

Um ano difícil para o mercado de capitais

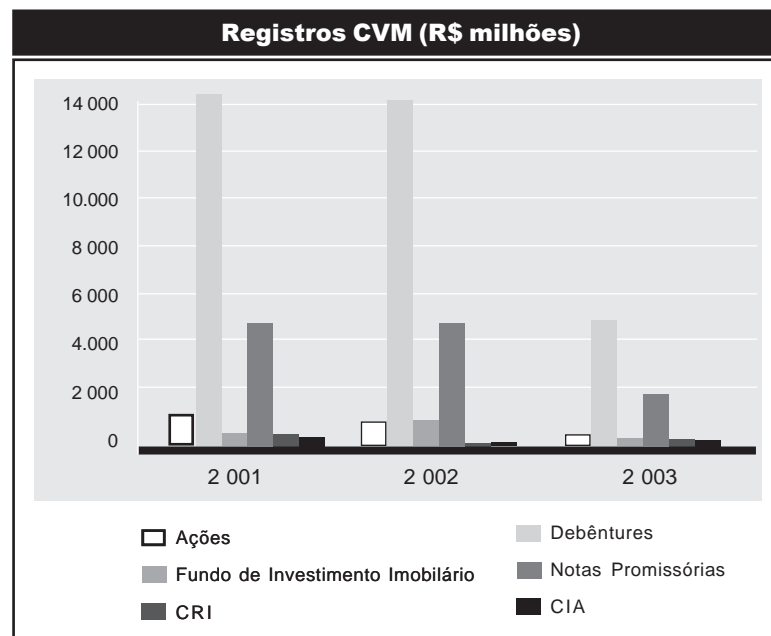
O ano de 2003 não foi positivo para as captações no mercado de capitais doméstico. Mais uma vez, as expectativas de recuperação e crescimento do segmento de títulos privados no país não se concretizaram, tendo sido transferidas para 2004. A redução dos juros básicos em dez pontos percentuais, associada à relativa estabilidade dos índices de inflação e da taxa de câmbio, não foi suficiente para permitir a expansão da atividade econômica, especialmente no primeiro semestre. Às condições macroeconômicas desfavoráveis, seguiram-se, como esperado, a estagnação e a queda dos volumes de negócios com ativos tradicionais no mercado, a exemplo de ações, debêntures e notas promissórias. Em termos comparativos, os números foram bastante inferiores aos observados nos anos anteriores, situando-se entre os menos expressivos já registrados desde o início do Plano Real (veja gráfico) Os fracos volumes refletiram, ainda, o aumento da preferência por captações no exterior, em função da reabertura do mercado

de crédito aos investidores brasileiros, com melhores taxas de juros e prazos, condições facilitadas pelo elevado grau de liquidez internacional existente no início do ano.

É importante, porém, distinguir os efeitos cau-

sados pela conjuntura macroeconômica desfavorável daqueles provocados pelos pontos de estrangulamento que subsistem no mercado de capitais brasileiro, e que têm dificultado o aumento da poupança interna, constituindo-se em entrave ao próprio crescimento do país. Neste último caso, houve avanços significativos em 2003. As autarquias, associações de classes e participantes do mercado em geral implementaram uma série de medidas, estudos e projetos visando não apenas ao aprimoramento dos instrumentos existentes, mas também ao desenvolvimento de novos produtos e melhores práticas regulatórias, operacionais e éticas, moldando-as de acordo com experiências internacionais bem-sucedidas.

Os gargalos estruturais para o desenvolvimento do mercado de títulos privados no Brasil são bem conhecidos: ambiente macroeconômico adverso, fruto de histórica instabilidade; taxas de juros elevadas; concorrência dos títulos públicos; baixos níveis de liquidez, dada a ausência de mercados secundários ativos e de mecanismos eficien-



A experiência internacional mostra que a criação de um mercado forte para títulos privados depende da existência de um mercado de papéis públicos consolidado, capaz de funcionar como *benchmark*, definindo curvas de rendimento e fornecendo *hedge* aos participantes

tes de formação de preços; e distorções tributárias. Já as soluções implicam claramente a adoção de medidas pontuais, capazes de propiciar a superação das dificuldades específicas de cada mercado.

A experiência internacional comprova que o avanço do segmento de títulos privados é fundamental para a geração de novos investimentos produtivos e em infra-estrutura. Mostra, também, que a criação de um mercado forte para esses papéis depende diretamente da existência de um mercado de títulos públicos consolidado, capaz de funcionar como *benchmark* eficiente, definindo curvas de rendimento e fornecendo instrumentos de *hedge* e aprendizagem aos participantes.

