

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CAPTAÇÃO POR DEBÊNTURES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

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

Vinicius Vieira da Silva

Nº de matrícula: 9615772-4

Orientador: José Henrique Tinoco de Araújo

Junho de 2000.

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

Agradeço primeiramente a minha mãe e meu irmão por todo o apoio, incentivo e compreensão durante estes quatro anos e meio de faculdade. Agradeço a Cristina Teixeira de Souza Marques que esteve sempre ao meu lado e me dando também muito apoio durante esses anos e ao amigo Ricardo D'Avila Goulart pelos seus conselhos. Agradeço ao amigo Yan Alexandre da Silva por ter fornecido a base de dados necessária para a elaboração desta monografia. Por fim, agradeço a Deus pelo privilégio de me formar em economia na PUC.

ÍNDICE

I – Introdução.....	5
II – Significado e História das Debêntures no Mercado Brasileiro.....	7
III – Principais Características de uma Debênture.....	12
IV – Vantagens e Desvantagens na Captação por Debêntures.....	16
IV.1 – Riscos de Inadimplência.....	16
IV.2 – Mecanismos de Segurança - Rating e Outras Garantias.....	17
IV.3 – Comparações com Outro Título – Commercial Papers.....	19
V – Importância do Mercado Secundário.....	21
VI – Relação Entre as Emissões Primárias e o Cenário Econômico.....	24
VI.1 – Comportamento do Mercado Diante de Oscilações nas Variáveis Macroeconômicas.....	24
VI.2 – Comportamento do Mercado Diante da Estabilidade Econômica - Plano Real.....	27
VI.3 – Comportamento do Mercado Diante de Diferentes Cenários do Mercado Externo.....	28
VII – Conclusão.....	31
Bibliografia.....	33

I – INTRODUÇÃO

O mercado de debêntures tem um papel fundamental dentro do mercado de capitais brasileiro, pois é muito utilizado pelas empresas para captações e financiamentos de médio e longo prazo no mercado interno.

O mercado de capitais é subdividido em três categorias: mercado de ações, mercado de títulos públicos e mercado de títulos privados de crédito. Esses títulos privados são, basicamente, debêntures e commercial papers. O mercado de debêntures tem um importante papel dentro do mercado de títulos privados, pois é responsável pela emissão anual de aproximadamente US\$ 6,7 bi, em média, nos últimos 6 anos, em títulos que viabilizaram investimentos de empresas emissoras. Este montante é movimentado somente no mercado primário, logo se considerarmos a movimentação desses títulos no mercado secundário, chegaremos a números muito expressivos, que serão estudados ao longo desta monografia.

O objetivo deste trabalho será estudar o comportamento do mercado de debêntures diante de oscilações nas variáveis macroeconômicas, como por exemplo: taxa de juros, taxa de câmbio, PIB e taxa de inflação. Para isso, será criado um modelo econométrico, para verificar a correlação das debêntures com as demais variáveis e chegar a conclusões sobre o

seu comportamento. Além disso, será feito uma análise em relação a diferentes cenários do mercado externo: adversos ou favoráveis e será observado qual foi o efeito causado pela estabilidade econômica no mercado de debêntures, trazida pela implementação do Plano Real. No caso deste último estudo, espera-se demonstrar que a estabilização econômica influenciou positivamente este mercado, provocando um aumento substancial no montante de emissões.

Para atingir estes objetivos, inicialmente, serão vistas importantes informações e características básicas sobre o ativo (debênture) para que haja uma maior noção de como é e como funciona este mercado. Um estudo aprofundado sobre o mercado de debêntures e seu comportamento diante de diversos cenários econômicos servirá como base para se tirar algumas conclusões, de modo a maximizar o volume de emissões e com isso aumentar o volume de negociação no mercado secundário, contribuindo para o crescimento do mercado de capitais brasileiro.

II – SIGNIFICADO E HISTÓRIA DAS DEBÊNTURES NO MERCADO BRASILEIRO

Historiadores não sabem exatamente quando surgiu os primeiros títulos comerciais deste tipo, mas sabem que títulos com características semelhantes começaram a ser utilizados na Inglaterra, no século XV. A palavra “debênture” é proveniente do latim, da expressão *debere*, o que quer dizer “aquilo que deve ser pago”.

Segundo Vladimir Antônio Rioli, debênture é, juridicamente, “um título comercial emitido por sociedade por ações, mediante o qual, esta contrai um empréstimo de dinheiro junto a seus acionistas ou outra pessoa qualquer respeitados determinados termos e condições” e economicamente, “uma forma de processamento da transferência de fundos de uma unidade superavitária para uma unidade deficitária”. Contabilmente, a debênture é classificada como parte do passivo exigível de uma empresa, pois é uma obrigação com recursos de terceiros.

Desde a época do Império até 1965, temos um período marcado pelo surgimento e desenvolvimento de toda legislação referente ao mercado de capitais. Primeiramente, foi se consolidando a legislação comercial brasileira totalmente baseada nas legislações adotadas na Inglaterra e Estados Unidos. Em 1882, instituíram a “Primeira Lei das Sociedades por Ações”, Lei nº 3.150, que regulamentou a constituição destas empresas. Nesta lei,

“debênture” era sinônimo de “obrigações ao portador”, ou seja, títulos referentes a empréstimos de sociedades comerciais.

