



CENTRO BRASILEIRO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Texto para discussão

Mercado de capitais: onde estamos e o que pode ser feito

Por
Ernani Torres

NÚCLEO ECONOMIA POLÍTICA
2022

Resumo¹

Este texto propõe analisar a dinâmica recente do mercado de capitais brasileiro, com destaque para as mudanças na oferta de crédito corporativo de longo prazo, e a sugerir algumas políticas públicas. A emissão de debêntures, isto é, títulos corporativos de longo prazo, assumiu protagonismo em 2021, o que só foi possível devido a uma institucionalidade financeira altamente favorável, como a existência de um mercado de dívida pública amplo e organizado, a queda sustentada das taxas de juros domésticas observada no mesmo ano e também o encolhimento da relevância do BNDES, historicamente o principal supridor de crédito corporativo de longo prazo no Brasil. O texto também explora algumas particularidades do mercado de capitais brasileiro à luz das experiências internacionais. Por fim, há sugestões de políticas públicas para estimular o lançamento de títulos corporativos a um público mais amplo, bem como ampliar a participação do BNDES neste segmento.

¹ Pesquisador Sênior do Centro Brasileiro de Relações Internacionais (CEBRI). É economista e Doutor em Economia pela UFRJ. É professor do Instituto de Economia e docente permanente do Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional da UFRJ. Seus trabalhos concentram-se nos temas de sistema financeiro, energia e economia internacional. Atuou como consultor e pesquisador para o Foreign Office britânico, Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários, Confederação Nacional da Indústria, Instituto de Estudos do Desenvolvimento Industrial – IEDI e Universidade de Manchester. Foi economista de carreira do BNDES e Superintendente das Áreas de Exportação e Pesquisa Econômica.

1. Introdução

Em 2021, o mercado de capitais registrou lançamentos de quase R\$ 600 bilhões, o maior de toda sua história. Essa expansão se prolongou ao longo do primeiro trimestre de 2022, apesar de a janela de oportunidades das emissões de renda variável ter se estreitado nos últimos meses do ano anterior. Como se pode ver na Tabela 1, o ativo financeiro que mais se destacou nesse período foram as debêntures. Apesar do forte encolhimento observado em 2020 causado pela pandemia, os lançamentos desses títulos corporativos de longo prazo atingiram R\$ 250 bilhões em 2021. No primeiro trimestre de 2022, o acumulado de doze meses aumentou para R\$ 275 bilhões, voltando a responder por mais da metade de todo as emissões do mercado de capitais.

Tabela 1. Emissões do Mercado de Capitais e Desembolsos do BNDES (R\$ milhões correntes)

Ano	Debêntures	Ações	FIDC,CRA e CRI*	Outros	Total	BNDES Desembolsos	Debêntures Incentivadas
2015	61.662	18.334	20.622	21.621	122.238	135.942	8.368
2016	64.084	8.758	34.684	19.030	126.557	88.257	6.339
2017	89.386	39.729	39.208	37.742	206.065	70.751	11.194
2018	151.193	13.619	38.462	46.468	249.741	69.303	25.941
2019	184.590	90.016	70.143	87.779	432.528	55.314	35.776
2020	121.143	119.267	64.560	67.222	372.192	64.921	29.790
2021	253.372	128.115	142.418	72.119	596.024	64.302	41.827
2022 (1º tri)	55.871	11.717	21.108	16.512	105.208		
2022 (12 m)	275.886	107.700	147.397	81.177	612.161		

Fonte: ANBIMA e BNDES

(*) Fundos de Direitos Creditórios, Certificados de Recebíveis Agrícolas e Certificados de Recebíveis Imobiliário

Os lançamentos de dívidas corporativas poderiam ter sido ainda maiores em 2021 não fosse o forte aumento das taxas de juros observado ao longo do ano. A guinada na atuação do Banco Central “colocou areia” nos ganhos que as novas dívidas podiam proporcionar em termos de redução do custo financeiro. Esse efeito negativo foi, no entanto, compensado em parte pelo fechamento gradual da janela de oportunidade para lançamento de ações, na forma de IPOs ou de follow-ons. Algumas empresas que não conseguiram mais repor seu caixa com instrumentos de renda variável puderam, no entanto, acessar o mercado de dívida corporativa.

