantias.....	25
4.2. Indexação e Prazo	26
4.3. Comissão Coordenador Líder	28
5. Estatísticas Descritivas	30
5.1. Evolução do Mercado no período.....	30
5.1.1. Volume	30
5.1.2. Sazonalidade.....	31
5.1.3. Garantias.....	32
5.2. Indexação e Prazo	33
5.2.1. Indexação.....	33
5.2.2. Prazo	35
5.3. Comissão Coordenador Líder	36
6. Conclusão.....	38
7. Anexos.....	39
8. Referências Bibliográficas	40

TABELAS

Tabela 1	12
Tabela 2	16
Tabela 3	30
Tabela 4	31
Tabela 5	32
Tabela 6	33
Tabela 7	36

1. Introdução

1.1. Objetivo

O objetivo primário do estudo será a documentação da emissão de debêntures no mercado de capitais brasileiro, com o intuito de identificar o comportamento de suas respectivas características de escritura em um comparativo do tipo antes e depois da Nova Lei de Falências de empresas no Brasil, decretada em 09 de fevereiro de 2005.

O objetivo secundário será o comportamento de suas características de emissão em períodos de instabilidade político-econômicas. Em ambos os casos, serão analisadas: a evolução do mercado, indexação e prazo e a comissão das instituições que coordenam a operação.

1.2. Relevância

No exercício de suas atividades, as empresas frequentemente precisam de recursos. Seja pela necessidade de investir em um novo projeto, seja para pagamento de dívidas e outros componentes de seu passivo ou, ainda, para simplesmente aumentar o capital de giro.

Desde o início do século XXI o mercado de debêntures vem apresentando um comportamento de crescimento, com interrupções pontuais, como pode ser observado no gráfico abaixo, com volume emitido em termos nominais:

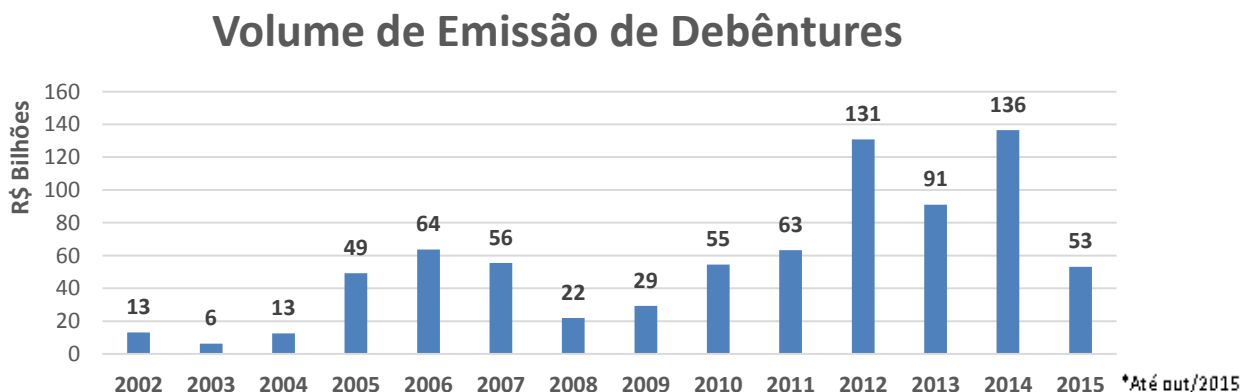


Figura 1: elaborado pelo autor com dados fornecidos pela ANBIMA

É interessante observar que essas interrupções pontuais estão relacionadas a períodos de crises econômicas e de instabilidade política, sejam elas internas ou externas. Há três momentos de queda observáveis na figura 1: começo do século XXI, em que houve a eleição do Lula como presidente; *subprime* (estouro da bolha no setor imobiliário norte-americano em 2008); e finalmente o período recente, sobretudo no ano de 2015, em que a economia brasileira vem passando por um período de desaceleração.

O mais interessante de se observar, entretanto, é que o grande salto em relação ao século passado ocorre nos anos de 2005-07, em que houve um aumento substancial do volume emitido, corroborando para o que este estudo se propõe a analisar, que é a alteração das características de emissão após criação da Nova Lei de Falências no Brasil.

O assunto é bastante relevante e está sendo tema amplo de debates no cenário de planejamento do governo atual, que está tentando incentivar o mercado de capitais e reduzir os empréstimos concedidos pelo BNDES. E uma das formas de incentivo é justamente através do incentivo à emissão de debêntures. Embora o foco desse estudo não seja a forma como o governo conduz sua política econômica, entender o comportamento de emissões de debêntures parece bastante importante para que seja possível tirar conclusões sobre possíveis ciclos e tendências.

Além da relevância do tema, os poucos estudos que já foram feitos até hoje não parecem ser suficientes dada sua importância. Em 2006, Ricardo Leal e André Carvalhal fizeram um estudo sobre o mercado de dívida corporativa privada no Brasil. Porém, no que diz respeito a debêntures, o estudo foca mais na remuneração dos papéis, separando os principais indexadores os quais estão atrelados. Embora interessante, o estudo não diz respeito ao que este projeto de monografia se propõe a documentar.

Busco contribuir para a compreensão da emissão de debêntures no mercado de capitais brasileiro, seu comportamento e desenvolvimento. Dessa forma, esse trabalho servirá de base para futuras consultas e para enriquecer o debate acerca do tema.

1.3. Economia brasileira

O Brasil figura entre uma das principais economias do mundo. Em 2014 apresentou o 7º maior PIB (Produto Interno Bruto) e sua principal bolsa de valores, a BM&FBOVESPA, apresenta-se entre as 15 maiores do mundo. Sua importância é inegável. Todavia, diante do atual cenário de desaceleração econômica, instabilidade política e de grandes escândalos como a operação lava-jato, as últimas projeções de mercado já apontam para uma retração do PIB superior a 3% em 2015.

Mesmo com o cenário de crise estabelecido no país, o Brasil ainda é a maior economia da América Latina e o setor de crédito bancário vem crescendo em ritmo acelerado nos últimos anos. No 25º Ciab Febraban (Federação Brasileira de Bancos), realizado em junho de 2015, o presidente da federação, Murilo Portugal, informou que o crédito bancário às empresas e às famílias evoluiu de um patamar de 25% do PIB em 2003 para 55% do PIB hoje. “Há mais de uma década que o crédito cresce mais rápido que o PIB” disse o presidente no encontro, segundo reportagem divulgada no canal Brasil Econômico.

Em termos de desenvolvimento do mercado financeiro, contudo, ocupa a 58ª posição, segundo ranking de competitividade do Fórum Econômico Mundial, divulgado em set/2015. Mas por que será que uma economia de tamanha expressão ainda possui um mercado financeiro tão incipiente?

Os altos índices de inflação e baixa proteção aos credores são intuitivamente dois fatores que parecem contribuir bastante para isso. Embora intuitivas, ainda não há evidência conclusiva a respeito de qualquer um dos dois.

Um primeiro passo para estudar essas questões é documentar o desenvolvimento do mercado de debêntures. O estudo aqui proposto busca entender o comportamento desse mercado no período de 2002 a 2015, com um foco nos períodos de incerteza política e da criação da Nova Lei de Falências (2005).

O estudo foi dividido de forma que a seção 2 apresenta a parte conceitual, onde é explicado o que é um título de debênture e suas características. Há depois uma breve seção explicando as mudanças ocorridas na lei falimentar de empresas. Na seção seguinte são discutidos os principais objetos do estudo – evolução do mercado no período,

indexação e prazo e comissionamento das instituições que lideram a estruturação de emissão – e, posteriormente, são apresentados os resultados dos dados. Por fim, é feita uma conclusão diante do material exposto.

2. Debêntures

2.1. Definição

Segundo BM&F BOVESPA, a debênture é por definição:

“Um título de dívida, de médio e longo prazo, que confere a seu detentor um direito de crédito contra a companhia emissora. Quem investe em debêntures se torna credor dessas companhias.”

Trata-se, portanto, de um título financeiro que envolve duas partes: a empresa emissora da dívida e o investidor que está disposto a incorrer o risco de financiar a empresa, em troca de remuneração pelo seu capital investido.

Conforme mencionado na definição acima, por tratar-se de um instrumento de financiamento de médio e longo prazo, é comum associar as emissões das companhias ao investimento em um projeto específico ou a uma estratégia de alongar o perfil do endividamento da empresa (FORTUNA, 2005).

2.2. Vantagens para o investidor

Dentre as vantagens que eles oferecem no mercado de capitais, podemos citar: a certeza da remuneração dos títulos dos proprietários após a definição do prazo e das demais características na escritura da emissão; retorno mais elevado do que outras aplicações de renda fixa como CDB, fundos DI e fundos referenciados; e maior liquidez do que muitos ativos no mercado.