Em 1889, com a Proclamação da República, ocorreu no mercado de títulos brasileiro um movimento especulativo muito grande, chamado “Encilhamento”, onde autoridades emitiam títulos à vontade, sem respeitar as exigências legais que eram exigidas. Com isso, em 1893, foi aprovado um projeto apresentado pelo Deputado Leopoldo de Bulhões, redigido pelo jurista Ruy Barbosa, que regulamentava os “empréstimos por obrigações”. Este projeto ficou conhecido como “Lei dos Empréstimos por Debênture” e serviu como base legal para todas as emissões de debêntures até 1976, quando decretaram a Lei nº 6.404. A partir daí, várias outras leis foram decretadas com a função de complementar e aprimorar a “Lei dos Empréstimos por Debêntures”, como por exemplo, em 1897, a “Lei 177-A” que relatava quais eram os procedimentos que deveriam ser adotados caso houvesse a insolvência da companhia emissora, em 1938, a “Lei da Comunhão de Interesses dos Debenturistas”, e em 1945, a “Lei das Falências” que se referia aos direitos e procedimentos dos credores em caso de insolvência das sociedades.

Entre 1965 e 1976 o Sistema Financeiro Nacional sofreu várias mudanças em sua estrutura e funcionamento. A criação da Lei nº 4.728 (“Lei do Mercado de Capitais”), em 1965, trouxe novas mudanças nas características e condições das debêntures, o que ajudou a impulsionar o número de emissões. Dentre as modificações podemos citar a permissão para emissão de debêntures com cláusula de correção monetária, sob forma “endossável” e conversíveis por ações, além de “normalizar o procedimento de emissão pública de debêntures” e alterar o limite da emissão de capital social para o patrimônio líquido das sociedades. Outra inovação da “Lei do Mercado de Capitais” foi fazer com que o Banco

Central do Brasil, na função de órgão executivo das deliberações da Comissão de Valores Mobiliários, passasse a regular as debêntures através de Resoluções.

Em 1976, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, através da promulgação da Lei nº 6.385, com o propósito de normatizar e controlar os registros de emissões públicas de debêntures. Além disso, foi decretada a Lei nº 6.404, conhecida como a “Lei das S.A.”, que atualizou normas e procedimentos reguladores das sociedades por ações, de modo a impulsionar o mercado de debêntures. Uma importante modificação foi a introdução do Agente Fiduciário, que substituiu a Comunhão de Interesses dos debenturistas, podendo deste modo melhor representá-los pois tornaria o processo decisório mais ágil, por ser uma figura singular.

No início da década de 80, tivemos um *boom* no mercado de debêntures devido a medidas adotadas pelo governo. Ao adotar uma política monetária contracionista, em 1980, o governo eliminou créditos subsidiados, restringiu a expansão creditícia dos bancos, elevou as alíquotas de imposto sobre o crédito em operações de financiamento e adotou uma política de liberalização dos juros. Estas medidas, juntamente com a flexibilização das normas para a obtenção da condição de companhia aberta, contribuíram para um grande aumento não só da oferta, mas também da demanda por estes títulos. Em 1981, debêntures representavam em torno de 20% dos ativos das carteiras de fundos e instituições. Pode-se verificar o *boom*, no início dos anos 80, do mercado de debêntures, na tabela 1, que segue abaixo:

Tabela 1 – Registro de Emissões Públicas de Debêntures (1965-1982)

ANO	DCA*	DEB**	TOTAL
	Nº	Nº	
4º Trim/65	0	6	6
1966	1	15	16
1967	4	4	8
1968	3	1	4
1969	1	3	4
1970	4	2	6
1971	0	1	1
1972	0	0	0
1973	4	1	5
1974	1	2	3
1975	1	1	2
1976	2	1	3
1977	1	1	2
1978	2	0	2
1979	4	3	7
1980	22	22	44
1981	30	155	185
1º Trim/82	7	42	49
TOTAL	87	260	347

Fonte: ABAMEC

* - Debêntures Conversíveis em Ações;

** - Debêntures Simples.

O aumento do número de emissões visto no início da década de 80, infelizmente não teve continuidade, pois o país passou por diversas dificuldades econômicas que refletiram em um desaquecimento do mercado. Pode-se notar, na tabela 2, que o mercado de debêntures voltou a crescer a partir da década de 90, com grande aumento do volume e da quantidade de emissões, principalmente a partir de 1994.

Tabela 2 – Registro de Emissões Públicas de Debêntures (1988-1999)

DATA	QUANTIDADE	VOLUME (US\$)
1988	9	2.831.330.550
1989	24	896.623.080
1990	81	1.769.527.958
1991	81	1.600.624.408
1992	58	1.074.742.642
1993	135	3.879.101.208
1994	80	3.679.197.922
1995	160	7.839.573.322
1996	218	7.617.386.950
1997	117	9.038.153.603
1998	151	7.190.558.147
1999	59	4.990.552.156
TOTAL	1.173	52.407.371.945

Fonte: SND - Sistema Nacional de Debêntures

III – PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE UMA DEBÊNTURE

As debêntures normalmente são classificadas dentro de quatro categoria: quanto à forma do título, quanto ao seu vencimento, quanto a seu tipo e quanto à sua garantia.

Quanto à forma, a debênture pode ser emitida sob a forma “nominativa e “escritural”.

Quanto ao vencimento, a debênture poderá ter sua data de vencimento pré-fixada ou indeterminada. A data de vencimento deverá estar especificada em uma cláusula da Escritura de Emissão. No caso de vencimento indeterminado, este será condicionado a no mínimo dois eventos: inadimplemento da obrigação de pagar juros e dissolução da companhia. Além destas, obrigatórias por lei, podem ser especificadas, na escritura, outras condições, como por exemplo a obrigação da companhia emissora em não onerar seus ativos.