No Brasil, porém, a distorção da relação risco-retorno no atual mercado de dívida pública inviabiliza a demanda por títulos de maior risco e a alocação de recursos em papéis de prazos mais longos¹.

As principais medidas adotadas em 2003 disseram respeito à regulamentação do mercado de

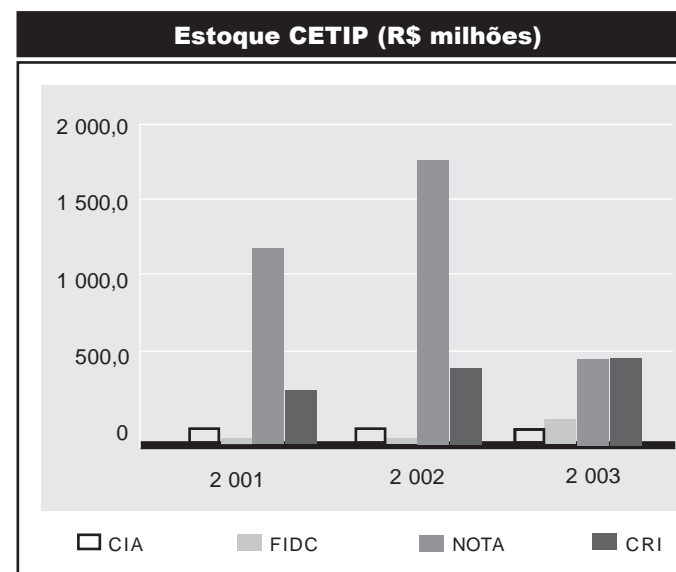
capitais, com a edição, pela CVM - Comissão de Valores Mobiliários e pelo CMN - Conselho Monetário Nacional, de normas que o mercado reivindicava há algum tempo, visando à criação e ao aprimoramento de produtos. Além disso, as duas entidades formalizaram práticas que vinham sendo adotadas pelos agentes, em uma demonstração de que já existe demanda por ativos privados com maiores riscos de crédito e de mercado, embora de forma incipiente.

Dentre as ações mais importantes, merecem destaque aquelas destinadas a agilizar a estruturação e obtenção de registros para a captação de recursos no mercado de capitais, como a Instrução nº 400 da CVM, que trata da distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e se-

cundário. Devem ser mencionados, ainda, os normativos que incentivam as negociações de valores mobiliários no mercado secundário, entre eles o que amplia a atuação dos formadores de mercado (*market makers*) - com o objetivo de garantir a manutenção permanente de ofertas de compra e venda dos papéis - e os que aprimoram e viabilizam

a criação de instrumentos financeiros.

Como resultado dessas iniciativas, cresceram o volume de registros ou protocolos concedidos pela CVM e o estoque de alguns novos ativos financeiros na CETIP, tais como os FIDC - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Investimentos Imobiliários e CRI - Certificados



O volume significativo de lançamentos de FIDC deve-se não apenas às vantagens oferecidas por essa modalidade de fundo aos investidores, mas também à flexibilidade em sua montagem e aos benefícios fiscais, em comparação com outros ativos, como debêntures

de Recebíveis Imobiliários (veja gráfico na página anterior). Esta tendência deve prosseguir, já que, de um lado, há expectativa de redução dos juros básicos e, de outro, estima-se o crescimento da participação desses ativos nas carteiras dos fundos de pensão e das instituições previdenciárias, que atualmente ainda destinam ao mercado de capitais uma parcela reduzida de seus recursos. Tais agentes tendem a aceitar níveis crescentes de riscos, dada a necessidade de obterem rendimentos capazes de assegurar o cumprimento de suas obrigações com fluxos de caixa futuros. Mas certamente terão a garantia de contar com empresas emissoras e ambientes de negociação cada vez mais desenvolvidos e adequados às boas práticas de mercado.

Os instrumentos que se destacaram em 2003

Criadas em 1994 para assegurar o financiamento da produção e sua negociação no mercado futuro, as CPR - Cédulas de Produto Rural surgi-

ram como títulos privados altamente atrativos para os investidores, a exemplo dos CDB e das debêntures. Entretanto, para que tenham mais liquidez e sejam demandados por fundos de pensão e pessoas físicas, seu mercado secundário necessita de incentivos, incluindo a permissão para a utilização do papel em operações compromissadas e a emissão de certificados de garantia.