2.3. Emissão

O processo de emissão de debêntures leva em média 15 semanas para ser concluído hoje no Brasil (BM&FBOVESPA). É evidente que cada emissão possui a sua particularidade, mas podemos afirmar que as etapas são semelhantes para emissão dos diversos valores mobiliários. No cronograma abaixo, elaborado pela CVM, estão

destacadas essas etapas, e assim podemos ter noção de como ocorre esse fluxo ao longo das 15 semanas:

Tabela 1

Indefinido	Semanas														
	1ª	2ª	3ª	4ª	5ª	6ª	7ª	8ª	9ª	10ª	11ª	12ª	13ª	14ª	15ª
1ª Etapa															
2ª Etapa															
3ª Etapa															
	4ª Etapa														
	5ª Etapa														
	6ª Etapa														
	7ª Etapa														
		8ª Etapa													
		9ª Etapa													
			10ª Etapa												
				11ª Etapa			12ª Etapa			13ª Etapa					
													14ª Etapa		
														15ª Etapa	
															16ª Etapa

Em que:

1ª Etapa – Procedimentos preliminares.

2ª Etapa – AGE para deliberar sobre a emissão das Debêntures.

3ª Etapa – Escolha de auditores independentes.

4ª Etapa – Escolha de intermediário financeiro

5ª Etapa – Formação do consórcio de distribuição.

6ª Etapa – Escolha de Agente Fiduciário.

7ª Etapa – Escolha de Agência de Rating (opcional).

8ª Etapa – *DueDiligence*.

9ª Etapa – Estudos técnicos.

10ª Etapa – Escritura de emissão.

11ª Etapa – Registro na BM&FBOVESPA.

12ª Etapa – Processo de Registro(s) na CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

13ª Etapa – *Marketing* para atingir os investidores potenciais.

14ª Etapa – Anúncio de início de distribuição pública.

15ª Etapa – Subscrição e Liquidação financeira.

16ª Etapa – Anúncio de encerramento de distribuição (pode ocorrer até 180 dias após o início da distribuição pública).

2.4. Garantias

De acordo com artigo 58 da lei 6.404/76, a debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, possuir dois tipos de garantia: real ou flutuante. Poderá ainda ser quirografária (sem preferência) ou subordinada aos demais credores da companhia.

2.4.1. Real

As emissões que possuem garantia real, avalizam os bens do ativo da companhia, ou de terceiros, que garantem direitos creditórios aos debenturistas. Sob essas condições, o valor emissão não deve ultrapassar o montante de 80% do valor total dos bens dados em garantia, e com a condição de que tais ativos não podem ser negociados pela administração até o vencimento do título (ALBINO, 2006).

2.4.2. Flutuante

As emissões com garantia flutuante são semelhantes, porém com a diferença de que o valor de emissão não deve exceder 70% do valor total dos bens dados em garantia e,

diferentemente dos títulos com garantia real, esses podem ser negociados livremente antes de seus respectivos vencimentos (ALBINO, 2006).

2.4.3. Quirografária

Nas emissões sem preferências (ou quirografárias), os detentores do título concorrem em iguais condições com os demais credores quirografários da companhia e, portanto, o debenturista não possui nenhuma garantia real nesse caso. Desta forma, o valor da emissão não deve ultrapassar o capital social da empresa (ALBINO, 2006).

2.4.4. Subordinada

Por fim, existem as emissões subordinadas, em que o debenturista terá preferência única e exclusivamente perante os acionistas da empresa, de forma que ele resigna de concorrer com os demais credores da companhia. Neste caso particular, não há limite para o valor de emissão (ALBINO, 2006).

2.5. Vencimento

O prazo de vencimento das debêntures é definido no ato da escritura da emissão. A companhia pode optar por amortizar parcialmente suas emissões de acordo com a série, bem como exercer o seu direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos de mesma série, se assim constar na escritura de emissão. É importante mencionar também que existem emissões sem prazo de vencimento. São conhecidas como “debêntures perpétuas”, e são assim chamadas, pois as empresas não precisam amortizar o saldo principal em nenhuma data, apenas pagar a remuneração na periodicidade acordada.

Vale lembrar também que caso conste na escritura, e com a concordância dos debenturistas e da Companhia, as condições estabelecidas previamente podem ser alteradas.

2.6. Conversibilidade

A conversibilidade de um título de debênture pode ser entendida com a divisão das emissões em dois grupos: Simples (não podem ser convertidas em ações da empresa emissora); e Conversíveis (possuem cláusula contratual que permite que sejam convertidas em ações em qualquer prazo previamente estabelecido na escritura).

2.7. Rating

As empresas emissoras têm a opção de contratar uma agência de *rating* para avaliar suas respectivas emissões. Embora não seja mandatório, emissões que possuem uma avaliação das agências são bem vistas pelo mercado, pois assim os investidores possuem um bom instrumento para avaliação de risco dos títulos e, portanto, a adesão a este critério já vem se tornando prática comum das empresas.

Durante o processo de avaliação, as agências de *rating* levam em consideração diversos aspectos da empresa: capacidade de pagamento das obrigações financeiras, alavancagem e garantias oferecidas para emissão em questão.

As três principais agências são Standard & Poors, Moodys Investors e Fitch Ratings e cada uma possui seu próprio padrão de avaliação. Abaixo, consta uma tabela, elaborada pelo autor Eduardo Coutinho, com a equivalência de Rating dessas agências:

Tabela 2

Serviço de Rating			Classificação
Standard & Poors	Moody's Investors	Fitch Ratings	
AAA	Aaa	AAA	Segurança Máxima
AA+	Aa1	AA+	Alta Segurança
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Segurança Média Alta
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Segurança Média Baixa
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
Investment Grade			Especulativo
BB+	Ba1	BB+	
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	Altamente Especulativo
B+	B1	B+	
B	B2	B	
B-	B3	B-	Risco de Solvência
CCC	Caa	CCC	
CC	Ca	CC	
C	C	C	Probabilidade de Insolvência
DDD		DDD	Alto Risco de Insolvência
DD		DD	
D		D	

2.8. Instituições

2.8.1. Coordenador Líder (*underwriter*)

Conforme demonstrado na tabela 1, uma das primeiras fases da emissão de uma debênture é a deliberação sobre a oferta na AGE (Assembleia Geral Extraordinária) dos acionistas, ou ainda em reunião do conselho de administração da empresa. Em ambos os casos, são definidas as condições preliminares da emissão.

Durante esse processo, é preciso escolher uma instituição financeira para ser coordenadora líder da oferta. Tal instituição pode ser um banco de investimento ou múltiplo, ou ainda corretora/distribuidora de títulos e valores mobiliários.

A instituição em questão fica responsável por desempenhar uma série de tarefas. De acordo com cartilha divulgada pela ANDIMA, em pareceria com a Abrasca (Associação Brasileira das Companhias Abertas) em julho/2008, podemos destacar como principais funções dos coordenadores líderes em uma emissão de debêntures:

- Modelagem da operação;
- Transformação da empresa em Sociedade por Ações e obtenção de registro de companhia aberta, nos casos aplicáveis;
- Preparação da documentação e registro (quando se tratar de uma emissão pública) junto à CVM;
- Formação do Consórcio de distribuição;
- Apresentações para os potenciais investidores. No jargão de mercado, são conhecidas como “*roadshows*”;
- Apuração de *bookbuilding*, nos casos aplicáveis. Tal processo nada mais é que uma consulta feita ao mercado previamente a emissão, em que o principal objetivo é averiguar o apetite dos investidores para a aquisição dos papéis. Nessa etapa é possível identificar eventual ágio/deságio nos preços de subscrição;
- Diligência (ou também conhecido no mercado como “*duedilligence*”) sobre as informações da empresa emissora a serem distribuídas para os investidores e utilizadas nos respectivos prospectos de emissões;
- *Underwriting* da operação. Nesse processo, o coordenador líder promove a distribuição primária dos títulos de debêntures. Embora seja liderado pela instituição coordenadora, em alguns casos há participação de outras instituições intermediárias.

Para o desempenho de todas essas tarefas, o *underwriter* cobra uma taxa proporcional sobre o valor emitido. Na seção 4.3 será apresentado o comportamento

dessas taxas nos últimos anos, assim como as principais instituições que desempenharam esse papel.

2.8.2. Agente Fiduciário

O agente fiduciário desempenha papel fundamental do ponto de vista dos detentores dos títulos. Essa instituição atua como representante dos interesses dos debenturistas, de forma a garantir a proteção dos direitos e garantias concedidos pela empresa emissora.

