

## 2

# Emissão de Debêntures e Títulos Lançados por Empresas Brasileiras no Mercado Externo

## 2.1

### Introdução

Ao observar-se um Balanço Patrimonial, tem-se o passivo, onde são registradas as fontes ou origens dos recursos que a empresa utiliza. Já no ativo, são representadas as aplicações realizadas pela empresa, o que justifica o fato deste ser também chamado de “aplicações”.

Dos tipos de fontes de recursos (passivo) que a empresa pode dispor, pode-se distinguir duas categorias:

- 1) Capital de Terceiros: Passivo Circulante e Passivo Exigível a Longo Prazo
- 2) Capital Próprio: Patrimônio Líquido

A figura 1 apresenta o Balanço Patrimonial de acordo com estas classificações.

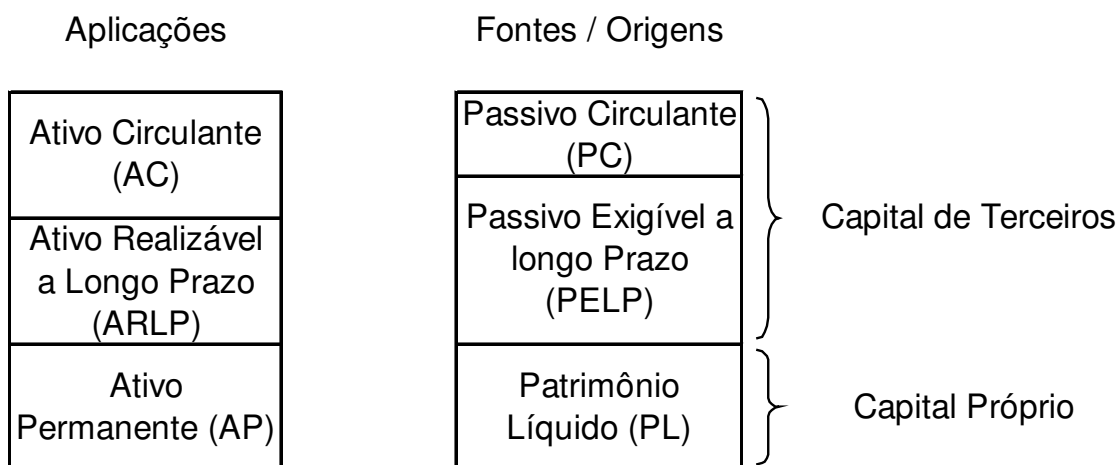


Figura 1: Estrutura do Balanço Patrimonial

O Capital de Terceiros representa todas as fontes de recursos utilizadas pela empresa que não têm origem nos sócios e que geram um custo de financiamento para esta, denominado de custo do Capital de Terceiros.

Embora não seja tão óbvio, a utilização de Recursos Próprios também é uma alternativa de financiamento que envolve custos, já que os sócios, que são os detentores do Capital Próprio, ao destinar recursos à empresa exigem em troca uma rentabilidade, o custo do Capital Próprio.

Desta forma, como a empresa utiliza tanto Capital de Terceiros quanto Capital Próprio, é necessário que esta realize investimentos que forneçam rentabilidades superiores ao custo médio das fontes de recursos, o chamado Custo Médio Ponderado de Capital.

Como todas as fontes de recursos utilizadas possuem custo, pode-se afirmar que as empresas estão sempre endividadas, seja junto a terceiros, junto a seus sócios ou a ambos. Uma vez que sua utilização é uma constante em todo ciclo de vida do empreendimento, torna-se fundamental analisar os tipos de fontes de recursos disponíveis, buscando avaliar as alternativas mais atraentes.

O objetivo do presente capítulo não será discutir os aspectos relativos à proporção adequada entre Capital de Terceiros e Capital Próprio a ser utilizada pela empresa. Não será o foco tratar a discussão clássica sobre a estrutura ótima de capital das empresas, já presente na literatura básica de finanças, tendo como referência seminal o artigo de Modigliani e Miller (1958) [38].