Quanto ao tipo, as debêntures poderão ser do tipo conversível em ações ou do tipo simples (não conversíveis). Na escritura deverá constar uma cláusula de conversibilidade, na qual deverá estabelecer as bases de conversão, a espécie e classe das ações objeto da

conversão e o prazo ou cronograma para o seu exercício, de acordo com a “Lei das Sociedades por Ações”.

Quanto à garantia, as debêntures podem ser subordinada, quirografária, com garantia flutuante ou com garantia real. As debêntures subordinadas têm preferência somente aos acionistas da emissora no ativo remanescente, no caso de liquidação. Estas debêntures não possuem limites de emissão. Já as debêntures quirografárias não oferecem nenhum tipo de garantia ou privilégio sobre o ativo da emissora e têm como limite de emissão o valor do capital social da emissora. As debêntures com garantia flutuante asseguram privilégios sobre o ativo da emissora, embora, não impedindo a negociação dos bens que compõem esse ativo. O valor total das emissões de debêntures com este tipo de garantia não pode ultrapassar 70% do valor contábil do ativo da companhia diminuído das dívidas com garantia real. Por outro lado, as debêntures com garantia real são garantidas por bens integrantes do ativo da emissora ou de terceiros, sob a forma de hipoteca, penhor ou anticrese de bens. O valor total das emissões de debêntures com este tipo de garantia não pode ultrapassar 80% do valor dos bens integrantes da garantia.

Outras duas importantes características de debêntures são: amortização e remuneração.

Existem cinco tipos de mecanismos para amortização ou resgate de debêntures: resgate facultativo, resgate programado, emissão em séries, amortização parcelada e fundo de amortização. No resgate facultativo, a qualquer momento, mediante aviso aos debenturistas, a emissora poderá retirar de circulação parte ou a totalidade das debêntures em circulação, através de sorteio ou recompra dos títulos em circulação. Já no resgate

programado, a companhia estipula na escritura a data ou época e a quantidade máxima de debêntures que possam ser resgatadas. No caso de emissão em séries, como uma emissão pode ter um número indeterminado de séries, pode-se formar a emissão com várias séries com datas de vencimento diferentes, programando seu resgate. A amortização parcelada é feita de acordo com um cronograma, estipulado pela própria emissora na escritura de emissão. E por fim, o fundo de amortização é uma obrigação da emissora em constituir um fundo de disponibilidades, de modo a minimizar o impacto do pagamento das parcelas de amortização ou vencimento, no caixa da emissora.

A remuneração pode ser dividida em seis diferentes tipos: juros, participação nos lucros, prêmio de reembolso, deságio, correção monetária e variação cambial. As taxas de juros podem ser pré-fixadas (ex: 18% a.a.) ou variáveis (ex: ANBID, TJLP), ambas com livre fixação de periodicidade de pagamento. A participação nos lucros é baseada no resultado que a emissora venha a ter no final de um ano fiscal. O prêmio de reembolso é uma recompensa monetária utilizada pela emissora para tornar seu título mais atrativo, até o seu resgate. O deságio é utilizado quando a emissora oferece ao subscritor um desconto no valor nominal do título, para que desta forma, aumente o valor dos juros. A remuneração através da correção monetária é feita através de índices de inflação (ex: IGP-M, INPC, TR). Já a variação cambial é atrelada à uma taxa de câmbio entre alguma moeda estrangeira e o Real, normalmente é utilizado a cotação do dólar americano (ex: US\$ PTAX Venda). Normalmente estes dois últimos tipos de remuneração são utilizado somados a uma taxa de juros pré-fixada (ex: IGP-M + 15% a.a., US\$ + 7,5% a.a.).

Hoje em dia, de acordo com a Decisão Conjunta nº 7, do Banco Central/CVM, de 23/09/99, está proibido o uso de variação cambial como remuneração de títulos em novas emissões.

IV – VANTAGENS E DESVANTAGENS NA CAPTAÇÃO POR DEBÊNTURES

IV.1 – Riscos de Inadimplência

Um dos maiores fatores que contribuem para o não crescimento do mercado de debêntures é o fato de existirem muitos títulos que não são honrados pelas emissoras. Com isso, debenturistas perdem muito tempo e recursos em batalhas judiciais que levam anos para serem resolvidas, e nem sempre favoráveis aos mesmos.

As emissões, desde 01/09/1989 até 01/04/2000, que ainda possuem registro na CETIP (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos), ou seja, que ainda estão no mercado, têm um volume em torno de US\$ 23,5 bilhões (Fonte: SND). Desse total, US\$ 1,6 bilhão se encontra inadimplente até a data de 10/05/2000 (Fonte:CETIP). Este valor representa 6,89% do volume total emitido em mais de dez anos.

Estes volumes são muito expressivos, e por isso afugenta os investidores institucionais, a saber: fundos de pensão, seguradoras, asset management, tesouraria de instituições financeiras e, ainda em menor escala, grandes companhias com excedentes de caixa e investidores pessoa-física na categoria “private bank”, que são grandes influenciadores da demanda por títulos. Com a demanda por debêntures em baixa, não

haverá a possibilidade de realizar novas emissões, pois a empresa não conseguirá colocar seus títulos no mercado. Isto poderá se tornar um ciclo vicioso que contribuirá para que se torne cada vez menor a oferta e a demanda por debêntures no mercado de capitais brasileiro.

Esta taxa de inadimplência pode ser minimizada se algumas medidas da parte do Governo e do setor privado forem tomadas. A medida a ser tomada pelo governo é de agilizar o processo de liquidação e pedido de falência das companhias emissoras, para definir mais rapidamente o destino dos bens do ativo e capital social para o pagamento dos credores. Isto implicaria em mudanças de legislações, o que torna esta medida de caráter de longo prazo. Por outro lado, o mercado não pode se dar ao luxo de ficar esperando que essas medidas sejam tomadas, e por isso pode adotar algumas medidas como a utilização de serviços de *rating* de empresas especializadas e incluir outras cláusulas de garantias na escritura de emissão, para minimizar as chances de inadimplência do investimento, e se caso isto ocorrer, ter como recurso as garantias. Estas medidas serão mais aprofundadas no item abaixo.