2.8.3. Banco Mandatário

A empresa emissora deverá nomear também um banco comercial ou múltiplo para desempenhar a função de banco mandatário. A instituição financeira será responsável pela confirmação de todos os pagamentos e movimentações realizados pelo emissor.

2.8.4. Instituição Depositária

Entidade que deverá ser nomeada pela empresa emissora com fins de garantir o registro de debêntures escriturais, custódia de valores mobiliários e emissão de certificados, quando necessário. São instituições depositárias: bancos comerciais e de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras e as Bolsas de Valores.

3. Lei da Falência

Não se pode afirmar que existe um consenso de lei falimentar de empresas entre os países no mundo. Existem diversos fatores que atuam conjuntamente – como o contexto econômico, político, empresarial, jurídico e cultural local - de forma que a padronização dessa lei dificilmente é atingida (FUNCHAL et al, 2008).

Contudo, alguns estudos já foram feitos permeando esse assunto e conclusões interessantes foram ponderadas. Por exemplo, de acordo com La Porta et al (1998) existem evidências de que países que possuem influência da *common law*, que normalmente são as nações que sofreram colonização do império britânico, oferecem maior proteção e *enforcement* (definido mais abaixo) aos investidores do que países *codelaw*, isto é, que sofreram influência do império romano. Para esse estudo, La Porta et al (1998) utilizaram 5 tipos de medida: eficiência do sistema jurídico, regra da lei, corrupção, risco de expropriação e probabilidade de repúdio ao contrato por parte do governo.

Em contrapartida, no que diz respeito à proteção aos investidores, Djankov et al (2007) analisaram o setor de crédito privado e não encontraram resultados estatisticamente significantes que comprovassem diferença nos países que sofreram influência desses dois tipos de leis.

Neste âmbito de *common law* e *codelaw*, para Baldwin e Cave (1999) a regulação do governo terá sucesso se 3 etapas forem garantidas: a publicação de uma legislação adequada, a criação de centros de administração regulatórios e normas e, por fim, o *enforcement*, que nada mais é do que a implementação dessas normas sobre as pessoas ou instituições a serem influenciadas ou controladas.

3.1. Contextualização Brasil

No Brasil, os órgãos responsáveis por garantir o *enforcement* são: Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – órgão normativo e supervisor com poderes para conceder autorização para o exercício de atividades no Mercado de Valores, aprovar regulamentos administrativos e supervisionar o mercado e investigar condutas irregulares -, Sistema

Nacional de Defesa ao consumidor, Banco Central do Brasil (BCB) – responsável por regular as instituições financeiras – e Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) – responsável por regular produtos distribuídos por sociedades seguradoras – (RUIZ *et al*, 2006).

3.1.1. Período pré 2005

A lei falimentar que precedia o modelo atual estava baseada em um decreto aprovado em 1945. Embora garantisse a regulação dos processos de falência e concordata das empresas, a antiga legislação mostrou-se ineficiente em sua operação.

Uma evidência disso é que o procedimento de insolvência de uma companhia no Brasil era demasiadamente longo se comparado com os outros países. Em média, o processo levava em torno de 10 anos para ser completado, enquanto que em outros países da América Latina (que compartilham características econômico-financeiras em comum), costumava levar 3 anos e 7 meses (FUNCHAL *et al*, 2008). Contudo, o prazo médio de conclusão do processo burocrático passou a variar entre 3 a 5 meses após a aplicação da nova lei (SOUSA, 2012).

3.1.2. Nova Lei de Falências (2005)

A “Nova Lei de Falências” de nº 11.101, decretada em 09 de fevereiro de 2005, entrou em vigor, de fato, 120 dias após seu decreto, isto é, no dia 09 de junho do mesmo ano. Porém, o projeto da lei já vinha passando por trâmites no Congresso Nacional há mais de 10 anos, e a persistência para sua aprovação se comprovou satisfatória, como será observado mais adiante.

A lei tem como principais objetos as recuperações judicial e extrajudicial e a falência do empresário. Por recuperação judicial, podemos observar o art. 47º da lei para melhor compreensão deste conceito:

“[...] viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.”

Tal processo pode ser dividido em três fases, de acordo com Coelho (2011): Fase Postulatória (empresa apresenta requerimento do benefício); Fase Deliberativa (em que é verificado a situação de crédito da empresa e é discutido um plano de reorganização); e, por fim, a Fase de Execução (caracterizada pela fiscalização do plano aprovado na fase anterior).

A recuperação extrajudicial também possui a mesma intenção da recuperação judicial, porém com um procedimento diferente. Nesse caso, a companhia devedora é incentivada a reunir seus credores para uma renegociação global das dívidas.

Por fim, nos casos em que não há vias para se construir uma forma de reestruturação da empresa, o empresário tem de recorrer ao decreto de falência. Entretanto, como já vimos anteriormente, até mesmo esse processo se tornou mais eficiente, com a redução do seu tempo médio de conclusão.

4. Temas Relevantes

Diante da grande diversidade de assuntos que podem ser abordados, foram selecionados os seguintes temas relevantes para o estudo: a evolução do mercado, indexação e prazo e o *fee* dos *underwriters*. Nessa seção será feita uma discussão introdutória e na seguinte será apresentada a estatística descritiva.

4.1. Evolução do Mercado no Período

4.1.1. Volume

Para iniciar nossa análise, podemos verificar o volume emitido corrigido pelo IPCA. Diante da extensão da amostra, fora adotado como premissa que cada debênture foi emitida em janeiro do seu ano corrente para correção da inflação.

Seguindo essa linha de raciocínio podemos construir o seguinte gráfico:

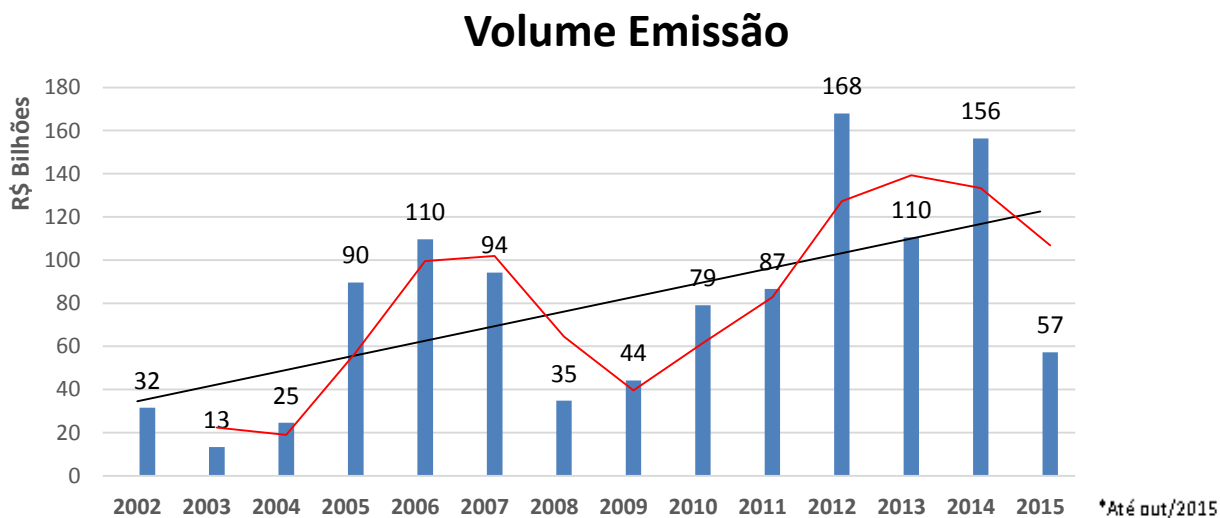


Figura 2: elaborado pelo autor com dados fornecidos pela ANBIMA

Primeiramente, é notável que há uma queda no volume emitido após 2002. Esse foi o ano que Fernando Henrique Cardoso terminou seu 2º mandato na presidência e passou o comando para o sucessor Luís Inácio Lula da Silva. O mercado tinha grande incerteza

em relação a forma como o ex-presidente do PT conduziria sua política, principalmente devido ao seu histórico e carreira política.

Diante desse cenário de incerteza, é possível verificar que houve um impacto no mercado de emissões de debêntures com queda de cerca de 60% no valor emitido no ano subsequente.

O segundo ponto que chama atenção no gráfico acima é o aumento substancial do volume de emissão no período de 2005-07. Conforme apresentado anteriormente na seção 3, passou a vigorar no Brasil a Nova Lei de Falência (nº 11.101) das empresas em junho de 2005, e as empresas passaram a ter melhores condições de recuperação e, conseqüentemente, os investidores passaram a ter maior segurança.