Serão apresentados a seguir os aspectos do mercado brasileiro no que tange a utilização de recursos classificados como Capital de Terceiros no Balanço Patrimonial, estabelecendo-se uma análise das captações realizadas via emissão de debêntures no mercado interno e títulos colocados no mercado externo.

## 2.2

### Influências do Ambiente Doméstico e Externo

A globalização dos mercados mudou drasticamente o ambiente empresarial, expondo as empresas a um cenário em constante mudança, exigindo uma capacidade de adaptação crítica para sobrevivência da firma. Este cenário tem também como característica uma integração financeira mundial, o que permite que recursos sejam transferidos rapidamente e alocados em qualquer parte do globo, fornecendo aos tomadores de recursos diversas fontes alternativas de financiamento.

Variáveis de âmbito doméstico e eventos econômicos e políticos no cenário mundial podem alterar consideravelmente os recursos disponíveis para as empresas.

No que se refere ao cenário interno brasileiro, os sucessivos escândalos políticos, a expectativa em relação ao desenvolvimento da implementação do pacote de desonerações tributárias, que tomou forma através da Medida Provisória 255, apelidada de “MP do Bem”, e a falta de engajamento do governo em relação às mudanças necessárias à formação de um ambiente capaz de incentivar o crescimento das empresas e da economia, são apenas alguns dos fatores que resultam no elevado grau de incerteza quanto ao futuro econômico do país, o que acaba por reduzir o interesse e a capacidade das empresas em obter novos financiamentos. Este fato é ainda reforçado pelo alto nível das taxas de juros reais vigentes que, além de elevar o custo dos financiamentos, fornece alternativas atraentes em relação ao desenvolvimento de projetos, destacando-se as rentabilidades oferecidas pelos títulos públicos federais, tais como a Letra do Tesouro Nacional (LTN), a Letra Financeira do Tesouro (LFT), a Nota do Tesouro Nacional série C (NTN-C) e a Nota do Tesouro Nacional série B (NTN-B), respectivamente de característica pré-fixada, indexada à SELIC, ao IGPM e ao IPCA, gerando um efeito negativo no que se refere a demanda por recursos a serem destinados à realização de novos projetos.

Existe ainda uma forte influência de eventos de âmbito internacional, que alteram constantemente o nível de risco percebido pelos investidores em relação aos empréstimos concedidos às empresas de países em desenvolvimento como o Brasil,

tornando extremamente voláteis às taxas de juros exigidas nestes financiamentos, muitas vezes, atingindo níveis impraticáveis.

Portanto, ainda que a globalização seja uma tendência irreversível, existe ainda uma incerteza em relação à disponibilidade de recursos internos e externos, já que esta sofre fortes influências do cenário econômico e político interno e mundial.

## 2.3

### **Captações de Empresas Brasileiras no Exterior**

O mercado internacional começou o ano de 2005 positivo para o país, com o risco-Brasil a 383 pontos básicos e os juros dos títulos do Tesouro americano de dez anos a 4,21% ao ano. A Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) inaugurou o mercado externo para as empresas brasileiras não-financeiras em janeiro, emitindo US\$ 200 milhões em títulos com vencimento em 2015 em apenas duas horas. Logo em seguida, alguns bancos também recorreram às captações, buscando ganhar com a diferença de juros no mercado interno e externo, mas a instabilidade com os temores de uma alta maior do que a esperada nos juros básicos americanos pelo Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos), por causa de dados de inflação preocupantes, logo tomaram conta do mercado. Os juros dos títulos do Tesouro americano de dez anos chegaram a 4,69% ao ano em 23 de março de 2005, arrastando para cima o risco-Brasil, que foi a 480 pontos básicos no mesmo dia. Em novembro de 2005 os títulos americanos com prazo de dez anos ofereciam juros de 4,59% ao ano. Para se ter uma idéia, os juros básicos da economia americana eram de 1% ao ano em junho de 2004, passando a 2,25% ao ano em dezembro do mesmo ano após cinco altas consecutivas.