Essa forte expansão do crédito corporativo de longo prazo brasileiro dá continuidade a um processo de crescimento que começou em 2017 que se beneficiou, em grande medida, por dois fatores. O primeiro deles foi a existência de um mercado de dívida pública amplo e organizado, que oferece uma estrutura a termo da taxa de juros e prazos relativamente longos, alicerçados em vários vértices de liquidez.

O segundo foi a queda sustentada das taxas de juros domésticas, que levou os investidores a aceitarem correr maiores riscos em troca dos diferenciais de spread pagos a mais pelos emissores privados (flight to yield). Essa maior demanda por dívida corporativa encontrou, por

sua vez, resposta junto a um grande número de empresas que, pela mesma motivação, se sentiram estimuladas a aumentar seus lançamentos de debêntures. Para elas, essa nova dívida era um meio de tirar proveito das menores taxas de juros, refinanciar dívidas e, com isso, reduzir os custos de seu passivo de longo prazo. Criou-se assim um círculo virtuoso que se mantém ao longo dos últimos 5 anos

Analisando-se mais detidamente o universo das debêntures, salta aos olhos o desempenho obtido pelos títulos incentivados ou de infraestrutura, que gozam de isenção de imposto de renda, à semelhança dos certificados e letras lastreados em investimentos imobiliários ou destinados à agricultura. Em 2021, as emissões das debêntures incentivadas alcançaram pouco mais de R\$ 40 bilhões o que correspondeu a 16,5% do mercado. Trata-se do maior volume jamais registrado por este tipo de papel, desde que chegou ao mercado em 2012 e reflete seu atual estágio de forte difusão. Quase dois-terços de todas as debêntures incentivadas foram emitidas no último triênio.

O desempenho recente das debêntures revela que estamos atravessando uma quebra estrutural no mercado de crédito corporativo de longo prazo. Essa ruptura é uma consequência de um longo processo de transformação que teria se iniciado, na segunda metade dos anos 1990, com a consolidação de uma unidade de conta estável. Posteriormente, foi aprofundada pela criação, nos anos 2000, de um mercado amplo e líquido para uma dívida pública que conseguiu cada vez mais alongar os prazos de suas emissões. A expansão da dívida corporativa privada só foi possível graças a esses avanços institucionais prévios.

Esse caminho percorrido pelo mercado de capitais brasileiro guarda semelhanças com a experiência de desenvolvimento de mercados financeiros de outros países, tanto centrais como os periféricos latino-americanos. Entretanto, há algumas particularidades importantes na experiência brasileira. Entre elas, destaca-se um padrão de distribuição muito concentrado na mão de grandes bancos e casas gestoras de fundos. Esse é um perfil diferente do que se observa, por exemplo, em mercados internacionais relevantes como Londres e Nova Iorque. Nessas praças, as empresas emissoras têm, em geral, uma preocupação em incentivar a presença dos investidores de menor porte, procurando, com isso, promover liquidez e estabilidade para seus futuros lançamentos. No Brasil, diferentemente, vive-se uma situação inversa. A quase totalidade dos lançamentos de debêntures é feita exclusivamente para um público restrito de até 50 investidores (ICVM 476), em geral composto pelas instituições líderes. Com isso, o acesso dos demais demandantes fica limitado ao mercado secundário, onde novos papéis são revendidos com taxas de juros muito inferiores às do lançamento.