Embora não haja evidência empírica sobre o impacto dessa lei no mercado de debêntures, os dados sugerem que houve um choque significativo no volume de emissões nos anos posteriores. Ao traçarmos a média móvel a cada 2 períodos (curva vermelha no gráfico), é evidente que há um aumento substancial da média de 2002-04 para 2005-07.

Em 2008, contudo, deflagrou-se a crise no setor imobiliário dos EUA e a desaceleração na economia brasileira parece ter tido um reflexo negativo nas emissões de debêntures no mercado nacional.

A partir de 2010 com a política de incentivo ao consumo adotada pelo governo, a economia brasileira experimentou altos índices de crescimento, chegando a um PIB de 7,5% naquele ano. O modelo foi se esgotando aos poucos até o período atual, mas de acordo com os dados, esse incentivo de crédito aos consumidores também parece ter gerado um efeito positivo sobre a emissão de debêntures no período.

Por fim, o volume emitido até outubro de 2015 sugere que a atual desaceleração que a economia brasileira vem enfrentando está causando um impacto negativo no mercado de capitais e nas emissões de debêntures, em específico. Existem alguns motivos para essa redução, porém destacaria a redução do apetite do investidor por títulos de dívidas corporativas. Na hora de avaliar seus investimentos, muitos estão preferindo investir em títulos do tesouro, que oferecem maior segurança em relação à insolvência dos emissores e pelo elevado índice da Taxa básica de juros (SELIC), atualmente em 14,25%.

Entretanto, é válido destacar que se traçarmos uma linha de tendência (reta preta no gráfico) no período de análise, é possível constatar uma trajetória de crescimento, mesmo com os “soluços” descritos acima. Isso sugere, portanto, que as debêntures vêm ganhando cada vez mais espaço e aparecem como importante fonte de financiamento das empresas.

4.1.2. Sazonalidade

Como mencionado no início desse estudo, as empresas se capitalizam por diversos motivos, dentre eles o financiamento de projetos, pagamento de dívidas e aumento do capital de giro. Portanto, deveríamos esperar um aumento do volume emitido em meses que concentram maior quantidade de vencimento dos títulos.

Ao inserirmos num mesmo gráfico o número de emissões e a quantidade de debêntures que vencem por mês ao longo do período de análise, obtemos o seguinte resultado:

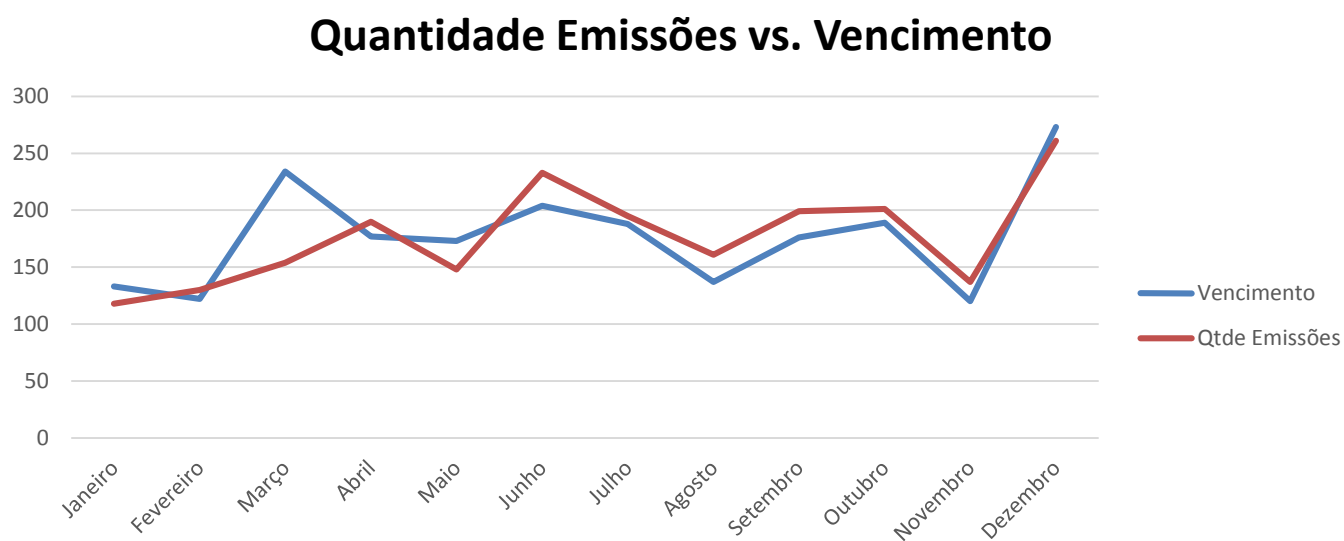


Figura 3: elaborado pelo autor com dados fornecidos pela ANBIMA

Com exceção do mês de março, pode-se notar que o comportamento do volume de emissão parece estabelecer alguma relação com o prazo de vencimento dos títulos. Ou seja, muitas empresas optam por fazer novas emissões para cobrir o vencimento de

debêntures correntes, o que corrobora com uma das alternativas de motivação de endividamento mencionadas anteriormente, que é a de pagamento de dívidas.

Entretanto, a emissão de debêntures não é a única alternativa de financiamento. Portanto, as empresas podem recorrer a outras formas de amortizar suas dívidas correntes e alongar o endividamento no médio/longo prazo. Existem diversas outras linhas de financiamento que também podem ser escolhidas, como CRI (Certificados de Recebíveis Imobiliários), CRA (Certificados de Recebíveis do Agronegócio), linha 4131 (financiamento externo), dentre outras alternativas comumente utilizadas.

Um fato que chama atenção no gráfico da figura 3 é a elevada quantidade de títulos emitidos no mês de dezembro. Esse é o mês com maior quantidade de emissões e, embora haja um elevado número de vencimento das emissões também, um dos motivos para as empresas se capitalizarem mais no fim do ano é que o planejamento de fluxo de caixa para o ano subsequente costuma se concretizar nesse período. Desta forma, conseguem refletir a necessidade de caixa que terão para manter os índices financeiros da empresa estáveis e saudáveis.

4.1.3. Garantias

Conforme descrito na seção 2.4, as emissões de debênture podem ter garantia (real ou flutuante) ou não (quirografária ou subordinada). Podemos incluir o comportamento de todos esses tipos ao longo do período e observá-los no seguinte gráfico:

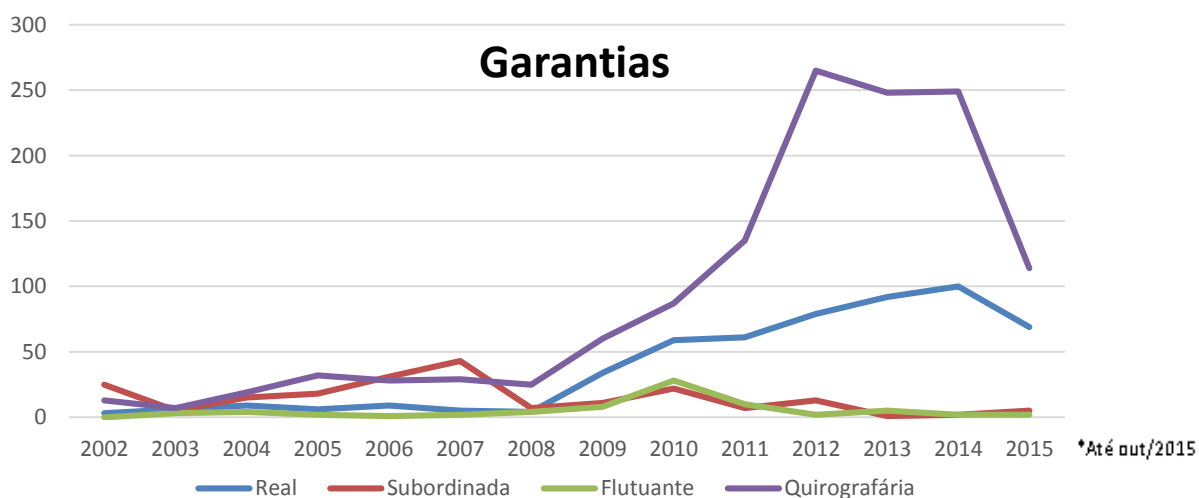


Figura 4: elaborado pelo autor com dados fornecidos pela ANBIMA

O primeiro ponto que chama atenção é o descolamento, sobretudo a partir de 2010, das emissões sem preferência (ou quirografárias). Antes desse período nenhum tipo se destaca em relação aos demais, porém é possível notar que em 2005 há um leve salto das emissões quirografárias e subordinadas, o que parece estar em linha com a ideia de que a Nova Lei de Falências teve um impacto positivo na confiança do investidor, a ponto do mesmo aceitar novas emissões sem garantia.