Como os papéis de empresas brasileiras pagam um prêmio sobre os papéis do tesouro americano, que são a grande referência para o mercado de renda fixa no mundo todo, o patamar dos juros pagos nestes títulos acabam afetando o mercado inteiro. Desta forma, a instabilidade nos juros americanos torna mais difícil a definição de preços dos títulos brasileiros, influenciando o ritmo das captações.

Assim, apesar de começar o ano de forma animadora, o total de captações de empresas brasileiras no exterior sofreu uma queda de 14,5% no primeiro semestre de 2005 em comparação com o mesmo período do ano de 2004, indo para US\$ 4,64 bilhões. Em relação ao último semestre de 2004, a redução foi de 13,6%.

Ainda assim, as empresas e bancos continuam encontrando no mercado externo a melhor alternativa para o alongamento de prazos. Quando se trata de prazos mais extensos, o mercado externo oferece as melhores oportunidades, como os títulos com vencimento em 15 anos, no valor de US\$ 400 milhões, da Votorantim Industrial, ou os perpétuos, como os da Braskem e da CSN, todos emitidos no 2º semestre de 2005.

Ao considerar o nível das taxas de juros internas, a queda das captações internacionais já era esperada. Mesmo com a baixa rentabilidade oferecida nos títulos resultante de uma melhora na confiabilidade dos investidores frente aos rumos da economia brasileira, ainda não influenciada fortemente pela instabilidade política, as taxas de juros internas continuam em patamar elevadíssimo, o que tem gerado grandes dificuldades às grandes empresas do país.

As taxas de financiamento aos consumidores apresentam-se em níveis bastante altos, em grande parte influenciadas pelas decisões tomadas no Comitê de Política Monetária (COPOM), principalmente no que se refere ao atual nível da taxa SELIC que, embora muito criticado pelos empresários, vem permitindo manter a inflação sob controle. Como resultado, os grandes empresários não se estimulam a tomar empréstimos, já que não há investimentos justificáveis a serem realizados. Assim, o efeito da queda nas captações internacionais pode ser explicado em boa parte pela estagnação econômica do país, cenário no qual as empresas não precisam realizar novos financiamentos, pois não estão realizando investimentos.

Além disso, a queda no *spread* entre a taxa das captações e a rentabilidade dos títulos internos reduz o ganho de arbitragem dos bancos, fazendo com que estes percam momentaneamente o interesse pelo mercado internacional. Esta perda no *spread* pode ser explicada pela alta nos títulos do tesouro americano, e também pelas reduções iniciadas a partir de setembro de 2005 da ainda elevada taxa de juros SELIC, indexador dos principais títulos públicos emitidos atualmente pelo governo, presente nas carteiras de grande parte dos bancos brasileiros.

Desta forma, o atual cenário político-econômico, doméstico e internacional, tem levado as empresas brasileiras, interessadas em levantar recursos no mercado internacional, a se depararem com investidores cautelosos, que exigem por vezes taxas elevadas e garantias extras para adquirir os títulos. As emissões recentes ilustram a situação. Para contornar a resistência a papéis de mercados emergentes, que por vezes retorna ao mercado internacional, as empresas brasileiras têm recorrido a empréstimos sindicalizados e operações estruturadas, que contêm garantias e outros instrumentos que reduzem o risco. Alguns emissores de Eurobônus<sup>1</sup> recebem garantias de bancos brasileiros em troca de uma taxa, obtendo então acesso ao mercado internacional, que de outra forma, estariam fechados para estes. A BASF por exemplo, precisava de um financiamento de longo prazo para atender às suas necessidades de refinanciamento e expansão de negócios nas áreas de química, agroindústria e tintas, mas sem correr o risco de exposição à variação cambial. Como solução, desenvolveu-se uma estrutura de derivativos de longo prazo que, atrelada a um pré-pagamento de exportação sindicalizado, realizado pela BASF, viabilizou a captação de recursos de longo prazo com proteção cambial e custos otimizados. Uma outra inovação interessante foi realizada pela Companhia Vale do Rio Doce e pelo Banco Itaú. Sem precisar de recursos, estas empresas captaram US\$ 1,05 bilhão (US\$ 650 milhões da mineradora e US\$ 400 milhões do banco) em crédito "stand-by", que não aumenta o endividamento se não sacado. Pelo contrário, reduz o risco de liquidez da companhia e melhora sua nota de crédito. Trata-se de uma espécie de cheque especial - a empresa ou banco tem uma linha de crédito pré-aprovada e paga comissão para ficar com os recursos disponíveis, mas só usa se precisar. A Odebrecht é outra empresa que captou através desse tipo de linha, mas deve usar os recursos.

