



Na Mídia

22/10/2024 | [Valor Econômico](#)

Resgate antecipado de debêntures é recorde

Com queda em prêmios de risco, total chega a R\$ 76,4 bi, quase dez vezes acima de 2023

Liane Thedim



Moraes, da Bamboo: “Uma troca de papéis de dois para cinco anos, por exemplo, com um ano de carência para pagar, dá fôlego e pulmão para investir no negócio” — Foto: Rogério Vieira/Valor

Em meio à corrida de investidores e emissores ao mercado de crédito privado e, em consequência, a forte redução dos prêmios de risco dos papéis, empresas já recompraram R\$ 76,4 bilhões em debêntures de janeiro a setembro, volume recorde no mercado brasileiro, segundo levantamento feito pela fintech Bamboo a pedido do Valor. O montante é quase dez vezes maior que o registrado no mesmo período do ano passado (R\$ 8,3 bilhões) e mais que o dobro de 2022 (R\$ 28,9 bilhões). Mas, se de um lado as empresas aproveitam as condições favoráveis para

melhorar sua estrutura de capital, investidores e gestores se veem obrigados a administrar uma enxurrada inédita de resgates antecipados.

A recompra é prevista em lei e, nas regras da oferta, as condições já vêm especificadas, tanto a data a partir da qual poderá acontecer quanto o adicional a ser pago pelo emissor ao comprador sobre a correção e os juros estabelecidos na operação, uma espécie de “pedágio” pela antecipação, mas, até então, pouco utilizado pelas empresas. No entanto, desde o início deste ano, cresceu muito a procura de investidores por fundos que alocam nesses papéis e também pela compra direta dos títulos, sobretudo os isentos de Imposto de Renda (IR).

Com o aumento da demanda, os preços no mercado secundário subiram muito, o que tem impacto na conta final do spread (diferença entre o prêmio de risco pago pela companhia em relação ao título público de referência ou o CDI). Isso porque, ao pagar mais caro pelo papel, na prática, ele estará rendendo menos - ou seja, corresponderá a um spread menor. E, dependendo do valor da aquisição, a recompra pode gerar perdas.

“Para o gestor, com spreads reduzidos e resgates antecipados, é um desafio alocar recursos”

— Juliana Tomaz

Ricardo Nunes, diretor de investimentos de crédito e grandes fortunas da Paramis Capital, explica que muitas debêntures estão abaixo do indicador conhecido no mercado como “breakeven” (empate). “Deve haver gestores tendo prejuízo porque não se atentaram para a conta ou não achavam que o risco de recompra era grande”. Ele diz que, se o volume continuar alto por dois ou três meses, “vai começar a fazer barulho”, já que os fundos são obrigados a fazer a atualização diária de sua cota conforme o valor dos títulos no mercado, e o resgate pode ter impacto na cota, comenta Nunes.

Um exemplo de papel abaixo desse ponto de equilíbrio no mercado secundário é a debênture da Equatorial Energia (EQTL15), que foi emitida a CDI mais 1,55%, com vencimento em 15 de dezembro de 2026. Ela pode ser resgatada a partir do dia 15 de dezembro deste ano, com prêmio de 20 pontos-base ao ano. O “breakeven”, segundo cálculos de um gestor, seria de CDI mais 1,26%. No mercado, as negociações têm ficado entre 0,9% e 1,20%, portanto abaixo. Procurada, a empresa não se manifestou.

Jean-Pierre Cote Gil, gestor de crédito da Vinland Capital, concorda com a possibilidade de perda na cota, mas frisa que é limitada, já que não é muito grande o número de papéis com prazo de recompra próximo e, ao mesmo tempo, distância acima de 0,5% do valor negociado no mercado. Ele explica que, ao avaliar um papel no secundário, leva em conta o preço de resgate e a propensão dos emissores de exercerem a opção. “Em alguns casos, pode fazer sentido a compra com preço acima do preço de recompra quando o período de resgate antecipado ainda está em carência.”

Para se defender do momento de difícil alocação, em que os spreads no secundário e nas emissões primárias estão muito baixos - e os resgates antecipados, em alta -, muitas gestoras estão preferindo elevar a parcela do fundo conhecida como “caixa”, que reúne papéis de alta liquidez, geralmente com predominância de LFTs. É o caso da Vinland, que tem mais de R\$ 1,5 bilhão em crédito sob gestão. “Em geral, temos optado por carregar mais caixa do que adquirir papéis com risco de perda com a recompra”, diz Cote Gil.

Já a Paramis, além de aumentar o caixa, elevou a parcela de papéis de bancos na carteira, como CDBs e letras financeiras (LFs) seniores, que não têm possibilidade de recompra - somente as LFs subordinadas e perpétuas permitem o resgate antecipado. Também está com alocação acima da média em fundos de direitos creditórios (FIDCs), que têm taxa maior. “Estamos com quase metade da parcela de crédito privado no nosso fundo DI em títulos bancários. No nosso fundo ‘high grade’, temos um terço e, no ‘high yield’, 28%. Nessas condições adversas, seguimos sendo seletivos”, comenta Nunes.

Juliana Tomaz, responsável pela estratégia de crédito estruturado da AMW, asset da Warren Investimentos, que tem R\$ 1,9 bilhão em crédito, conta que o nível de caixa em seus fundos subiu do normal de 10% a 15% para patamares entre 20% e 30%, para esperar o momento da correção do mercado. Ela conta que recentemente os bancos também começaram a lançar mão do resgate antecipado de LFs perpétuas. “Para o gestor, com os spreads reduzidos e os resgates antecipados, é um desafio alocar recursos. Estamos fazendo uma filtragem e temos conseguido comprar papéis, mas o fluxo de oportunidades é baixo.”

