

Investindo com segurança: como a percepção de risco afeta os retornos das debêntures no Brasil



O que são debêntures?

A debênture é uma das formas mais antigas de captação de recursos privados, e consiste na emissão por uma sociedade anônima de um documento que dá direito de crédito ao investidor, com recebimento de juros e amortização.

Do ponto de vista da empresa que emite esse título, os custos de emissão e de pagamento de juros são menores, os prazos são mais longos e há menor exigência de garantias do que os empréstimos bancários. Além disso, o pagamento de juros é deduzido do resultado da empresa, diminuindo a base de incidência do IRPJ, sendo por esse lado mais vantajoso do que o financiamento via emissão de ações. Pelo lado do investidor, trata-se de um investimento em renda fixa com **fluxo de recebimento previsível** e rentabilidade atrativa quando comparado com outros tipos de instrumentos, mas isso ao **custo de um risco maior**.¹

Esse risco é decorrente da possível não capacidade de pagamento do principal ou dos juros, uma vez que os recursos investidos em debêntures não são protegidos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC)². Por isso as **agências de rating** cumprem o papel importante de avaliar não apenas as empresas emissoras, como as emissões, para que o público interessado possa fazer o balanço apropriado entre risco e retorno. No entanto, as empresas **não estão imunes ao ambiente macroeconômico** em que estão inseridas, e no Brasil não faltam momentos de incerteza.

1. B3. Debêntures. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm.

2. SANTANA, Wesley; KERCHER, Sofia. O que são debêntures, como funcionam e por que investir. CNN, 02 fev. 2022. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/financas/entenda-o-que-sao-debentures-e-como-funcionam/>.

Debêntures como métrica de risco?

Para analisar a relação entre o mercado de debêntures e o nível de incerteza macroeconômica utilizamos dados dos retornos até o vencimento ([yield to maturity ou YTM](#)) desses papéis ao final de cada mês desde [junho de 2017 até o final de agosto de 2024](#). Esse indicador de retorno é proveniente das negociações no mercado secundário e leva em consideração a diferença entre o preço ao qual a debênture está sendo vendida e o preço ao qual ela foi emitida, o prazo até o vencimento e a periodicidade com que paga juros.³

Em suma, para debêntures com características similares, quanto maior a [percepção de risco](#) por parte dos investidores, menor será o preço da debênture no mercado secundário, e conseqüentemente maior a sua taxa YTM. Então, por meio da análise do YTM de todas as debêntures negociadas no período, é possível observar as flutuações na percepção de risco dos investidores no país.^{4 5}

Para estruturar esse exercício analítico foram consideradas as [debêntures IPCA+ e CDI+](#), isto é, que pagam a variação integral nesses indicadores mais uma taxa pré-fixada definida na escritura de emissão. Esses dois grupos representavam aproximadamente 90% do estoque total de debêntures em setembro de 2024 ([R\\$ 993 bilhões dos R\\$ 1,105 trilhões em estoque](#)).⁶