Os gerentes financeiros estão tendo que usar todos os caminhos possíveis para conseguir financiamentos, oferecendo produtos, dentre outros, com cobertura de risco político, recebíveis, fluxo de exportação e até, em um caso inovador, a remessa de recursos feita pelos emigrantes brasileiros que vivem no Japão, os dekasseguis.

---

<sup>1</sup> O chamado Euromarket é um mercado internacional de capitais que opera em moedas negociadas fora de seu país de origem. Assim, por exemplo, os euromarcos são marcos alemães depositados fora da Alemanha, e reinvestidos com ou sem conversão em outra moeda.

Em 2004, algumas emissões de Bônus Globais, títulos emitidos pelo governo no mercado internacional, possuíam cláusula de ação coletiva (CACs), permitindo a renegociação de prazo e custo do título em caso de dificuldade de pagamento por parte do governo. As CACs tornam o ativo mais atraente ao comprador, reduzindo os custos de captação, podendo ser usadas por um grupo que reúna 85% dos investidores donos dos títulos brasileiros em questão.

Neste ambiente, a emissão de títulos conversíveis e em especial do LYON surge como importante alternativa às emissões existentes no mercado, uma vez que, além de apresentar prazos maiores do que os alcançados pelas empresas nas captações de praxe, a presença da opção de compra oferece uma proteção ao emissor, enquanto que o investidor goza da proteção da opção de venda e da conversibilidade, tornando o ativo atrativo para ambas as partes.

A Circular BACEN nº 2.199, de 16 de julho de 1992, apresentada no Anexo I, estabelece condições para emissão e colocação, no exterior, de títulos conversíveis em ações de empresas e instituições sediadas no país. Porém, embora autorizada pelo Banco Central do Brasil (BACEN), a utilização deste instrumento ainda não foi explorada adequadamente pelas empresas, embora se saiba da existência de contratos em estudo.

## 2.4

### **Emissão de Debêntures**

Debênture é um título de crédito representativo de empréstimo que uma companhia faz junto a terceiros e que assegura a seus detentores (debenturistas) direito contra a emissora, nas condições constantes da escritura da emissão. Trata-se de um instrumento de captação de recursos de longo prazo pelas empresas, desempenhando importante papel na gestão financeira das companhias, principalmente no ambiente de alta volatilidade do mercado brasileiro. A diversidade e as características bem específicas, como critérios de amortização e cláusulas de opções embutidas, tornam as debêntures instrumentos financeiros extremamente

flexíveis. A elaboração de contratos financeiros com cláusulas específicas permite adquirir certa imunidade em relação a um ambiente contaminado pela instabilidade econômica e por elevados custos de contratação.

Segundo o relatório de inflação do Banco Central de dezembro de 2005 [42], até novembro, as captações via debêntures totalizaram R\$40 bilhões, com expansão de 352% em relação a igual período de 2004. As emissões primárias de ações atingiram R\$1,5 bilhão no trimestre encerrado em novembro. No ano, essas emissões totalizaram R\$4 bilhões, 17,4% superiores às realizadas em igual período do ano anterior, enquanto as emissões secundárias situaram-se em R\$5,2 bilhões.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aprovou em novembro de 2005 a maior emissão de debêntures da história, de R\$ 5 bilhões, lançamento realizado pela Safra Leasing, do Banco Safra.