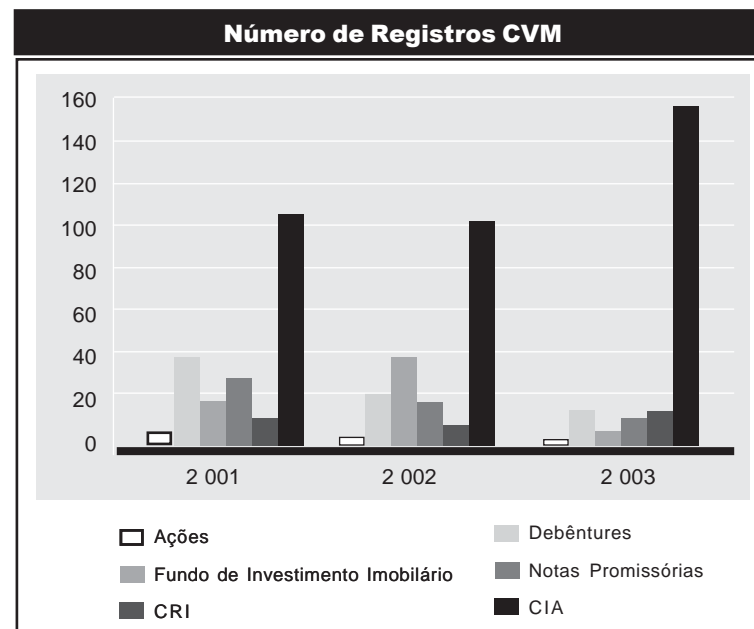
Já o patrimônio dos FIDC acusou aumento expressivo em 2003, também influenciado pelo fato de que esses fundos permitem a participação de empresas fechadas. Cabe destacar, ainda, a permissão, pela CVM (Instrução nº 399), para que investidores de varejo adquiram cotas de FIDC constituídos para fins de financiamento ao Pips - Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social, voltado para projetos na área de desenvolvimento urbano em infra-estrutura, saneamento básico, energia elétrica, telecomunicações ou habitação. Até então, a Instrução nº 356 estabelecia que as cotas de todo e qualquer FIDC somente poderiam ser adquiridas por investidores qualificados, ou seja, instituições financeiras, entidades abertas e fechadas de previdência

privada, pessoas jurídicas não-financeiras com patrimônio líquido superior a R\$ 5 milhões e investidores individuais detentores de carteiras de valores mobiliários ou cotas de fundos de investimentos acima de R\$ 250 mil.

O volume significativo de lançamentos de FIDC deve-se não apenas às vantagens oferecidas por essa modalidade de fundo aos emissores, mas também à flexibilidade em sua montagem e aos benefícios fiscais, em comparação com outros ativos, como debêntures. Além disso, os FIDC proporcionam aos investidores melhor relação risco-retorno, ante os fundos de renda fixa convencionais. Esta questão, contudo, remete à desigualdade fiscal que desestimula alguns instrumentos financeiros. É o que acontece, por exemplo, com os incentivos fiscais concedidos às CSCI - Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, que emitem certificados de recebíveis imobiliários, e às CSCF - Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros, em comparação com as captações de recursos por SPE - Sociedades de Propósito Específico, via emissão de debêntures.

Um dos avanços no SFI foi a medida que autorizou os bancos a garantir a recompra de CRI, desde que satisfeitas algumas condições. A iniciativa aumenta a liquidez dos certificados, estimulando sua negociação no mercado secundário e a colocação junto a investidores institucionais

Tal desequilíbrio deu origem a outro pleito do mercado, associado à necessidade de incentivar a criação de CSCB - Companhias Securitizadoras de Créditos e Bens, que viabilizariam a estruturação de operações de captação de recursos por intermédio de SPE e de emissões de debêntures com equivalência fiscal aos demais instrumentos. A estrutura, criada com propósito específico e estatuto restrito, também contaria com a presença de um *trustee*, figura que garante o cumprimento das regras contratuais e elimina riscos não previstos. A idéia beneficia-se de dois pontos fortes: aproveita a vantagem do percentual superior permitido às carteiras dos investidores institucionais para a aplicação em debêntures, em comparação ao percentual destinado a cotas seniores e subordinadas de FIDC, por exemplo; e ajusta-se perfeitamente ao programa das PPP - Parcerias Público-Privadas, desenvolvido pelo governo com o objetivo de captar recursos no mercado de capitais para o financiamento de projetos de infra-



estrutura, habitação, saneamento e transportes.