Todavia é a partir de 2008 que as debêntures sem preferência e com garantia real começam a ganhar mais espaço no mercado. As emissões sem garantia apresentaram taxas maiores de crescimento do que as que possuíam algum ativo como colateral.

O grande salto ocorreu a partir de 2010 que, conforme mencionado anteriormente foi o período em que o Brasil estava apresentando altas taxas de crescimento balizadas na política de incentivo ao consumo. Esse crescimento foi se mantendo estável até 2014. Entretanto, desde a reeleição da presidente Dilma Rousseff, os níveis de confiança dos consumidores já atingiram os índices mais baixos do seu histórico, o que acaba acarretando em uma desaceleração da economia e concomitantemente, os credores passam a ter menos apetite para empréstimos/investimentos.

Um último ponto que chama atenção no gráfico é que, embora a quantidade de emissões com garantia real também decresça, é possível perceber que as emissões do tipo sem preferência estão caindo em um ritmo muito mais rápido, refletindo a incerteza que perdura no mercado hoje. Ou seja, a confiança do investidor não parece ter resiliência diante de cenários adversos.

4.2. Indexação e Prazo

A remuneração das debêntures pode estar (ou não) atrelada a um índice de correção monetária. Contudo, é comum que os papéis possuam um indexador, visto que do total de 2127 emissões da amostra, 2102 são pós-fixadas e apenas 25 são pré-fixadas.

Essa distribuição não proporcional é reflexo da insegurança dos investidores em relação a estabilidade da economia brasileira. Diante do histórico de altos índices de inflação e de oscilações político-econômicas, é de se esperar que a remuneração de muitos títulos esteja atrelada aos indicadores de inflação e derivados. Quanto maior o risco esperado, maior é o prêmio exigido pelos detentores dos títulos. Veremos mais adiante como ocorre essa distribuição.

Em relação ao prazo, quanto maior a instabilidade da economia, menor é o prazo que os investidores desejam segurar os títulos e, portanto, menores serão os prazos de vencimento. Isso acontece pois, quando há incerteza sobre a capacidade de solvência de uma empresa, é razoável que em um horizonte de tempo menor ela tenha maior chance de honrar com suas obrigações.

Diante dessa relação prazo e remuneração, a equipe de pesquisa macroeconômica do Banco BTG Pactual divulgou em nov/2015 um relatório analisando o mercado de renda fixa brasileiro nos últimos anos. Em relação às debêntures, uma das análises feitas foi justamente a evolução do spread sobre DI vs. Prazo de vencimento. O resultado obtido foi o seguinte:

Emissões em DI+ com rating \geq AA- Spread sobre DI vs. prazo (anos)

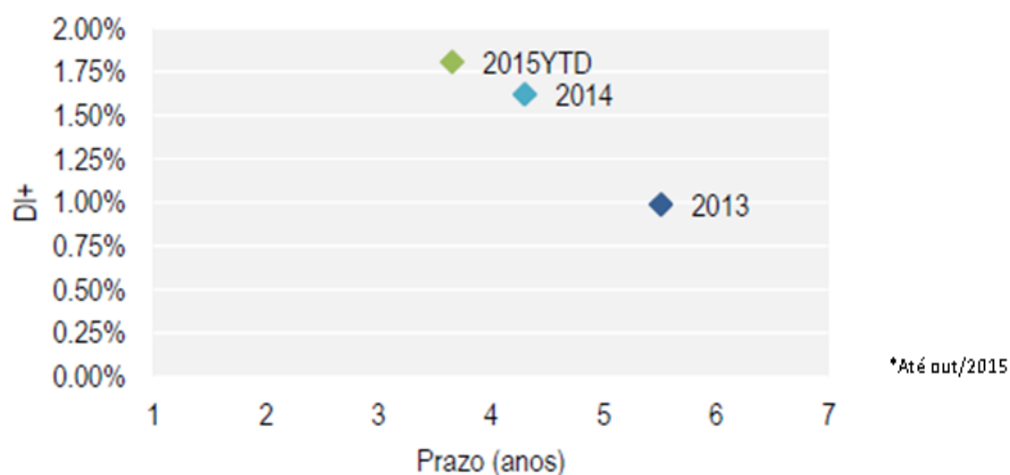


Figura 5: Fonte: ANBIMA, BTG PACTUAL

De acordo com o gráfico acima, é possível perceber que para aquelas emissões que receberam rating superior ou igual a “AA-“, isto é, de “Alta Segurança” como demonstrado anteriormente na seção 2.7, tiveram seus prazos de pagamento encurtados e tiveram de oferecer uma remuneração mais elevada para o investidor.

Os dados corroboram com a atual situação econômica que a economia brasileira passa. O fato de os investidores estarem exigindo prazos mais curtos de vencimento dos títulos está relacionado com o horizonte de incerteza da economia e a difícil previsibilidade de sua estabilidade.

Já o fato do *spread* da remuneração dos papéis estar aumentando está relacionado com um maior prêmio de risco exigido pelos debenturistas por segurarem os papéis. Vale lembrar que estamos tratando de papéis de “Alta Segurança” e que mesmo oferecendo baixo risco de insolvência para o investidor, a demanda pelos títulos está mudando de forma significativa nos últimos anos.

4.3. Comissão Coordenador Líder

Conforme mencionado na seção 2.8.1, as instituições que cumprem o papel de coordenar e estruturar as emissões – denominadas coordenador líder ou *underwriter* – cobram uma taxa proporcional ao valor de emissão, também conhecida como *fee*.

Desde o início do período analisado, tivemos 68 instituições diferentes que atuaram como coordenador líder de pelo menos uma emissão de debênture. Ao dividir o período nos últimos mandatos presidenciais, temos o seguinte resultado:

Coordenador Líder	2002 - 2005	Coordenador Líder	2006-2009
BANCO ITAU-BBA S/A	37	BANCO ITAU-BBA S/A	97
BANCO ABC-BRASIL S/A	22	BANCO BRADESCO BBI S/A	56
BANCO BRADESCO S/A	17	BB BCO DE INVESTIMENTO S/A	25
BANCO BTG PACTUAL S/A	15	BANCO BTG PACTUAL S/A	20
UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S/A	14	UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S/A	20
ITAU UNIBANCO S.A.	13	BCO VOTORANTIM S/A	19
BB BCO DE INVESTIMENTO S/A	12	SEM COORDENADOR LÍDER	11
BANCO SANTANDER BRASIL S.A.	11	BANCO SANTANDER BRASIL S.A.	10
BCO VOTORANTIM S/A	8	BANCO BRADESCO S/A	8
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	5	BANCO CITIBANK S/A	6
Total	154	Total	272
(%) Total de Emissões no período	91,12%	(%) Total de Emissões no período	90,37%

Coordenador Líder	2010-2013	Coordenador Líder	2014-hoje
BANCO ITAU-BBA S/A	260	BANCO ITAU-BBA S/A	128
BANCO BRADESCO BBI S/A	224	BANCO BRADESCO BBI S/A	80
BB BCO DE INVESTIMENTO S/A	160	BANCO SANTANDER BRASIL S.A.	69
BANCO BTG PACTUAL S/A	103	BB BCO DE INVESTIMENTO S/A	65
BANCO SANTANDER BRASIL S.A.	88	BANCO BTG PACTUAL S/A	64
BCO VOTORANTIM S/A	41	BCO VOTORANTIM S/A	16
HSBC CORRETORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS S/A	39	BANCO ABC-BRASIL S/A	15
PINE INVESTIMENTOS DISTRIBUIDORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS LTDA	24	HSBC CORRETORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS S/A	15
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	18	BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE BRASIL S/A	8
BANCO ABC-BRASIL S/A	15	BANCO SAFRA S/A	8
Total	972	Total	468
(%) Total de Emissões no período	87,25%	(%) Total de Emissões no período	86,19%

Figura 6: elaborado pelo autor com dados fornecidos pela ANBIMA

É possível observar que os top 10 coordenadores líderes concentram cerca de 90% do total de número de emissões no mercado. Outro ponto que chama atenção é a participação ativa dos bancos Itau-BBA S/A e Bradesco BBI S/A, que juntos são responsáveis pela coordenação de 41,6% de todas as emissões desde jan/2002.

Tal concentração está ligada ao tamanho dos bancos e também à experiência que adquiriram ao longo dos anos. Por um lado, a centralização nessas duas instituições é positiva, no sentido que o amplo conhecimento e acesso aos investidores que possuem facilita e agiliza o processo de emissão. Em contrapartida, as empresas sofrem com a menor concorrência e as vezes acabam se sujeitando a arcar com taxas de comissão mais elevadas.