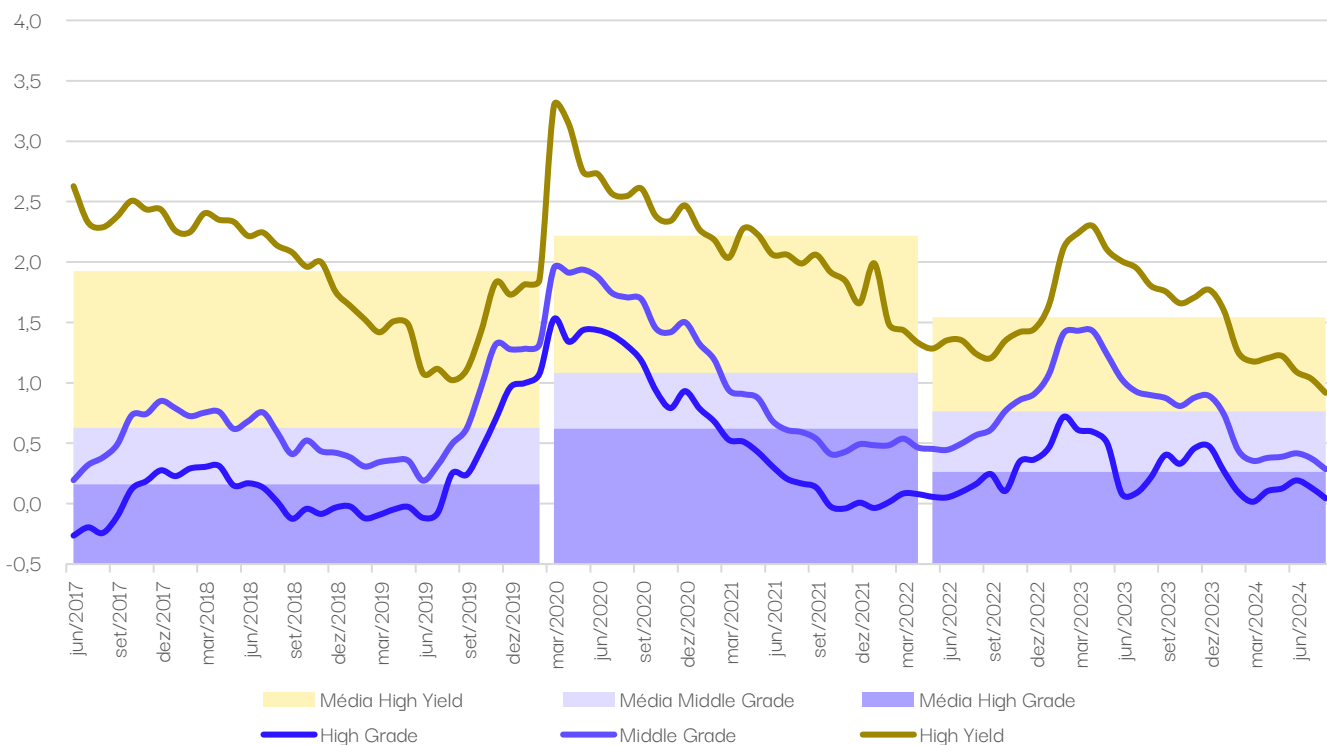
O risco implícito

Cada empresa emissora possui sua estrutura e atua em um setor específico; e cada debênture tem suas garantias, mas podemos agregá-las para observar os movimentos gerais. Sendo assim, ordenamos as debêntures por YTM e em seguida as dividimos em três grupos de mesmo tamanho: [as 33% de maior taxa de retorno e maior risco \(High Yield em amarelo\)](#); [as de taxa de retorno média e risco médio \(Middle Grade em azul claro\)](#); e [aquelas com retorno mais baixo e menor risco \(High Grade em azul escuro\)](#). Além disso, dividimos 3 períodos, o pré-pandemia, o de pandemia e o pós-pandemia.⁷

Analisando as debêntures IPCA+⁸ com esse procedimento chegamos ao [gráfico 1](#). Nele fica evidente a instabilidade do período pós-impeachment (31/08/2016), em particular da reforma trabalhista promulgada em 13 de julho de 2017 na forma da Lei 13.467. Neste mês as debêntures High Yield tiveram um retorno de 2,33 p.p. acima dos títulos públicos indexados ao IPCA (NTN-B), enquanto os títulos High Grade pagavam -0,2 p.p. ou seja, os investidores aceitavam pagar mais caro por títulos privados seguros do que pelos títulos públicos equivalentes e apenas um prêmio muito elevado levava à compra dos papéis mais arriscados.