Com relação aos instrumentos do SFI - Sistema Financeiro Imobiliário, também houve avanços. Um deles foi a medida do CMN que autorizou os bancos a garantir a recompra de CRI, desde

que os detentores dos certificados satisfaçam algumas exigências, tais como manter os papéis em seu poder por, no mínimo, 20% do prazo de vencimento e comprovar que não houve outro comprador, mesmo após a oferta dos títulos em leilão. A medida aumenta a liquidez dos CRI, estimulando a negociação desses ativos no mercado secundário e sua colocação junto a investidores institucionais.

Além disso, o CMN permitiu aos bancos reduzir, das exigibilidades de aplicação a eles impostas, até 35% do valor das garantias dadas em CRI. Outra medida importante referente ao SFI foi o benefício concedido pela Instrução nº 399 da CVM aos fundos imobiliários, permitindo a venda de suas cotas ao varejo.

Também cabe destacar em 2003 a regulamentação, pela CVM, do Funcine - Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional, alternativa para o financiamento da produção, comercialização, distribuição ou exibição de obras cinematográficas brasileiras. Foram solicitados à

Em 2004, a ANDIMA continuará a incentivar o mercado de títulos privados, desenvolvendo um projeto de precificação similar ao já existente para títulos públicos. Os primeiros ativos a terem suas taxas de referência divulgadas serão as debêntures

Autarquia no ano registros de Certificados de Investimento em Audiovisual, relativos a 162 projetos, cerca de 50% a mais do que o montante verificado em 2002 (veja gráfico página anterior).

Por fim, é importante lembrar a regularização da indústria dos FIP - Fundos de Investimento em Participação, pela Instrução nº 391 da CVM. A medida abrange os fundos de *venture capital* e *private equity*, veículos de mobilização de recursos captados principalmente por investidores institucionais, na forma de capital de risco e de empréstimos a empresas emergentes. Esta modalidade de investimento ainda é muito pouco difundida no Brasil, pelo fato de o produto ser pouco conhecido e não ter liquidez. As principais novidades do normativo dizem respeito à possibilidade de investimento em empresas fechadas, diferenciação dos cotistas e maior flexibilidade do regulamento, o que deve contribuir para atrair novos investidores, em especial os fundos de pensão. O aumento da demanda por esses ativos implicará exigências mais rigorosas - por parte das entidades reguladoras e dos investidores, sejam eles qualificados ou minoritários -, bem como maior

transparência e detalhamento na divulgação de informações (*full disclosure*) e adoção de práticas de governança corporativa e responsabilidade social pelas empresas emissoras.

Como se pode observar, o arcabouço regulatório do mercado de capitais foi objeto de importantes progressos em 2003. É preciso, contudo, que as alterações continuem a ser implementadas com total sintonia entre as entidades reguladoras e os principais *players* e participantes do mercado. Como se trata de uma transformação cultural, demandará dos agentes um período de adaptação. Mas esse tempo será plenamente compensado pela certeza de que as mudanças têm caráter definitivo, devendo resultar em avanços permanentes sob os aspectos ético e operacional. Afinal, mesmo nos mercados desenvolvidos, a exemplo do norte-americano - em que o grau de liquidez é amplo, com disseminação de preços e mercados secundários organizados -, há entraves e discordâncias na implantação de regras que não levam em conta as especifici-

dades de cada segmento, sua forma de atuação e as características de seus potenciais investidores.

Em 2004, a ANDIMA continuará a incentivar o mercado de títulos privados, desenvolvendo um projeto de precificação similar ao já existente para títulos públicos. Os primeiros ativos a terem suas taxas de referência divulgadas serão as debêntures. Além disso, existe a expectativa da criação da Conta Investimento, pleito que a ANDIMA tem discutido com o governo desde o ano passado. Esse mecanismo isenta o investidor da incidência da CPMF no momento da transferência de recursos entre aplicações financeiras de mesmo titular, permitindo uma administração mais eficiente dos portfólios.

Vívian M. de Figueiredo
Analista Econômico

1) O estudo Dívida Pública - Propostas para ampliar a liquidez (ANDIMA, 2004) apresenta uma análise detalhada dos problemas enfrentados pelo mercado da dívida pública no Brasil e de seus impactos sobre o mercado de títulos privados, bem como dos efeitos da incidência de CPMF sobre as transações com ativos financeiros.