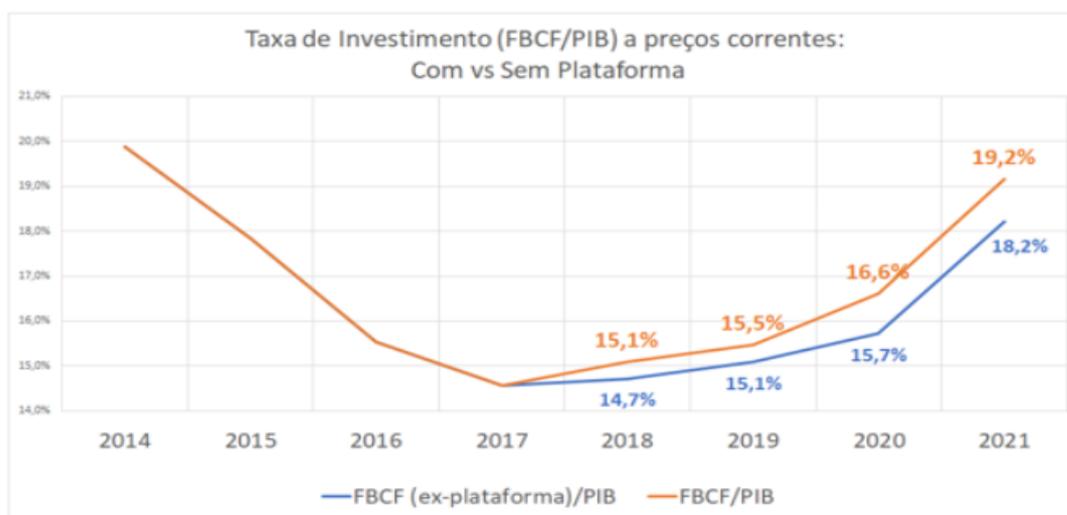
Outra característica importante da rápida expansão do mercado de títulos corporativos de longo prazo no Brasil foi a perda de relevância da instituição que, historicamente, havia sido a principal supridora de recursos nesse segmento: o BNDES. O banco de desenvolvimento não acompanhou o processo recente de expansão do mercado de capitais. Pelo contrário, desde 2015 seus desembolsos se reduziram à metade, estabilizando-se em um patamar de pouco mais de R\$ 60 bilhões por ano. Com esse resultado, romperam-se os elos que tradicionalmente uniam a ação dessa instituição pública com o restante dos supridores de crédito privado de longo prazo. Historicamente, havia um elemento de complementaridade entre o crédito de longo prazo do BNDES e o dos bancos comerciais e o do mercado de capitais. Agora essa liderança passou ao mercado de capitais sem ter, até o momento, produzido efeitos mais visíveis de complementaridade com os recursos do banco de desenvolvimento.

O encolhimento do crédito do BNDES está relacionado principalmente a dois fatores. O primeiro deles é o nível demasiadamente elevado em que foi fixada sua taxa de juros básica, a Taxa de Longo Prazo (TLP). Essa característica é específica dessa instituição, uma vez que outros bancos de desenvolvimento que também usam esse indicador, como o BNB e o BASA,

estão autorizados por lei a fazer uso de redutores em diversas de suas modalidades operacionais. Com isso, os novos créditos do BNDES deixaram de ser competitivos mesmo em horizontes de prazos mais longos. Ao mesmo tempo, os empréstimos já contratados passaram a se mostrar gravosos frente às condições mais favoráveis oferecidas pelos mercados de capitais, sendo, por isso, foco de amortizações antecipadas.

O segundo fator foi a redução nas taxas de investimento da economia. O crédito do banco de desenvolvimento, assim como as debêntures incentivadas, é muito mais dependente da Formação Bruta de Capital Fixo, que o restante do mercado. Essa afirmação parece, no entanto, estar em contradição com os dados. Como se pode ver na Figura 2, a recessão de 2015-17 reduziu a taxa de investimento em cerca de 5 pontos. Desde então, esse indicador teria se recuperado paulatinamente até acusar um salto, em 2021, quando teria alcançado 19,2% do PIB. Com base nesse desempenho, seria esperado que o crédito do BNDES tivesse aumentado substancialmente no ano passado, o que não ocorreu.