“Os investidores não estavam acostumados com isso, já que pessoas físicas costumam carregar o papel”

— Raphael Vieira

Felipe Moraes, CEO da Bamboo, lembra que o forte crescimento do crédito privado - de janeiro a setembro foi um total de R\$ 423 bilhões em emissões, frente a R\$ 395 bilhões no ano passado - levou muitas gestoras a investirem no segmento, o que aumentou a competição. Com isso, muitas estão ativamente buscando mais empresas oferecendo o trabalho de reperfilamento da dívida, ou seja, a troca uma mais curta e cara por uma mais longa e barata. Dessa forma, ganham o mandato da oferta que será lançada no mercado com melhores condições para o emissor.

“Olhamos muito quem já fez ao menos uma emissão no mercado de capitais e é bom pagador. Uma troca de papéis de dois para cinco anos, por exemplo, com um ano de carência para pagar, dá fôlego e pulmão para investir no negócio”, afirma Moraes. A plataforma, que facilita o acesso de empresas com faturamento entre R\$ 20 milhões e R\$ 200 milhões ao mercado de capitais, estruturando e distribuindo principalmente certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), debêntures e notas comerciais, prevê encerrar o ano com R\$ 500 milhões em operações originadas, um crescimento de 300% frente ao ano passado. “Muitas estreantes que atendemos no ano passado voltaram agora a nos procurar.”

O levantamento da Bamboo considerou somente debêntures corporativas, que são, em sua grande maioria, compradas por investidores institucionais, como fundos e tesourarias de bancos. Portanto, o movimento é ainda maior, já que também os títulos isentos de Imposto de Renda, como debêntures incentivadas, CRIs e certificados de recebíveis do agronegócio (CRAs), os preferidos das pessoas físicas, também vêm sendo alvo de resgate antecipado.

Neste ano, a operação que mais chamou a atenção do mercado foi a recompra de R\$ 3,9 bilhões em CRAs da JBS, em setembro, enquanto sua subsidiária, a Seara, captou em outubro R\$ 1,5 bilhão em três séries, de cinco, dez e 20 anos. A mais curta foi corrigida pela variação cambial mais 5,3%, mas as mais longas tiveram o menor spread sobre a NTN-B da história da JBS (0,3% e 0,45% respectivamente). Em maio, a empresa já tinha captado quase R\$ 1,9 bilhão em condições extremamente favoráveis. Os CRAs saíram a 6% na primeira série (em dólar) e a IPCA mais taxas entre 6,6% e 7% nas outras três. Para efeito de comparação, o prazo médio da dívida da JBS em maio era de 11,1 anos, a um custo de 5,78%.

“Os investidores não estavam acostumados com isso, é algo novo, já que pessoas físicas têm uma dinâmica de carregar o papel até o vencimento”, diz Raphael Vieira, chefe de investimentos da Arton Advisors, multifamily office e gestora de fortunas que tem R\$ 8 bilhões sob administração, sendo R\$ 3 bilhões em crédito privado. No entanto, ele diz que o resgate antecipado, embora possa significar uma frustração para quem planejava manter o papel, abre oportunidade para migração de ativos. “Teve quem reaplicou na nova emissão da empresa e quem mudou. Mas se o investidor comprou no secundário pode ter perda do principal na operação.”

Vieira explica que a taxa dos fundos fechados exclusivos ou restritos levou ao desmonte dessas estruturas e, em seu lugar, se tornou muito frequente a formação de uma carteira administrada com títulos isentos e fundos de crédito. Além disso, o mau desempenho dos multimercados tem levado a muitos resgates, dinheiro que também

está indo para a renda fixa. Completa o cenário a restrição, em fevereiro, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) às letras de crédito imobiliário e agrícola, as LCIs e LCAs, emitidas pelos bancos, que tiveram o vencimento mínimo elevado de 90 dias para nove meses.

“O mercado cresceu muito, mas é limitado em tamanho de empresas e limite de dívida que podem emitir.” Relatório da área de pesquisa do BTG Pactual mostra que a alocação de investidores pessoa física em debêntures, CRIs e CRAs atingiu R\$ 317 bilhões em julho deste ano, contra R\$ 261 bilhões em dezembro de 2023. Este volume representa 4,5% do total sob gestão de private e varejo, frente a 4% em dezembro de 2023.

Mônica Araújo, estrategista de alocação da InvestSmart XP, um dos maiores escritórios do país em número de assessores, diz que, por conta dos prêmios de risco reduzidos e do grande volume de recompra visto neste ano, não dá prioridade a esses papéis. “Temos que respeitar perfil e desejo do cliente, mas, se for para crédito privado, damos preferência aos fundos, que têm diversificação e gestão profissional. Diretamente no papel a remuneração não paga o risco.”

Thiago Giantomassi, sócio do Demarest Advogados, diz que novas operações ainda virão este ano, já que as demandas de empresas continuam chegando ao escritório. Ele diz que, na recompra conjugada com novas emissões, é avaliado um mix de soluções. A aquisição, pela companhia, de debêntures de sua emissão, explica, faz parte do “liability management”, que é o gerenciamento de riscos para evitar descasamento entre ativos e passivos.