5. Estatísticas Descritivas

5.1. Evolução do Mercado no período

5.1.1. Volume

Tabela 3

Ano	Qtde (un.)	Volume (R\$ Milhões)					
		Volume	Média	Mediana	Var.	Desv. Pad.	Moda
2002	43	31.510	733	241	765.398	875	60
2003	21	13.345	635	321	500.712	708	1.928
2004	47	24.647	524	294	283.016	532	196
2005	58	89.579	1.544	524	7.358.695	2.713	182
2006	69	109.546	1.588	1.103	4.193.525	2.048	1.551
2007	79	94.220	1.193	668	2.444.520	1.563	1.504
2008	40	34.877	872	304	4.075.418	2.019	240
2009	113	44.190	391	202	247.241	497	906
2010	196	78.974	403	219	282.242	531	145
2011	213	86.578	406	205	561.223	749	410
2012	359	167.986	468	238	362.696	602	1.271
2013	346	110.429	319	143	1.190.445	1.091	121
2014	353	156.299	443	149	7.305.308	2.703	115
2015	190	57.203	301	108	829.101	911	108

Na tabela 3, temos o volume de emissão por ano corrigido pelo IPCA, adotando o critério de que cada emissão fora realizada em janeiro do seu ano corrente.

É possível observar que tanto a variância, quanto o desvio padrão são muito elevados e, portanto, não contribuem tanto para a nossa análise.

Em relação ao volume emitido médio, o que mais chama atenção é o grande salto que dá entre 2004 e 2005. O número de emissões de um ano para o outro aumentou em apenas 11, enquanto que em termos de volume aumentou aproximadamente 260%. Isso significa que em 2005 tivemos emissões com valores muito mais relevantes. Contudo, se observarmos mais cautelosamente, a mediana é relativamente baixa, e constatamos que a diferença do volume entre as emissões foi relevante.

Em 2006 houve uma média bem próxima do ano anterior, porém a mediana está bem elevada, o que sinaliza que ocorreram mais emissões com volumes expressivos. Já em 2007 o ciclo de alta de volume emitido no ano é interrompido com uma queda de aproximadamente 14%. Entretanto, é notável que fora um ano de muitas emissões se comparado com os demais. Os dados apontam, portanto, que o impacto da Nova Lei de Falências de empresas parece ter impulsionado o mercado de debêntures no período.

A partir de 2008 o mercado começa a demonstrar sinais de enfraquecimento, que parecem refletir o impacto da crise econômica iniciada nos EUA (e assim permaneceu até 2010). O ponto de inflexão ocorre em 2011, quando os níveis de volume emitido retomam aos do período logo após a Nova Lei de Falências.

Nos anos seguintes até 2015, o que chama atenção são os volumes expressivos com médias e medianas mais reduzidas, porém ainda distantes. Desta forma, podemos extrair de informação que durante esse período com uma quantidade muito mais ampla de emissões, houve muitas emissões de grande porte, assim como de pequeno porte.

5.1.2. Sazonalidade

Tabela 4

Sazonalidade (R\$ Milhões)							
Mês	Qtde (un.)	Volume	Média	Mediana	Var	Desv. Pad.	Moda
Jan	118	67.754	574	200	1,5E+12	1201	990
Fev	130	64.495	496	145	3,8E+12	1942	25
Mar	154	40.465	263	150	1,0E+11	317	100
Abr	190	83.333	439	200	2,3E+12	1499	100
Mai	148	43.471	294	150	1,6E+11	403	100
Jun	233	114.392	491	150	7,1E+12	2653	300
Jul	195	78.633	403	200	2,8E+11	532	900
Ago	161	37.193	231	100	2,3E+11	476	100
Set	199	53.691	270	120	2,8E+11	527	300
Out	201	68.224	339	151	3,3E+11	574	100
Nov	137	46.418	339	106	6,2E+11	787	60
Dez	261	83.283	319	172	1,3E+11	365	100

Na tabela 4, temos o volume de emissão nominal mês a mês. Foram considerados na amostra todos os meses dos anos de 2002 a 2015 (para o último ano da amostra não constam as emissões dos meses de novembro e dezembro, pois os dados ainda não estavam disponíveis no período em que o estudo foi feito).

Conforme visto na seção 4.1.2, dezembro é o mês com maior concentração de emissões do ano. Intuitivamente, isso acontece porque muitas empresas preparam seu caixa de acordo com estratégias que pretendem adotar para o ano seguinte. Em termos de volume, é o 3º mês mais expressivo (atrás apenas de junho e abril).

É interessante notar que o valor médio e a mediana do mês de janeiro são os mais elevados. Isso indica que, embora haja menos emissões, esse mês concentra valores emitidos mais expressivos.

Por último, outro ponto que chama bastante atenção é o volume emitido no mês de junho. Embora a média desse mês seja elevada, é notável que a mediana é mais baixa, o que aponta que há muitos valores com grande volume e muitas emissões com volume baixo. A moda também aponta para grandes emissões, visto que é a terceira maior do ano.

5.1.3. Garantias

Tabela 5

Garantia (R\$ Milhões)							
Tipo	Qtde (un.)	Volume	Média	Mediana	Var	Desv. Pad.	Moda
Real	536	167.000	312	90	2,9E+12	1.712	100
Flutuante	73	22.119	303	150	2,9E+10	169	100
Quirografária	1.311	582.032	444	178	8,2E+11	907	100
Subordinada	207	328.232	1.586	675	1,9E+12	1.369	900

Na tabela 5, temos o volume de emissão por ano corrigido pelo IPCA, adotando o critério de que cada emissão fora realizada em janeiro do seu ano corrente.

As emissões do tipo quirografária (sem garantia) concentram maior volume, mas muito por conta do seu elevado número de quantidade. As emissões quirografárias representam 61,6% de todas emissões do período. Tal representatividade é um sinalizador

que o investidor está disposto a financiar empresas, mesmo que elas não ofereçam um colateral.

Essa representatividade das debêntures sem garantia fica ainda mais expressiva quando consideramos as emissões subordinadas. Neste caso, temos 71,4% em que não há nenhum ativo dado como garantia para realização da emissão.

Outro fator que chama bastante atenção é o número elevado da média e mediana das emissões subordinadas. Isso ocorre, pois, conforme visto anteriormente, esse tipo de emissão não possui um valor máximo. A moda deste grupo é de R\$ 900 milhões.

5.2. Indexação e Prazo

5.2.1. Indexação

Tabela 6

Índice	Qtde	Volume	Indexação (R\$ Milhões)				
			Média	Mediana	Var	Desv. Pad.	Moda
DI	1722	652.112	379	154	8,9E+11	942	100
DOLAR	12	43.560	3630	188	1,3E+14	10811	N/A
IGP-M	53	8.593	162	94	2,9E+10	170	31
INPC	1	12	12	12	N/A	0	N/A
IPCA	278	52.603	189	100	5,3E+10	231	100
PÓS	6	600	100	37	2,5E+10	143	N/A
PRÉ	25	15.110	604	347	1,2E+12	1088	500
SELIC	2	1.036	518	518	4,2E+09	46	N/A
TJLP	5	360	72	70	5,7E+08	21	N/A
TR	23	7.478	325	300	3,8E+10	190	300

Na tabela 6, temos o volume de emissão nominal separado pelos indexadores, que constam na base da ANBIMA.

O que mais chama atenção no resultado é que quase todas as emissões são indexadas pelo índice DI (cerca de 80% do total da amostra). Também conhecido como CDI, tal índice é bastante utilizado no mercado e é calculado com base nos depósitos interbancários. Todo dia os bancos realizam empréstimos entre si para encerrar suas

operações diárias sem saldo negativo. O órgão Cetip fica responsável por monitorar todas essas transações e, com base nelas, constrói um coeficiente de referência (CDI) composto pelas taxas proporcionalmente ao volume transacionado.

A taxa básica de juros da economia (SELIC) é calculada de forma similar. Contudo, nas transações do DI são utilizados lastros de títulos de instituições privadas. No caso da SELIC, os títulos lastreados nos empréstimos são públicos. Portanto, é de se esperar que ambas as taxas caminhem próximas, com o DI sendo um pouco mais elevado, por conta do lastro mais arriscado (na prática, não é o que vem ocorrendo, mas essa discussão não entra no escopo desse estudo).

Em suma, se grande parte das emissões está indexada ao DI, isso significa que os investidores possuem uma alta demanda de correção com base na taxa básica de juros. Um dos motivos que pode explicar essa demanda é taxa elevada da SELIC ao longo do período, com inflação relativamente mais baixa.