3. REIS, Tiago. Yield to maturity: o que é e como calcular essa taxa de retorno. Suno, 24 jan. 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/yield-to-maturity/>.
4. A análise conteve em média 577 debêntures por mês e passou por limpeza de outliers (valores extremos) provenientes de erros de base. Para isso foi feita limpeza manual e estatística em que valores superiores (inferiores) à média mais (menos) 3,5 desvios padrão foram excluídos. O procedimento de limpeza removeu, em média, 9 observações por mês.
5. SHENG, Hsia Hua; SAITO, Richard. Determinantes de spread das debentures no mercado brasileiro. R.Adm., São Paulo, v.40, n.2, p.193-205, abr./mai./jun./ 2005. Disponível em: https://eaesp.fgv.br/sites/eaesp.fgv.br/files/pesquisa-eaesp-files/arquivos/saito_-_determinantes_de_spread_das_debentures_no_mercado_brasileiro.pdf.
6. ANBIMA. Debêntures.com.br. Acesso em : 17/09/2024. Disponível em: <https://www.debentures.com.br/>.
7. Considerando a data do primeiro caso de Covid-19 no Brasil (26/02/2020) e a declaração de final da pandemia pelo Ministério da Saúde (22/04/2022) para delimitar o período de pandemia. Disponível em: <https://www.gov.br/saude/pt-br/assuntos/noticias/2020/julho/primeiro-caso-de-covid-19-no-brasil-permanece-sendo-o-de-26-de-fevereiro> e <https://www.gov.br/saude/pt-br/assuntos/noticias/2022/abril/ministerio-da-saude-declara-fim-da-emergencia-em-saude-publica-de-importancia-nacional-pela-covid-19>.
8. Subtraímos o IDKa IPCA de duration correspondente do YTM de cada debênture para obter o spread real. Papéis de duration inferior a 126 dias úteis foram retirados da amostra por conta da grande volatilidade apresentada; para os demais, uma interpolação simples entre os vértices disponibilizados pela ANBIMA foi feita a cada 6 meses, de modo que o menor vértice mais próximo foi selecionado. O IDKa é o índice de duração constante da ANBIMA e sintetiza os retornos dos títulos públicos negociados de modo que tenham vencimentos constantes. Por conta disso, o IDKa IPCA é uma boa representação da curva de juros reais futuros. Fonte: ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/precos-e-indices/indices/idkahtm.

Gráfico 1 – Spread médio das debêntures incentivadas indexadas ao IPCA sobre o IDkA IPCA (% a.a.)



Fonte: Economática e ANBIMA. Elaboração: [cy.search](#)

Movimento similar se deu com a pandemia de Covid-19, que dessa vez afetou empresas mais e menos seguras de maneira muito mais próxima por conta da incerteza generalizada sobre os impactos e duração da calamidade de saúde pública.

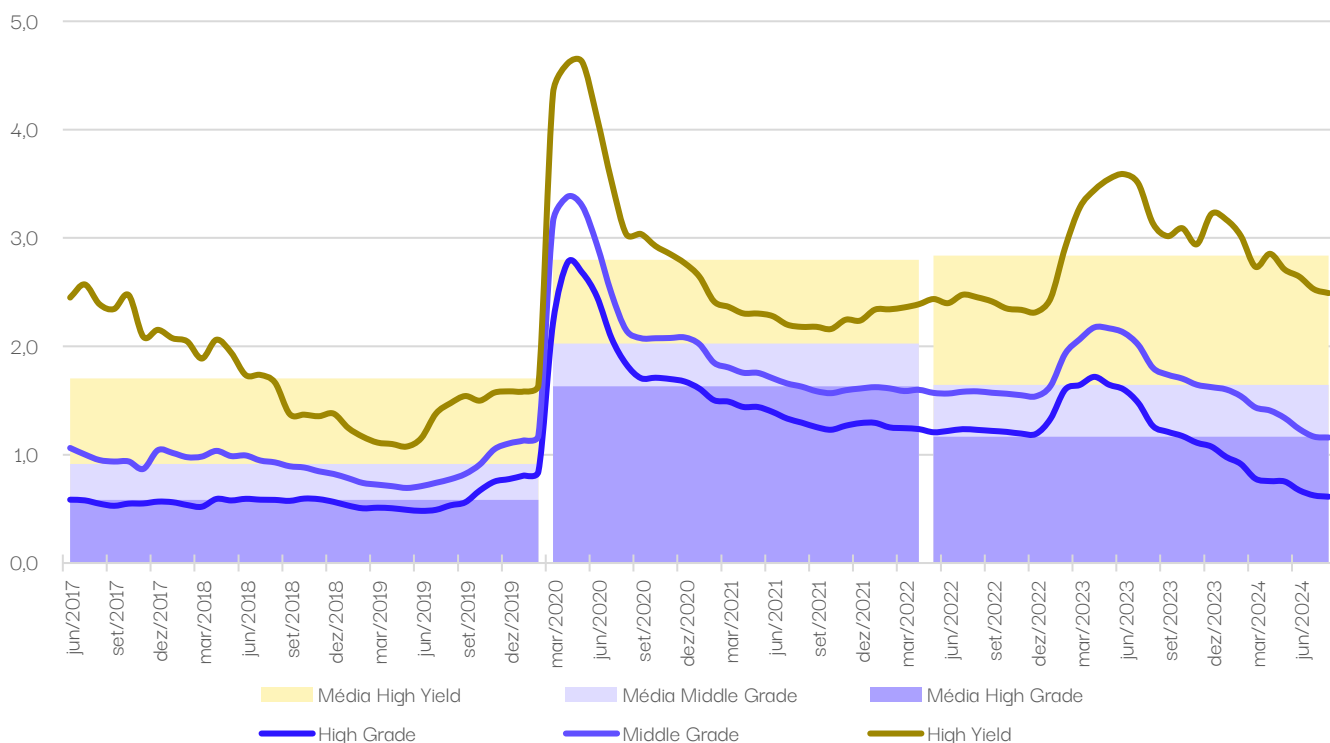
Por fim, a passagem de presidência acompanhada da insegurança a respeito do desafio fiscal e inflacionário pode ser vista na evolução dos spreads das debêntures no começo de 2023. A esse momento político somou-se a vinda à tona da fraude bilionária das Americanas.⁸