IV.2 – Mecanismos de Segurança - Rating e Outras Garantias

O *rating* nada mais é do que uma avaliação de uma agência classificadora de risco. A principal função desta avaliação é prover aos investidores informações precisas, de modo imparcial, sobre a capacidade de pagamento de empresas ou de títulos de dívida emitidos por todo o tipo de empresa ou órgão.

Em posse de um relatório de classificação de risco, com um bom *rating*, certamente as emissoras aumentarão muito suas chances de colocação do papel, pois os possíveis investidores e analistas financeiros do mercado terão muito mais confiança na empresa, o que a tornará mais atrativa. Mesmo que a nota do *rating* não seja tão boa, a emissora terá um grande reconhecimento e confiança do mercado, somente em função de abrir suas contas para uma análise independente.

Em mercados mais amadurecidos, como o norte-americano por exemplo, quanto melhor é a nota de *rating*, menor é a taxa de juro paga, devido à segurança do papel, ou seja, a nota de *rating* tem uma relação inversamente proporcional à taxa de juros do título, de acordo com a segurança que o *rating* representa. Por isso, uma maior utilização deste mecanismo de segurança proporcionará um maior conforto aos investidores ao mesmo tempo em que ajuda a companhia emissora a colocar seus títulos em mercado.

Outras garantias que podem servir como ferramenta para a proteção dos direitos dos investidores são as securitizações de recebíveis e custódias vinculadas, dentre outros mecanismos que podem constar nas escrituras de emissão de debêntures para assegurar o pagamento dos investidores.

As securitizações de recebíveis são feitas da seguinte forma: cria-se uma empresa de propósito específico (SPC – Special Purpose Company) com o objetivo exclusivo de captar recursos através do mercado de capitais nacional, via emissão de valores mobiliários, a princípio debêntures ou commercial papers, para a aquisição de direitos creditórios originados em uma ou mais companhias (cessão dos créditos), devidamente pré-selecionadas.

Já com relação à custódia vinculada, a emissora constitui, em favor dos debenturistas, uma custódia dos títulos representativos de direitos creditórios de que é ou será detentora a emissora, resultantes de pagamentos de cartões de crédito, cheques e carnês de crédito ou de títulos representativos de aplicações financeiras, incluindo cotas de fundos mútuos ou investimento. Estes direitos creditórios devem compor um percentual, a ser definido pela emissora, sobre o valor total da emissão em circulação.

Outra garantia muito utilizada é a constituição do penhor de créditos de que é titular em decorrência do fornecimento de produtos aos seus clientes. Os direitos creditórios decorrentes dos fornecimentos de produtos ou serviços pela emissora aos clientes, existentes ou que venham a existir, garantirão o cumprimento das obrigações até a completa liquidação das debêntures.

IV.3 – Comparações com Outro Título – Commercial Papers

Commercial papers são títulos privados com características diferentes das debêntures, principalmente com relação ao prazo. Enquanto a debênture é um título de médio a longo prazo, o commercial paper é um título de curto prazo, que pode variar entre três meses a um ano.

A vantagem de uma empresa se financiar através de commercial papers é que o registro da operação na CVM é muito mais rápido, devido a menor quantidade de informações e documentos exigidos. Além disso, não é obrigatório por lei a contratação de agente fiduciário para a emissão, contribuindo para um menor custo da emissão.

Um fator negativo é que estes títulos somente podem ter como remuneração taxas prefixadas, sendo emitidos com deságio. Os investidores, muitas vezes fazem swap para DI, de modo a se proteger de flutuações nos juros, já que o DI é uma taxa de juro flutuante e o commercial paper é prefixado. A obrigatoriedade da taxa prefixada atrapalha a negociação dos commercial papers no mercado secundário, pois o swap não é transferível, logo em negociações destes títulos se faz necessário a criação de novos contratos (swap) para manter o título atrelado ao DI.

As empresas utilizam o commercial paper, principalmente para financiar capital de giro ou como empréstimos-ponte (*bridge loans*), que são mecanismos de transição. A emissão destes títulos são muito comuns em duas situações: quando empresas fazem um longo *project finance*, se utilizam destes títulos para ter “fôlego” enquanto esperam a operação se concluir; e quando precisam captar a longo prazo, mas o mercado está exigido altas taxas de juros e existem expectativas futuras positivas, as empresas emitem o commercial paper com prazo de seis meses ou um ano, para posteriormente emitir outro título, de longo prazo como a debênture, a uma taxa mais baixa.

V – IMPORTÂNCIA DO MERCADO SECUNDÁRIO

Uma boa definição para mercado primário é aquele em que os títulos e ações são ofertados pela primeira vez ao mercado, pela emissora, através de um intermediário financeiro ou pelo seu *pool* de colocação. Após esta fase de lançamento para subscrição pública, é o mercado secundário, o responsável pela liquidez dos títulos lançados no mercado primário, pois é nele que são efetuadas as operações de compra e venda pelo mercado.

Pode-se observar o grau de importância do mercado secundário pela grande dependência que o mercado primário tem com o mesmo, ou seja, a existência do mercado primário depende do tamanho (volume) e do grau de liquidez do mercado secundário. Isto porque, se não houver um mercado onde os investidores tenham a possibilidade de mudar de posição, o número de investidores dispostos a carregar os títulos até seu vencimento será muito reduzido. Deste modo, a demanda por títulos diminuirá e conseqüentemente reduzirá a oferta de títulos no mercado primário.