Figura 2 – Taxa de Investimento (FBCF/PIB) a preços correntes



Fonte: Borça, G. (2021)

Os dados do IBGE merecem, no entanto, ser vistos com alguma cautela. Há dois efeitos estatísticos relevantes que precisam ser incorporados à análise. Como foi mostrado por Borça (2022), o primeiro deles é decorrente de uma mudança nos preços relativos, fruto da forte desvalorização da taxa de câmbio. O segundo é o impacto decorrente de uma operação fiscal envolvendo a internalização definitiva de plataformas de petróleo que já estavam em operação, mas na forma de importação temporária. Como afirma Borça (2022): “A variação acumulada da taxa de investimento ($\Delta(\text{FBCF}/\text{PIB})$) entre 2018 e 2021 foi de 4,1 p.p. (de 15,1% para 19,2%). Ao se excluir a variação de preços relativos, esse crescimento se reduz para 3,1 p.p.. Ao se controlar a questão da internalização das plataformas, o crescimento da taxa de investimento foi de apenas 2,4 p.p. Em outras palavras, pouco mais 40% do incremento da taxa de investimento entre 2018 e 2021 foi decorrência de fatores específicos que não o crescimento real FBCF”. Assim, a FBCF comparável à de 2015 seria 17,5%.

Desse crescimento real do FBCF, uma parcela muito relevante se refere à máquinas e equipamentos, em particular a retomada das vendas de caminhões e ônibus. Esses bens, que tradicionalmente eram financiados pelo BNDES, passaram nesse ciclo a utilizar primordialmente outras fontes de financiamento do setor bancário, concedidos a taxas mais competitivas que a TLP.

Diante desse cenário, sugerimos as seguintes medidas

- a) Rever os regulamentos de ofertas públicas da Comissão de Valores Mobiliários de modo a estimular o lançamento a um público mais amplo de títulos corporativos, particularmente daqueles associados às debêntures de infraestrutura. Hoje, as restrições regulatórias impõem custos discriminatórios ao uso da modalidade de emissões pulverizadas (ICVM 400), que praticamente caiu em desuso;
- b) Criar a modalidade de emissor qualificado que permitiria a empresas, que tenham uma experiência comprovada de seguir as normas da CVM, serem autorizadas a emitir debêntures para o público mais amplo sem precisarem se submeter a uma autorização prévia da Comissão;
- c) Fortalecer os mecanismos de garantia de crédito para MPMEs, criando condições para seu funcionamento permanente, a exemplo do Peac, administrado pelo BNDES;
- d) Aplicar aos créditos do BNDES os mesmos redutores previstos na legislação para os fundos constitucionais administrados pelo BASA e pelo BNB;
- e) Estender às captações do BNDES a mesma isenção de imposto de renda prevista para as debêntures de infraestrutura;
- f) Estabelecer mecanismos que promovam emissões vinculadas a investimentos que proporcionem benefícios ambientais ou sociais relevantes, ou a empresas comprometidas com padrões elevados de governança ambiental, social e corporativa;
- g) Estabelecer, de forma permanente, instrumentos que permitam ao Banco Central do Brasil atuar como ator estabilizador dos mercados primário e secundário de títulos públicos e corporativos em momentos de estresse (e.g. programas de compra de ativos);
- h) Isentar o BNDES de imposto de renda, como já ocorre em outros bancos de desenvolvimento (como, por exemplo, o KfW, banco de desenvolvimento alemão), e limitar a distribuição de dividendos a 25%, que é o mínimo obrigatório exigido pela legislação brasileira atualmente.

CEBRI

CENTRO BRASILEIRO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Rua Marquês de São Vicente, 336
Gávea, Rio de Janeiro - RJ - Brasil
CEP: 22451-044

Tel: +55 (21) 2206-4400
cebri@cebri.org.br

cebri.org