

FINANCIAMENTO

Perspectivas para o mercado de dívida corporativa privada no Brasil

Luiz Fernando de Paula

Professor titular da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ).



Noel Joaquim Faied

Um dos aspectos fundamentais para a economia brasileira crescer mais é acelerar sua taxa de investimento. O autofinanciamento é a principal fonte de financiamento do investimento, mas quando a firma quer expandir suas atividades, ela tem que aumentar o financiamento com capitais de terceiros. No período 2001-2010, o padrão de financiamento do investimento da indústria e infraestrutura estava dividido da seguinte forma: 46% autofinanciamento, 26% financiamento do BNDES, 15% financiamento externo, 9% debêntures e 5% ações. Espera-se que para ter um crescimento maior do investimento será necessário aumentar a participação de capitais de terceiros, em particular por meio de emissões de ações e títulos corporativos. Neste artigo, enfocaremos os entraves e desafios para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos.

Em primeiro lugar, deve-se considerar como o ambiente macroeconômico afeta a evolução do mercado de títulos corporativos. Em particular, as condições de instabilidade macroeconômica de uma economia marcada por comportamento à la *stop and go* afetam de forma importante o volume e as condições de emissão primária de títulos privados no Brasil, aumentando o risco de mercado (perda de valor de um título prefixado devido ao aumento da taxa de juros) e o risco de *default*. De fato, o histórico de instabilidade macroeconômica que marcou a economia brasileira desde o início dos anos 1980 contribuiu para a alta preferência pela liquidez dos agentes econômicos e deteriorou as condições de emissão da dívida pública e privada, denominada uma boa parte a taxa Selic ou taxa DI (Depósitos Interbancários).

Em segundo lugar, deve ser destacada a não existência de complementaridade entre dívida pública e dívida privada no Brasil, como em outras experiências, havendo mesmo uma competição entre ambas. A despeito do forte desenvolvimento do mercado de títulos governamentais, a existência, ao menos até recentemente, de uma maior parte de títulos indexados a taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro – LFT), uma herança no período de alta inflação, inibia e distorcia o mercado de títulos privados em geral. Sendo incluídos os títulos corporativos, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos era a melhor entre os ativos financeiros, combinando baixo risco, alta liquidez e rentabilidade.

O crescimento no mercado de títulos corporativos na década de 2010 mostrou a importância de um ambiente econômico mais favorável para estimular o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos: em particular em 2003-08 houve um aumento no volume e melhoria no prazo de emissão dos títulos. Por outro lado, a redução na taxa de juros desde agosto de 2011 tem estimulado na margem da diversificação dos investidores, em especial fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras, uma tendência que, se confirmada ao longo do tempo, terá um efeito positivo e importante para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos.

Em terceiro lugar, deve-se considerar as mudanças regulatórias feitas pelo governo para estimular o mercado de títulos, de modo a aumentar a base de investidores no mercado primário e o giro no mercado secundário de títulos. Neste sentido, a Medida Provisória nº 517/10, de 12/30/2010, posteriormente transformada na Lei nº 12.431/11, concedeu benefícios fiscais para os investidores comprarem títulos corporativos orientados para financiamento de projetos de infraestrutura e investimentos produtivos. A lei determinou que a concessão de isenções fiscais requer que os recursos sejam usados exclusivamente em projetos de investimento, incluindo Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e inovação. Ela também eliminou constrangimentos legais e tributários que afetavam o desempenho do mercado secundário de debêntures, tais como bitributação sobre ganhos periódicos. Outras medidas foram adotadas, incluindo isenção de imposto para os ganhos de estrangeiros com títulos corporativos relacionados a projetos de investimento.

A razão pela qual a emissão de debêntures com base na nova estrutura regulatória tem sido tímida está relacionada ao atraso do governo em normatizar novas medidas, a demora dos investidores domésticos alterarem suas decisões de portfólio e ainda a informação assimétrica que envolve os investidores estrangeiros que não conhecem claramente os benefícios da nova lei. E, claro, o cenário internacional nebuloso. Uma nova lei em agosto de 2012 fez alguns ajustes na Lei nº 12.431, permitindo que debêntures possam ser usadas por firmas para pagar compromissos assumidos antes de sua emissão. Enfim, trata-se de um mercado promissor, mas ainda tem uma longa estrada a ser trilhada para seu desenvolvimento. ■