Desde 1999, com o intuito de aumentar a liquidez do mercado secundário de debêntures, a ANDIMA (Associação Nacional de Instituições do Mercado Aberto) e a CETIP, firmaram convênios com a CLC (Câmara de Liquidação e Custódia) e com a

CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia) para possibilitar a negociação dos ativos também no ambiente das Bolsas de Valores. Deste modo, as debêntures, após registradas no SND (Sistema Nacional de Debêntures) e subscritas, são transferidas, pelo participante, para as contas da CLC ou da CBLC, mantidas junto ao Sistema, sendo suas posições transferidas, posteriormente, para a sua conta de custódia naquelas entidades. Com isso, torna-se possível a negociação secundária dos títulos, devido a uma maior transparência e liquidez do mercado.

Além disso, a CETIP disponibilizou o SIM (Sistema Integrado de Mercados), que permite que se faça o lançamento de ofertas de compra e venda de debêntures através de um terminal, permitindo uma maior agilidade nas negociações juntamente com a liquidação financeira das operações.

As autoridades regulatórias, estão tomando diversas medidas no sentido de estimular nosso mercado de capitais, com mudanças fundamentais nas bases deste mercado, através dos projetos de lei que alteram: a Lei das S/A nº 6.404/76, defendendo um maior direito aos minoritários; e, a Lei das Falências, aumentando as responsabilidades dos administradores nas execuções de dívidas, incluindo aí, as debêntures. Além destas, podemos citar a alteração dos critérios de remuneração das debêntures, incluindo a possibilidade de remuneração pela variação diária do CDI, e ainda a dissolução de todos os anexos I, II, III, IV, V e VI, permitindo que investidores não residentes no Brasil possa investir diretamente em debêntures.

Ao analisar a tabela 3 e o gráfico 1, nota-se que a partir de 1994 a quantidade de negócios no mercado secundário de debêntures aumentou consideravelmente e

principalmente, nos anos de 1999 e início de 2000 houve um grande aumento do volume negociado.

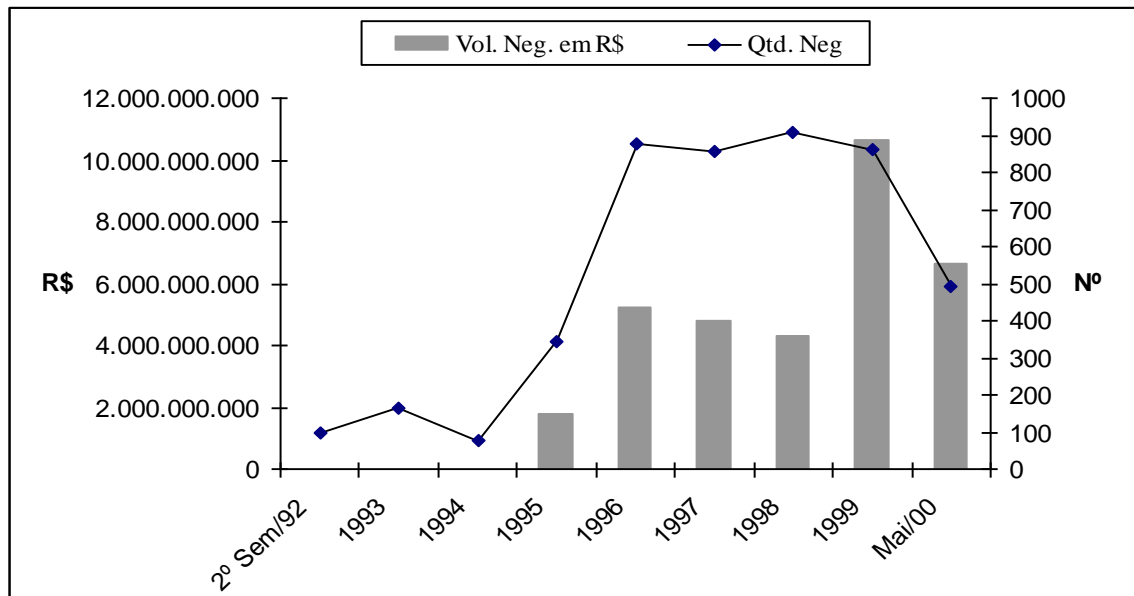
Tabela 3 – Negociações no Mercado Secundário (1992-2000)

Data	Quantidade de Negócios	Volume Negociado - R\$ (PU Médio)
2º Sem/92	98	N/D*
1993	166	N/D*
1994	77	N/D*
1995	344	1.772.610.932
1996	875	5.242.161.529
1997	855	4.788.360.829
1998	907	4.283.784.943
1999	864	10.669.292.557
Mai/00	493	6.656.613.343

Fonte: SND - Sistema Nacional de Debêntures

* - Valores não disponíveis em Reais.