As emissões indexadas aos índices de inflação o (IPCA e IGP-M) representam cerca de 15% da amostra. Embora seja um montante significativo, os investidores parecem estar mais preocupados com a forma como o Banco Central conduz a política monetária do que propriamente com a inflação para atrelar suas remunerações.

Levando em consideração as tabelas do anexo desse estudo, é possível fazer uma análise um pouco mais detalhada dos indexadores:

Em termos de quantidade (Tabela A do anexo), pode-se notar que as emissões são predominantemente corrigidas pelo índice DI (80,96%), IPCA (13,07%), IGP-M (2,49%) e somente uma pequena parcela é pré-fixada (1,18%).

Em termos de volume (Tabela B do anexo), o cenário não se altera tanto. Porém, a representatividade das emissões atreladas ao DI aumenta (84,61%), do IPCA diminui (6,17%) e as vinculadas ao dólar ganham maior peso (4,68%), o que indica que, embora tenham ocorrido poucas emissões em que a moeda norte americana era o fator de correção, o volume dessas emissões foi bastante relevante, sobretudo em 2014.

Ao observar a Tabela C do anexo, em que consta o volume médio por emissão atrelado a cada índice, é possível perceber um ponto interessante. Conforme descrito na seção 3 em 2005 entrou em vigor a Nova Lei de Falência de empresas, garantindo maior segurança e estabilidade para o investidor.

Assim, ao considerarmos somente as emissões atreladas ao DI, que já representam quase toda a amostra, é possível notar que a alteração na lei teve impacto no mercado de debêntures, visto que o volume médio de emissões aumentou substancialmente nos anos subsequentes (2005-07), com posterior interrupção no ritmo devido à instabilidade da economia brasileira por fatores externos e internos, que continua sem dar sinais de recuperação.

5.2.2. Prazo

De todas as emissões observadas, 1172 (ou 55,5% da amostra) representam debêntures com amortização do tipo *bullet*. Isso quer dizer que o prazo de pagamento da remuneração do título é feito uma única vez, que é na data de vencimento. Desta forma, a duration desses títulos pode ser encontrada simplesmente subtraindo o prazo de vencimento com o prazo de emissão.

Para as demais observações, foi adotado como premissa que teriam um PMT (valor do pagamento periódico) semestral. Assim, foi possível construir a seguinte curva de duration para a amostra total:

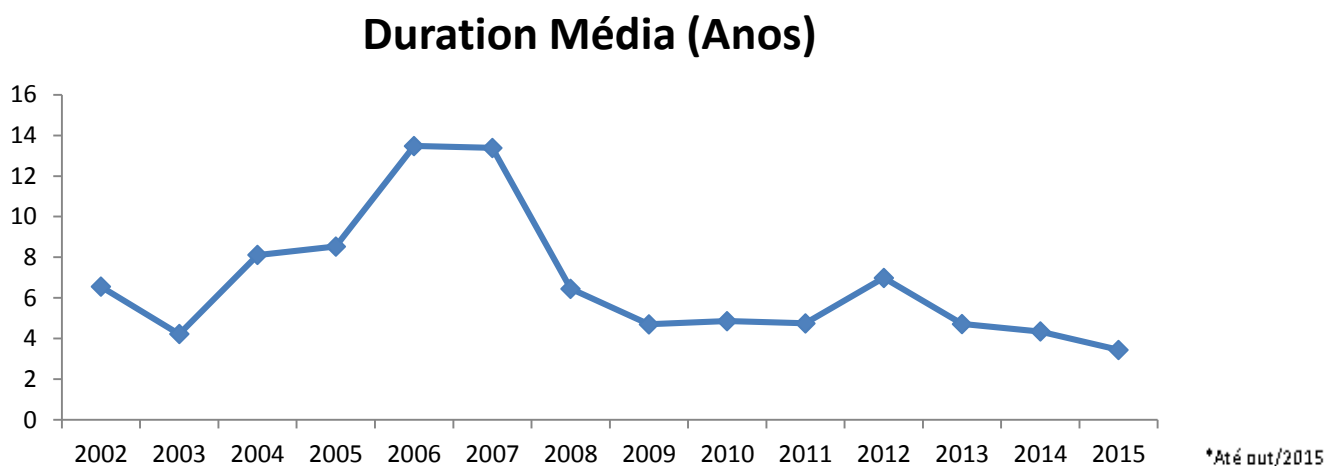


Figura 7: elaborado pelo autor com dados fornecidos pela ANBIMA

É interessante observar que, conforme já vem sendo levantado, a Nova Lei de Falências parece ter impactado o mercado de emissões de debêntures no que diz respeito aos prazos de vencimento.

Note que a partir de 2005 e até 2007 houve um aumento da duration média das emissões. Em outras palavras, os investidores estavam aceitando financiar as empresas com prazos mais longos de vencimento, o que é um indicador do aumento de confiança.

Todavia é possível perceber que em momentos que a economia não vai tão bem, como na crise de confiança do Lula 2002-03, na crise de 2008-09 e o período recente 2014-15, os prazos de vencimento ficam mais curtos. Isso acontece porque o investidor, diante de um cenário adverso e incerto, quer encurtar os prazos de seus recebíveis, para reduzir os riscos de não receber seus direitos perante as empresas.

5.3. Comissão Coordenador Líder

Tabela 7

<i>Fee Underwriter</i>						
Ano	Qtde	Média	Mediana	Var	Desv. Pad.	Moda
2002	42	0,27%	0,15%	6,8E-06	0,0026	0,15%
2003	15	0,70%	0,40%	1,4E-04	0,0116	0,50%
2004	41	0,44%	0,30%	1,8E-05	0,0042	0,05%
2005	55	0,27%	0,25%	5,1E-06	0,0022	0,10%
2006	69	0,10%	0,05%	2,1E-06	0,0014	0,01%
2007	62	0,26%	0,10%	4,3E-05	0,0065	0,01%
2008	20	0,27%	0,26%	4,3E-06	0,0020	0,30%
2009	29	0,28%	0,25%	2,7E-06	0,0016	0,30%
2010	32	0,24%	0,20%	2,6E-06	0,0016	0,20%
2011	15	0,34%	0,35%	3,1E-06	0,0017	0,50%
2012	37	0,21%	0,16%	7,5E-06	0,0027	0,00%
2013	32	0,44%	0,20%	5,9E-05	0,0075	0,05%
2014	13	0,58%	0,20%	2,2E-04	0,0142	0,05%
2015	9	0,33%	0,05%	3,2E-05	0,0053	0,05%

Na tabela 7, consta o total da amostra disponibilizada no portal da ANBIMA no que diz respeito à comissão cobrada pelos coordenadores líderes por estruturar as emissões. Tal amostra cobre 22% do total da base de dados do período do estudo. Conforme já

descrito na seção da base de dados, em alguns casos as empresas são dispensadas de emitir registros públicos de suas emissões e, portanto, o acesso aos valores das comissões cobradas fica dificultado.

Para facilitar a compreensão, é possível elaboramos um gráfico para fazer a análise:

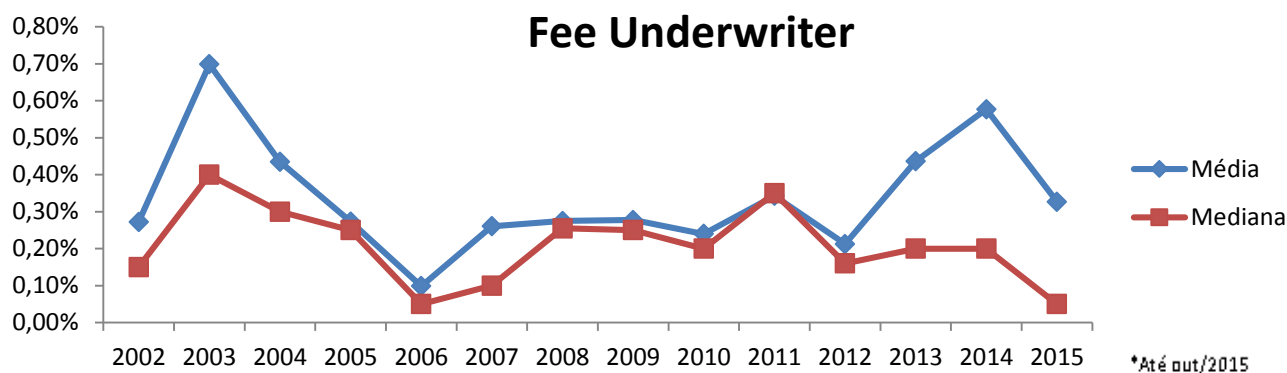


Figura 8: elaborado pelo autor com dados fornecidos pela ANBIMA

O comportamento das comissões parece estar levemente associado aos ciclos político-econômicos. Por exemplo, em 2003 é possível notar que as comissões apresentaram altas taxas em média. Um dos motivos que pode ter levado a esse aumento foi que os investidores estavam muito céticos em relação ao Brasil na época, diante da eleição do ex-presidente Lula. Assim, para os *underwriters* o trabalho de conseguir investidores interessados e dispostos a financiar as empresas era mais complicado.