A figura 2 apresenta a evolução das emissões de debêntures de 1994 até 2005.

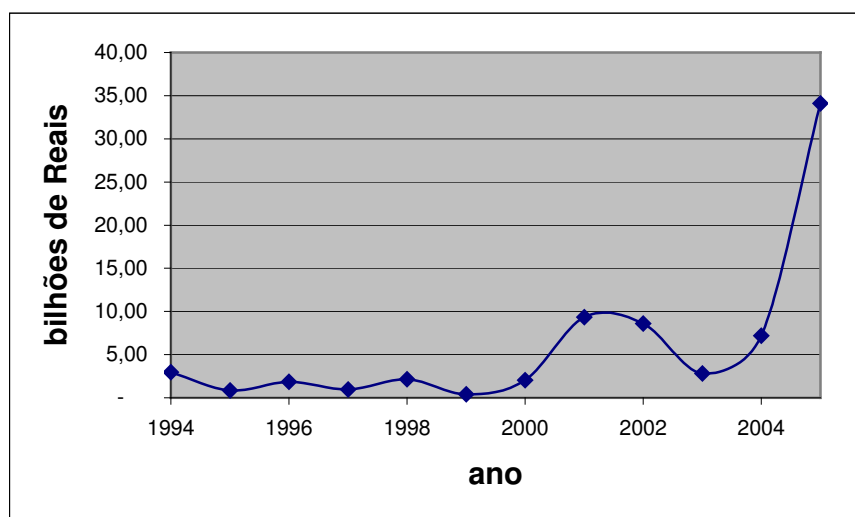


Figura 2: Volume das Emissões de Debêntures registrado na CVM (em moeda da época)  
Fonte: Bacen

A captação de recursos via debêntures pode apresentar vantagens significativas para as empresas, se comparada a outros mecanismos de financiamento. A principal delas é que a debênture pode ser planejada sob medida para atender às necessidades de cada empreendimento. A flexibilidade nos prazos, garantias e nas condições de pagamento permitem adequar os pagamentos de juros e amortizações às características do projeto e à disponibilidade de recursos da companhia. Além disso, a



emissão pode ser dividida em séries a serem integralizadas nos períodos desejados pela empresa emissora.

Por ser um título de longo prazo, a debênture em geral apresenta custos de captação menores, especialmente em relação a empréstimos bancários de curto prazo. Outra vantagem para as empresas é que os pagamentos de juros são deduzidos como despesas financeiras, ao contrário dos dividendos, que não são dedutíveis na apuração do resultado anual da empresa. Além disso, a emissão de debêntures permite a captação de recursos de longo prazo sem alterar o controle acionário da companhia, a menos que haja cláusula de conversão em ações.

Ao definir as características da emissão, as empresas podem ainda incluir cláusulas que tornem a debênture mais atrativa para os compradores (participação nos lucros, conversibilidade, repactuações etc.), ampliando a demanda pelo título e reduzindo os seus custos de captação.

Essas facilidades tornaram a debênture o instrumento mais utilizado para captar recursos de médio e longo prazo no mercado de capitais brasileiro. O elevado volume de emissões no ano de 2005 levou o estoque de títulos no Sistema Nacional de Debêntures, criado pela ANDIMA e pela CETIP, a atingir, ao final do 5º bimestre, a marca histórica de R\$ 77,5 bilhões.

O crescimento do mercado de debêntures confirma a adequação desse instrumento de captação não apenas às necessidades das empresas, mas também aos interesses dos investidores, que progressivamente vêm ampliando a parcela de seus recursos aplicados no segmento. Utilizada em diversos países, a debênture adquiriu características peculiares no Brasil, ajustando-se às modernas técnicas de engenharia financeira existentes. Devido a sua flexibilidade, o título tem sido utilizado por centenas de empresas de diferentes setores da economia, seja para financiamento de novos projetos, reestruturação de passivos financeiros ou obtenção de capital de giro, entre outros objetivos.