Gráfico 1 – Volume X Quantidade de Negócios no Mercado Secundário (1992-2000)



Fonte: SND – Sistema Nacional de Debêntures

VI – RELAÇÃO ENTRE AS EMISSÕES E O CENÁRIO ECONÔMICO

VI.1 – Comportamento do Mercado Diante de Oscilações nas Variáveis Macroeconômicas

Para estudar a relação econômica e estatística entre as emissões de debêntures e variáveis macroeconômicas, como Produto Interno Bruto (PIB), inflação, taxa de juros e taxa de câmbio, foi estabelecido um modelo econométrico, no qual o volume de emissão de debêntures é a variável dependente e as demais variáveis macroeconômicas são as variáveis independentes. Segue abaixo o modelo utilizado:

$$\text{EMISDEB2} = C_1 + C_2 \text{PIB} + C_3 \text{INFL} + C_4 \text{JUR} + C_5 \text{CAMB} \quad ,$$

Onde, EMISDEB2 = o volume de emissão de debêntures; PIB = o Produto Interno Bruto, como índice (média 1990 = 100) real, base móvel (fonte: IPEA); INFL = taxa de inflação, representada pelo Índice Geral de Preços de Mercado - IGP-M (fonte: Economática); JUR = taxa de juros, Over/Selic (fonte: IPEA); e CAMB = taxa de câmbio de exportações, efetiva, real, índice jun/94 = 100 (fonte: IPEA). Os dados são mensais e o período de análise começa em junho/1994 e termina em abril/2000, constituído por uma amostra de 71 observações (considerado um número pequeno).

O período de análise foi escolhido propositalmente, durante o Plano Real devido a estabilidade econômica e conseqüentemente, da moeda, para evitar que houvesse qualquer quebra estrutural no modelo, causada por cenários econômicos muito diferentes.

Ao rodarmos a regressão, com a ajuda do software Econometric Views, obtivemos o seguinte resultado:

LS // Dependent Variable is EMISDEB2 Date: 06/26/00 Time: 09:26 Sample(adjusted): 1994:06 2000:03 Included observations: 70 after adjusting endpoints EMISDEB2=C(1)+C(2)*PIB+C(3)*INFL+C(4)*JUR+C(5)*CAMB				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-891.5314	1616.368	-0.551565	0.5831
C(2)	17.45202	13.00977	1.341454	0.1844
C(3)	-41.32243	82.03150	-0.503739	0.6161
C(4)	31.73515	74.52877	0.425811	0.6717
C(5)	-8.334096	7.600042	-1.096585	0.2769
R-squared	0.070074	Mean dependent var	504.9064	
Adjusted R-squared	0.012848	S.D. dependent var	538.4040	
S.E. of regression	534.9341	Akaike info criterion	12.63304	
Sum squared resid	18600045	Schwarz criterion	12.79364	
Log likelihood	-536.4820	F-statistic	1.224511	
Durbin-Watson stat	1.768860	Prob(F-statistic)	0.309102	

Ao analisar o resultado, percebe-se que o R^2 (R-squared), que é o coeficiente de determinação do modelo, ou seja, nos dá a proporção da variação explicada pelo modelo em relação a variação total. Logo, neste modelo, o $R^2 = 0,07$, o que quer dizer que as quatro variáveis independentes do modelo só explicam 7% do volume de emissões de debêntures, e os 93% restantes são aleatórios.

A razão do modelo não ter um eficiente grau explicativo se dá devido ao fato da amostra ser muito pequena (somente 71 observações). Quando se tem uma pequena amostra, o modelo tende a apresentar vários erros, como por exemplo: heterocedasticidade, autocorrelação e multicolinearidade, que acabam afetando os resultados finais.

Em função do fraco poder explicativo do modelo, pode-se fazer uma análise da relação das variáveis econômicas do modelo. O PIB, por exemplo, tem uma relação diretamente proporcional com o volume de emissão de debêntures, de modo que quanto maior estiver o nível de atividade econômica, maior será o volume, pois as empresas aumentarão seus investimentos, e para isso precisarão se financiar de alguma forma, neste caso através de emissão de debêntures.

A taxa de juros tem uma relação dúbia com o volume de emissão de debêntures, pois quanto menor a taxa, maior será o incentivo para as empresas emitirem seus títulos, ao mesmo tempo que quanto maior for a taxa, maior será a demanda dos investidores pelos títulos.

Já a inflação e a taxa de câmbio têm uma relação mais indireta. Com relação à inflação, quanto maior for a taxa, maior será a demanda por títulos indexados por índices de inflação (IGP-M, INPC, IPC, dentre outros) e por isso as empresas tenderão a emitir mais títulos. A taxa de câmbio, por sua vez, pode ser interpretada da seguinte forma: quanto mais valorizada estiver nossa moeda, mais caro será para captar financiamentos no exterior e com isso as empresas tenderão a captar internamente, aumentando o volume de emissões de debêntures.

Além dessas variáveis, outro fator que influencia o mercado de debêntures é a expectativa futura, que têm papel fundamental nas tomadas de decisões e não é mensurável. Essa expectativa sendo otimista em relação ao crescimento da economia influenciará positivamente o volume das emissões.