Entretanto, no período logo após a Nova Lei de Falências é notável que houve uma queda nas comissões e que o valor médio se aproximou muito da mediana. A partir de 2007, contudo, a taxa volta a crescer e matem-se elevada até 2011.

A partir de 2012 até 2015 a amostra fica bem reduzida e a distância entre média e mediana aumenta, dificultando a nossa análise. Porém, é possível perceber que há um movimento de queda do último ano até o momento e a economia está passando por um momento ruim. Portanto, o resultado é contraditório com o comportamento que vinha sendo observado nos últimos anos, mas deve-se levar em consideração a amostra mais reduzida nesse caso.

6. Conclusão

Ao longo desse trabalho, procurou-se documentar o comportamento das emissões de debêntures e algumas características presentes nas escrituras de emissão, com atenção especial aos períodos de crises político-econômicas e, sobretudo, no período logo após a criação da Nova Lei de Falências do Brasil.

Com base nas análises realizadas, foi possível constatar que, embora não seja conclusivo do ponto de vista empírico, a alteração na lei falimentar de empresas no Brasil parece ter tido um impacto significativo no mercado de debêntures. Foi possível observar volumes maiores, com prazos de duração maiores, taxas de comissão menores e um número mais elevado de emissões sem garantia nos 2 anos seguintes ao período que a lei passou a vigorar. Contudo, o mercado parece ter sentido impacto relevante durante a crise no mercado imobiliário norte americano.

Em relação à indexação das emissões, foi possível observar que quase totalidade das emissões estão indexadas ao índice DI. Dessa forma, parece que nos últimos anos os investidores estão mais preocupados em atrelar seus rendimentos à taxa básica de juros do que à inflação. Uma possível explicação para esse fato é que a taxa básica de juros na economia brasileira tem se mantido em níveis elevados, acima da inflação.

Em relação à sazonalidade, foi exposto que o comportamento das emissões parece apresentar uma correlação com o comportamento dos vencimentos ao longo dos meses. Ainda que haja outros meios de captação, esse resultado parece estar em linha com o fato de que um dos motivos para as empresas se capitalizarem é para alongar suas respectivas estruturas de endividamento.

A partir dos resultados obtidos, conclui-se que o mercado de emissão de debêntures parece sofrer impactos significativos com os ciclos político-econômicos. Ademais, os dados sugerem que os investidores se sentiram mais protegidos após a alteração da lei falimentar de empresas, demonstrando maior disposição a investir e concedendo prazos mais longos para amortização das dívidas.

7. Anexos

Tabela A (Qtde)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 *	Total	%
DI	35	17	34	50	60	68	34	87	150	171	285	274	299	158	1722	80,96%
IGP-M	6	2	9	8	7	2	0	1	3	13	2	0	0	0	53	2,49%
INPC	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0,05%
IPCA	0	0	0	0	1	6	5	16	32	20	64	62	46	26	278	13,07%
PÓS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	1	0	0	0	6	0,28%
SELIC	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0,09%
TJLP	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	2	5	0,24%
TR	0	0	0	0	0	0	0	6	9	2	1	0	3	2	23	1,08%
Dólar	0	0	2	0	1	2	0	1	0	1	0	2	2	1	12	0,56%
Pré-Fixado	0	1	2	0	0	1	1	1	2	1	5	7	3	1	25	1,18%
Pós-Fixado	43	20	45	58	69	78	39	112	194	212	354	339	350	189	2102	98,82%
TOTAL	43	21	47	58	69	79	40	113	196	213	359	346	353	190	2127	100,00%

Tabela B (R\$ milhões)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 *	Total	%
DI	23.877	12.244	19.850	87.427	103.623	89.065	32.174	36.056	63.859	80.560	141.877	94.729	93.467	51.430	930.238	84,61%
IGP-M	5.136	964	4.060	2.152	1.614	618	0	30	1.182	578	105	0	0	0	16.439	1,50%
INPC	0	0	0	0	0	0	0	18	0	0	0	0	0	0	18	0,00%
IPCA	0	0	0	0	862	3.495	1.903	3.045	8.142	3.784	21.116	12.330	7.967	5.222	67.865	6,17%
PÓS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	246	539	0	0	0	785	0,07%
SELIC	2.498	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2.498	0,23%
TJLP	0	129	0	0	0	0	0	0	0	0	128	85	0	140	482	0,04%
TR	0	0	0	0	0	0	0	3.928	5.009	745	123	0	722	159	10.686	0,97%
Dólar	0	0	495	0	3.447	206	0	146	0	533	0	902	45.525	225	51.478	4,68%
Pré-Fixado	0	9	242	0	0	836	800	967	782	133	4.097	2.383	8.619	27	18.894	1,72%
Pós-Fixado	31.510	13.337	24.405	89.579	109.546	93.385	34.077	43.223	78.192	86.446	163.889	108.045	147.680	57.176	1.080.489	98,28%
TOTAL	31.510	13.345	24.647	89.579	109.546	94.220	34.877	44.190	78.974	86.578	167.986	110.429	156.299	57.203	1.099.383	100,00%

Tabela C (R\$ milhões)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 *
DI	682	720	584	1.749	1.727	1.310	946	414	426	471	498	346	313	326
IGP-M	856	482	451	269	231	309	0	30	394	44	53	0	0	0
INPC	0	0	0	0	0	0	0	18	0	0	0	0	0	0
IPCA	0	0	0	0	862	583	381	190	254	189	330	199	173	201
PÓS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	49	539	0	0	0
PRÉ	0	0	0	0	0	0	0	0	724	0	1.001	340	4.306	0
PREFIXADO	0	9	144	0	0	836	800	967	58	0	0	0	0	0
SELIC	1.249	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SEM-ÍNDICE	0	0	98	0	0	0	0	0	0	133	92	0	7	27
TJLP	0	129	0	0	0	0	0	0	0	0	128	85	0	70
TR	0	0	0	0	0	0	0	655	557	373	123	0	241	80
Dólar	0	0	247	0	3.447	103	0	146	0	533	0	451	22.762	225
Pré-Fixado	0	9	121	0	0	836	800	967	391	133	819	340	2.873	27

* Até out/2015

8. Referências Bibliográficas

ALBINO, J. A Utilização das Debêntures Conversíveis Como Mecanismo de Investimentos em Empresas Emergentes Pelos Gestores de Venture Capital no Brasil. Porto Alegre, 2006. Trabalho de conclusão de curso de graduação.

ANBIMA. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/exploreosnd/exploreosnd.asp#22>>. Acesso entre agosto e outubro de 2015.

BALDWIN, R. e CAVE, M. Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practise. Oxford University, 1999.

COELHO, F. Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas (8ª ed.). São Paulo: Saraiva, 2011.

DJANKOV, S.; MCLIESH, C.; SHLEIFER, A. Private Credit in 129 Countries. Journal of Financial Economics, v. 87, n. 2, p. 299-329, 2007.

FORTUNA, E. Mercado financeiro: produtos e serviços. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FUNCHAL, B.; BAPTISTA, É. e SOUZA, M. Nova Lei de Falências: Efeitos na Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras, 2008.

LA PORTA, R.; SILANES, F. e SHLEIFER, A. Law and Finance. Journal of Political Economy, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LEAL, R. e CARVALHAL, A. The Development of the Brazilian Bond Market, 2006.

RUIZ, M. et al. A proteção do investidor nos países Ibero-Americanos, 2013. Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/Eventos/IEC/2013/Apresentacoes/Dia_11.12.2013/16h30/LuisLobianco-Livro-ProtecaoInvestidorIberoAmerica.pdf>.

SOUZA, M. Recuperação de empresas: Análise Comparativa do Processo Legal entre Portugal e Brasil. Universidade de Coimbra, p. 60-84, 2012.

TARABORELLI, A. Título: “Crédito cresce mais do que PIB no Brasil, diz Febraban”. *Brasil Eletrônico*, jun. 2015 < <http://brasileconomico.ig.com.br/financas/2015-06->

17/credito-cresce-mais-do-que-pib-no-brasil-diz-febraban.html >. Acesso em: 21 nov. 2015.

COUTINHO, E. O Mercado de securitização de ativos e seu impacto na classificação de risco de crédito. Rio de Janeiro, 2013. Trabalho de conclusão de curso de graduação.