O mesmo movimento ocorreu entre as debêntures CDI+, observadas no [gráfico 2](#). Ainda que os [spreads tenham sido de patamar maior](#): durante os primeiros meses de pandemia, o spread High Yield superou a taxa CDI em 4,5 p.p., e o High Grade, em 2,5 p.p..

Essa diferença deve-se parcialmente à cobrança de imposto de renda sobre as debêntures CDI+ que são não-incentivadas, em contraposição às [IPCA+ que, majoritariamente \(94%\), são incentivadas](#) e portando não sofrem incidência de IR sobre os rendimentos. Além disso, o spread é calculado diretamente sobre o CDI e não sobre taxas de juros futuras, com títulos públicos equivalentes.

8. G1. Americanas: veja a cronologia do caso, das 'inconsistências contábeis' à recuperação judicial. 19 jan. 2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/19/americanas-veja-a-cronologia-do-caso-das-inconsistencias-contabeis-a-recuperacao-judicial.ghtml>.

Gráfico 2 – Spread médio das Debêntures não-incentivadas indexadas ao CDI (% a.a.)



Fonte: Economática e ANBIMA. Elaboração: [cy.search](#)

Grandes movimentos

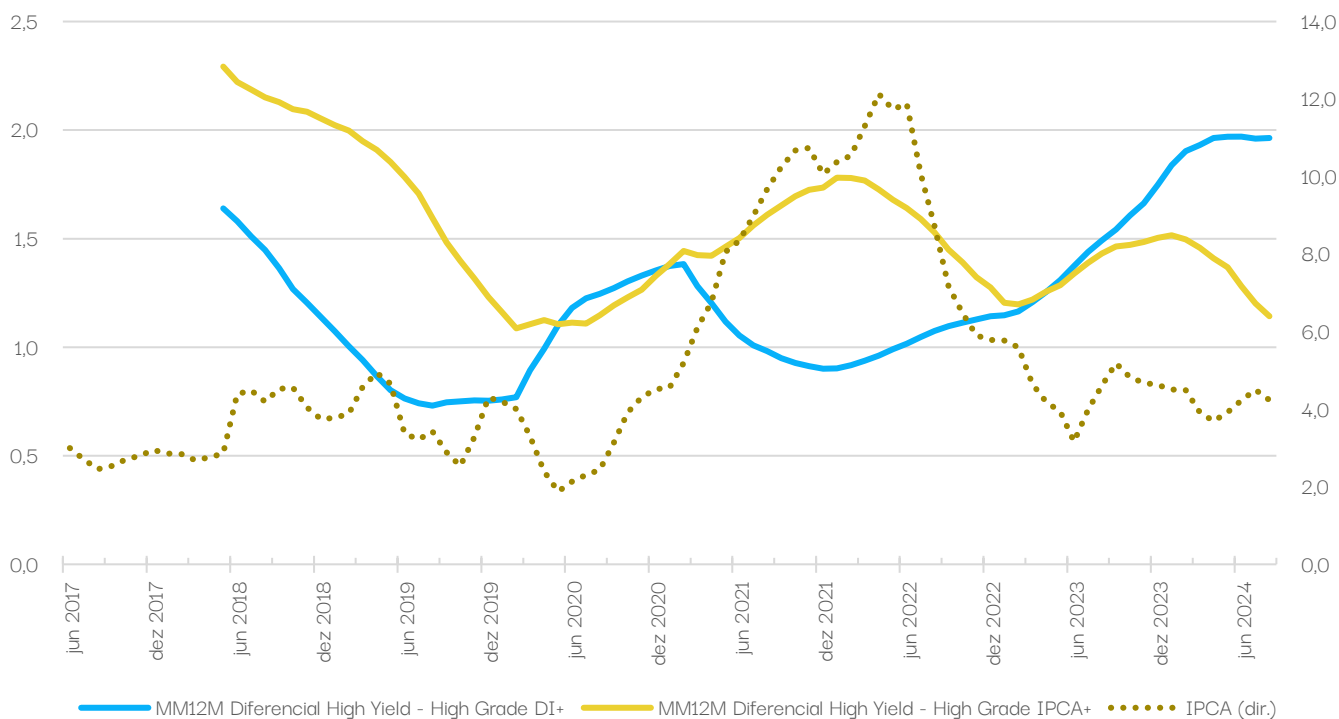
Enquanto os gráficos 1 e 2 possuem maior volatilidade e são povoados por variações pontuais de curto prazo (apesar de apresentarem o movimento dos grupos de risco de maneira isolada), o gráfico 3 propõe algo diferente: mensurar a diferença entre o grupo de maior retorno (High Yield - HY) o de menor retorno (High Grade - HG), calculando o spread HYHG para as debêntures indexadas ao IPCA (em amarelo) e ao CDI (em azul) - suavizados com uma média móvel de 12 meses.

O diferencial HYHG indica, na média, o quão distantes os preços dos papéis High Yield estão dos papéis High Grade, além de mostrar em qual ponto do [ciclo](#) esse spread se encontra atualmente. Com isso conseguimos observar que os spreads das debêntures IPCA+ eram superiores ou muito próximos dos spreads DI+ até o início de 2023, momento a partir do qual o spread HYHG DI+ passou a superá-lo.