VI.2 – Comportamento do Mercado Diante da Estabilidade Econômica – Plano Real

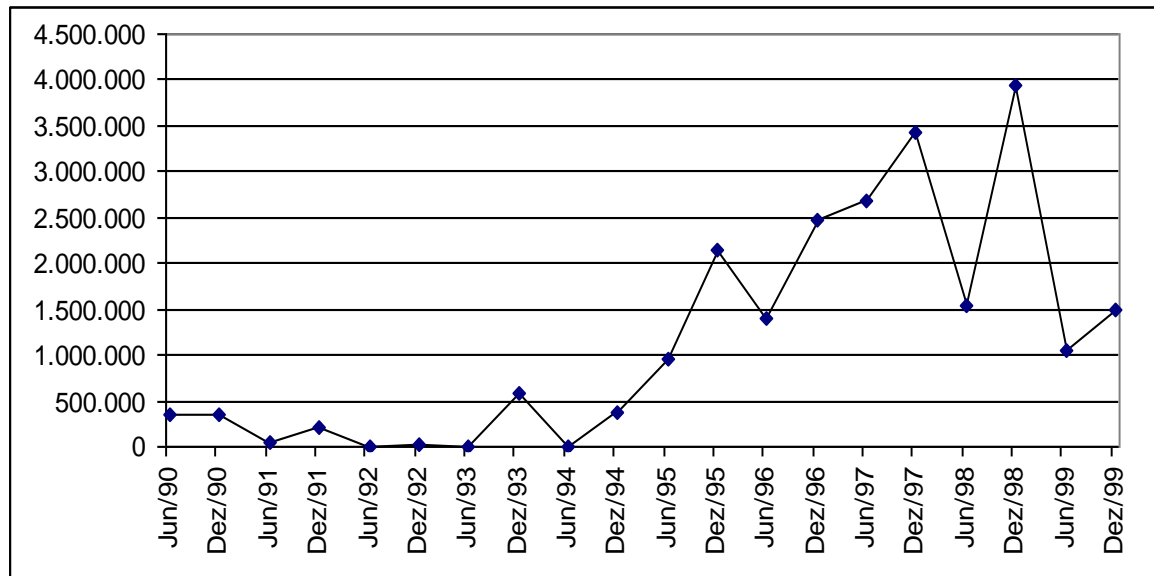
A estabilidade econômica acarretada pelo Plano Real foi fundamental para o crescimento e desenvolvimento do mercado de debêntures. A estabilidade econômica é importante no sentido que possibilita aos agentes do mercado, tanto emissores quanto investidores, planejarem investimentos a longo prazo, por possibilitar que projeções de taxas e índices sejam feitas com alto grau de confiabilidade.

Nos tempos de alta inflação era impossível fazer qualquer projeção, pois a taxa de inflação era tão alta e crescente, que inviabilizava a adoção de qualquer modelo de avaliação de empresas. Logo, com o fim da “mega-inflação”, foi possível a adoção de tais modelos e teorias para analisar empresas, suas projeções de crescimento e por conseguinte seus investimentos.

Ao analisar o gráfico 2, nota-se claramente o aumento do volume de emissão de debêntures no mercado de capitais brasileiro, a partir de junho de 1994, mês que se deu a adoção do Plano Real.

Outros fatores que influenciam o mercado é o cenário externo, que será analisado no próximo item deste capítulo.

Gráfico 2 – Volume Semestral de Emissões – em US\$ Mil (1990-1999)



Fonte: SND – Sistema Nacional de Debêntures

VI.3 – Comportamento do Mercado Diante de Diferentes Cenários do Mercado Externo

Com taxas de juros muito mais baixas que as nacionais e com isso mais atrativas para os emissores, o mercado externo é um grande concorrente para o mercado nacional de debêntures. A captação no mercado externo é mais barata, mas para não ficarem expostos ao risco cambial os emissores precisam fazer *hedges*, que são custos adicionais de uma captação externa. Mas, mesmo com os custos do *hedge*, a captação externa é mais barata. Desta forma, o cenário do mercado externo vai ter forte influência no mercado de debêntures, principalmente no volume de novas emissões.

As crises financeiras internacionais dos últimos anos afetaram o mercado de debêntures da seguinte forma: as crises da Ásia, iniciada em julho de 1997 e da Rússia,

iniciada em agosto de 1998 causaram a elevação do volume de emissões de debêntures no mercado de capitais nacional. Isto porque o início destas crises financeiras internacionais deixou o mercado externo muito preocupado e receoso em financiar países em situação delicada como o Brasil. Logo, os maiores credores, Estados Unidos e Europa, pararam de financiar as empresas e instituições brasileiras, com receio do não cumprimento das obrigações diante das dificuldades. Com o mercado externo fechado a novas captações, as empresas tiveram que se financiar internamente.

Pode-se notar, ao analisar o gráfico 2, que houveram aumentos no volume de emissão de debêntures nos períodos de julho a dezembro de 1997 (Crise da Ásia) e de agosto a dezembro de 1998 (Crise da Rússia). Nota-se também que a partir de dezembro de 1998, tivemos uma grande queda no volume de emissão, que foi causado pela crise brasileira, que acarretou na desvalorização cambial em janeiro de 1999.

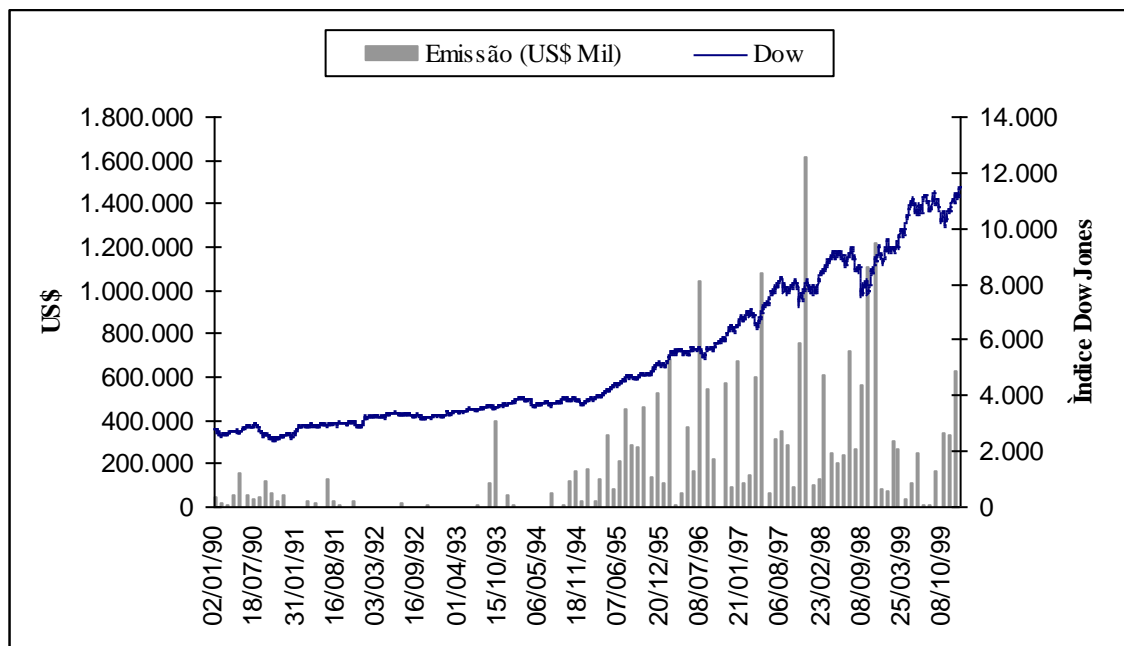
A crise brasileira causada pela grande saída de capitais do país, principalmente das bolsas de valores assustaram os investidores, levando a várias empresas a adiarem seus planos de captação. Deste modo, os planos de investimentos das empresas voltaram a ser colocados em prática com o passar do tempo, e a partir de junho de 1999, podemos perceber a mudança da tendência de queda para a de crescimento do volume de emissões.

