

## Restrição do CMN a títulos isentos eleva demanda por debêntures incentivadas

**Crédito privado** Volume no mercado secundário chegou a quadruplicar e 'spreads' tiveram queda forte após restrição a emissões de CRIs e CRAs

# Nova regra do CMN leva a corrida por debêntures isentas

Liane Thedim  
Do Rio

As restrições impostas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) às emissões de certificados e letras de crédito imobiliário e do agronegócio (CRIs, CRAs, LCIs, LCAs e LIGs) levaram a uma corrida nos últimos dias às debêntures incentivadas, que garante isenção de Imposto de Renda (IR) a pessoas físicas. O volume de negociação no mercado secundário desses papéis chegou a atingir R\$ 2,5 bilhões na última segunda-feira — apenas dois dias após a resolução do governo —, o maior patamar em um ano, segundo levantamento da área de pesquisa do Banco ABC Brasil a pedido do Valor.

Em geral, o movimento gira em torno de R\$ 600 milhões. E, seguindo a lei básica da oferta e da procura, o resultado foi uma significativa queda dos chamados spreads, que é a diferença entre as taxas pagas pelos títulos e os rendimentos das NTN-Bs equivalentes, que são referência nesse mercado. No ge-

ral, o recuo ficou entre 0,3 e 0,8 ponto percentual. A taxa média de uma debênture da Eletrobras (ELET4), por exemplo, com vencimento em 2031, que estava em 6,12% ao ano em 31 de janeiro, no dia 5 de fevereiro caiu a 5,7%, sendo que a NTN-B com prazo semelhante era negociada a 5,5%.

"O mercado entende que a oferta de títulos incentivados vai ser menor. Investidores e gestores estão correndo para adquirir debêntures isentas enquanto estão disponíveis", diz Roberto Dumke, chefe de Research do Banco ABC. "Está difícil achar papel, e não só das maiores, com classificação de crédito triple A", confirma Leonardo Ono, gestor de crédito privado da Legacy Capital. Já há casos de debêntures incentivadas sendo ofertadas por taxas abaixo dos papéis federais. Raphael Barcelos, sócio da RBR Asset responsável pela área de Infraestrutura, cita exemplos da transmissora de energia Taesa, negociada a 0,1 ponto abaixo da NTN-B, e da Rumo Logística, sem prêmio sobre o título federal.

A resolução do CMN, que em 1 de fevereiro estabeleceu que apenas empresas dos setores imobiliário e o do agronegócio podem emitir CRIs e CRAs e mudou prazo e lastro das LCIs, LCAs e LIGs, de bancos, foi o clima de um movimento de mudança que já vinha acontecendo lentamente desde outubro. Primeiro, com o avanço das discussões em torno da taxa dos fundos fechados exclusivos, os investidores super-ricos deixaram de direcionar dinheiro novo para essas aplicações em busca de opções sem IR. Depois, no início do ano o governo lançou uma nova modalidade de debêntures de infraestrutura com incentivo fiscal para o emissor, que em menor grau podem ser alvo de operações que seriam de incentivadas.

Com a redução de operações no mercado primário que costumava acontecer em janeiro (no total, foram apenas R\$ 16 bilhões em emissões de crédito privado, frente aos R\$ 60 bilhões de dezembro), formou-se a tempestade perfeita para a corrida aos papéis. As regras do



**"Incentivada ganha porque as empresas têm geração de caixa estável"**  
Jean-Pierre Cote Gil

CMN foram consideradas duras porque não previram uma transição, o que de imediato já tornou inválidas operações prestes a sair. Foram mantidas apenas as já em andamento. A estimativa é que a queda nas emissões será de 20% frente a 2023. "Se analisasse o que foi emitido em CRIs e CRAs no ano passado, 30% seriam cortados", calcula Barcelos, da RBR.

Ono, da Legacy, comenta que já se sabia que o governo estava de olho nas distorções, ao mesmo tempo que é de entendimento geral que não há intenção de mexer

em debêntures incentivadas. "A infraestrutura está no foco da política pública e não existe dúvida sobre a destinação correta dos recursos captados." O gestor calcula que o estoque de LCI, LCA e LIG está em cerca de R\$ 900 bilhões e o de CRAs e CRIs, R\$ 800 bilhões. "Ou seja, R\$ 1,6 trilhão que ao longo do tempo vai ser reduzido. Esse dinheiro vai ter achar lugar pra ir."

Jean-Pierre Cote Gil, gestor de crédito do Vinland Capital, prevê que o mercado se estabilize nos próximos meses. Para estruturar uma operação de debênture incentivada, demora ao menos 90 dias. Mas Dumke, do ABC Brasil, acredita que emissões podem ser aceleradas para aproveitar as taxas mais baixas. "Com a percepção de que vai faltar papel isento, coordenadores acessam as companhias," Cote Gil, por sua vez, ressalta que a emissões de CRIs e CRAs serão mais sofisticadas agora, para atender ao

CMN, e de empresas menos conhecidas. "As debêntures incentivadas saem na frente porque as empresas têm geração de caixa estável."

Outro impacto da forte redução dos spreads acontece nos fundos, que terão valorização na cota com a marcação a mercado, já que os preços dos papéis subiram. Foi o que aconteceu com o Sparta Debêntures Incentivadas, que tem R\$ 1 bilhão de patrimônio líquido e 22 mil cotistas. Em quatro dias, o rendimento no mês foi a 1,3%, o que fez com que a captação dobrasse da média anterior de R\$ 5 milhões por dia. Diante do movimento atípico, a gestora decidiu ontem fechar o fundo para captação nos próximos dias. "Nossa preocupação é que o investidor tenha expectativa adequada. Não queremos que ele entre achando que este é o desempenho normal do fundo, cujo alvo é CDI mais 0,5%", explica Ulisses Nehmi, CEO da Sparta.

**Veículo:** Impresso -> Jornal -> Jornal Valor Econômico - São Paulo/SP

**Seção:** Valor Investe **Caderno:** C **Página:** 12