Ainda não se sabe com certeza explicar o comportamento cíclico dos diferenciais de retorno, e nem a diferença entre as debêntures IPCA+ e CDI+, mas uma diferença no [tratamento dos dados](#) pode dar uma dica.

No caso das debêntures IPCA+, é subtraído o retorno dos títulos públicos equivalentes por meio do IDKa, fazendo com que o retorno observado reflita unicamente o risco da empresa (retirando o risco país). O risco por sua vez deriva diretamente da percepção dos investidores sobre a capacidade de pagamento das empresas. Quando o indexador se aprecia, o pagamento de juros da debênture encarece, tornando mais precária a condição financeira e aumentando o risco de calote (considerando que permanece estável a situação do setor). Empresas em situação difícil seriam mais afetadas pela variação no índice do que empresas mais estáveis financeiramente.

Gráfico 3. Média Móvel 12 meses do diferencial entre os grupos de maior e menor retorno



Fonte: Economática e ANBIMA. Elaboração: [cy.search](#)

Ainda no gráfico 3 o diferencial entre High Yield e High Grade IPCA+ acompanha razoavelmente a movimentação do IPCA (com eixo à direita) apoiando essa hipótese. Já no caso das debêntures CDI+ o retorno dos títulos públicos não é retirado já que não existe índice de duração constante compatível, e a relação não se estabelece da mesma forma.

Perspectivas

No final de agosto, a diferença de preço entre papéis mais e menos seguros [indexados ao IPCA está próximo do patamar mínimo](#), considerando o histórico desde 2017. Já o diferencial HYHG entre as debêntures [DI+ ultrapassou o máximo](#) histórico, e se encontra em um platô próximo de 2 p.p.. Quando ocorrerá outra reversão?



cy.capital

Eliane Teixeira dos Santos
eliane.santos@cy.capital

Gustavo Rassi de Andrade Vaz
gustavo.vaz@cy.capital

Vinícius de Oliveira
vinicius.deoliveira@cy.capital