Como mencionado anteriormente, os Estados Unidos e Europa são mercados muito importantes para o Brasil. A relação entre o Brasil e esses mercados não é restrita ao mercado de capitais, e por isso, quanto melhor estiver a situação econômica destes países, maior será o benefício brasileiro. Com o crescimento da economia americana, temos um

aumento de nossas exportações e aumento de investimentos diretos estrangeiros, contribuindo para o crescimento de nossa economia.

No gráfico 3, temos o índice Dow Jones atuando como um indicador do crescimento da economia americana na década de 90. Pode-se observar que, coincidentemente com o início do Plano Real, a partir de 1994 a economia americana começa a ter altas taxas de crescimento, o que impulsiona o volume de emissões de debêntures no mercado de capitais nacional, refletindo um aumento do investimento estrangeiro no país.

Gráfico 3 - Volume Mensal de Emissões X Índice Dow Jones (1990-1999)



VII – CONCLUSÃO

O resultado das análises ao longo deste trabalho indicam que a recente estabilização da economia brasileira contribuiu para o aumento do volume de emissões de debêntures no mercado primário e para o desenvolvimento do mercado secundário. Tal fato foi baseado nas análises dos dados e gráficos apresentados neste estudo.

A evolução do mercado primário de debêntures dependerá do desenvolvimento do mercado secundário, pois se este último tiver um grande volume, com alta liquidez e transparência nas negociações, aumentará a demanda dos investidores por estes títulos, incentivando as empresas a emitirem. Para isso, se faz necessário que tanto as autoridades regulatórias quanto outros agentes do mercado (inclusive as próprias emissoras), tomem medidas no sentido de estimular nosso mercado de capitais. Medidas estas que procuram diminuir os riscos de inadimplência dos títulos, dar maiores garantias aos investidores e proteger os direitos dos investidores por leis mais claras e mais eficientes.

Um outro fator importante no desenvolvimento do mercado de debêntures é o cenário externo, pois como foi visto, as crises financeiras da Ásia e da Rússia, iniciadas em junho de 1997 e agosto de 1998, respectivamente, causaram um grande aumento no volume de emissões dos títulos. No entanto, não é só situações adversas no mercado externo que

beneficiam o crescimento de nosso mercado de capitais. O crescimento da economia norte-americana foi um fator que também beneficiou o crescimento, através da entrada de capital estrangeiro no mercado.

A relação entre o volume de emissão de debêntures no mercado de capitais e as demais variáveis macroeconômicas, mencionadas anteriormente, deve ser melhor estudada, pois têm um papel muito mais relevante do que o demonstrado no modelo econométrico apresentado. O poder explicativo do modelo foi comprometido pelo pequena amostra, desde a implementação do Plano Real – junho de 1994 – até o mês de abril de 2000. Com a continuidade da estabilidade econômica, este modelo poderá no futuro se mostrar mais eficiente.

BIBLIOGRAFIA

FABOZZI, Frank J. “Bond Markets, analysis and strategies”. Prentice Hall. 1996.

BUIATTI, Walter. “Debêntures Conversíveis: preços de conversão e seus reflexos a acionistas e debenturistas”. PNPE. IPEA. 1991.

BATTLE, Nick. “The European Bond Markets: an overview and analysis for money managers and traders”. McGraw-Hill. 1997.

MALITZ, Ileen B. “The Modern Role of Bond Covenants”. The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts. 1994.

STANDARD AND POOR’S CORPORATION. “Standard and Poor’s ratings guide: corporate bonds, commercial paper, municipal bonds, international securities”. McGraw-Hill. 1979.

ABAMEC – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ANALISTAS DO MERCADO DE CAPITAIS. "III Seminário – Debêntures e sua importância no Mercado de Capitais Brasileiro". 1982.

RUDGE, Luiz F., CAVALCANTE, Francisco. “Mercado de Capitais”. CNBV. 1996.

PASSOS, José M. “EUA vão fazer pressão para mudar papel do FMI e do Banco Mundial”. Jornal O Globo. 13/03/2000.

PONTUAL, Jorge. “EUA querem crédito do BID mais caro para o Brasil”. Jornal O Globo. 28/03/2000.

Site da internet: www.debentures.com.br

Site da internet: www.bancocentral.com.br

Site da internet: www.pentagonotruster.com.br

Site da internet: www.ipeadata.gov.br