

## Volume de emissões aumenta em 2004

**A**o contrário de 2003, quando as expectativas otimistas em relação à captação no mercado de valores mobiliários não se concretizaram, o ano de 2004 foi marcado pelo aumento do volume de emissões e avanço na utilização de novos instrumentos e produtos financeiros.

As captações das empresas privilegiaram o mercado doméstico, em detrimento do externo, tendo como principal objetivo a redução de passivo ou troca e alongamento de dívidas preexistentes. O processo de redefinição do perfil de endividamento leva a crer que as próximas emissões já podem destinar-se a investimentos e aumento da capacidade produtiva.

Em 2004, as ofertas públicas primárias de valores mobiliários registradas na CVM alcançaram R\$ 18 bilhões, enquanto as secundárias se aproximaram de R\$ 5 bilhões - ante R\$ 8,7 bilhões e R\$ 2,4 bilhões em 2003, respectivamente. Nos dados segregados, merecem destaque as ofertas primárias de ações e debêntures, que totalizaram R\$ 4,5

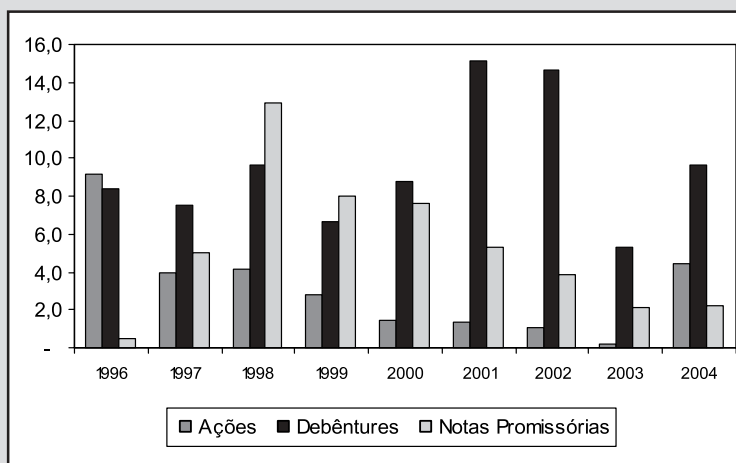
bilhões e R\$ 9,6 bilhões, respectivamente. Os números mostram uma recuperação significativa em relação ao ano anterior. Também cabe mencionar o aumento da quantidade de projetos de CIA - Certificados de Investimento Audiovisual e CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários, com registros autorizados pela CVM.

Segundo a Autarquia, foram concedidos no ano 16 registros de companhia aberta, com a utilização de diferentes instrumentos para a abertura de capital - entre eles sete por meio de emissão de ações e seis de debêntures. No mercado de ações, a retomada também foi evidente: 15 ofertas públicas, sendo três primárias, seis secundárias e seis mistas, as duas últimas caracterizando saídas de fundos de capital de risco - *venture capital* ou *private equity* -, o que reflete um avanço do mercado na pulverização e no aumento da liquidez dos papéis.

No campo da legislação, as novidades em relação à atuação da CVM ficaram por conta da publicação das Instruções nºs 404, de 13/2/2004, que trata das

debêntures padronizadas, e 414, de 30/12/2004, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários. Com referência à primeira,

**Registros de Ofertas Primárias de Valores Mobiliários - CVM (em R\$ bilhões)**



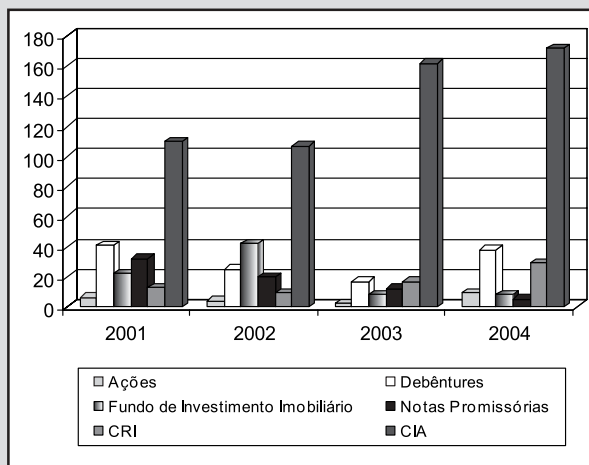
Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

merece reflexão o fato de, um ano após seu lançamento, ainda não ter sido utilizada por nenhuma empresa emissora de debêntures. A maior parte das evidências aponta para a dificuldade de se operacionalizarem algumas das exigências feitas pela Instrução, em particular quanto à definição de regras para a atuação de um formador de mercado para o título - em sua maioria, negociado em balcão, como ocorre nos mercados de dívida corporativa em todo o mundo.

Já no que diz respeito à Instrução nº 414, foram criados mecanismos para ampliar o acesso dos investidores de varejo aos CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários, possibilitando a emissão de papéis com valor nominal inferior a R\$ 300 mil e oferecendo mecanismos de proteção aos pequenos aplicadores, como a obrigatoriedade de classificação de *rating* por agência especializada e a aprovação de prospecto definitivo da emissão pela CVM. Tais medidas poderão impulsionar tanto as emissões como as negociações do título no mercado secundário.

Outra novidade relevante em termos de legislação para o mercado de capitais foi a sanção, em 31/12/2004, da Lei nº 11.079, que definiu as normas gerais para a licitação e contratação das PPP -

### Registros de Ofertas Primárias Concedidos pela CVM



Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

Parcerias Público-Privada. As PPP deverão ser realizadas via SPE - Sociedades de Propósito Específico, que, por sua vez, devem ser companhias abertas com valores mobiliários negociados em mercado. Este fator também vem impulsionar a utilização de instrumentos de captação via mercado de capitais, a exemplo das debêntures, e incentivar a participação de fundos de pensão nos projetos. Já foram definidos pelo governo os itens de controle orçamentário e limitação de despesas, respeitando as regras de responsabilidade fiscal. Resta, contudo, estabelecer os procedimentos para a existência do fundo garantidor, que assegurará o cumprimento dos contratos no caso de inadimplência do setor público, e o órgão gestor encarregado da escolha dos projetos.

## Mercado de debêntures

A retomada das emissões no mercado de debêntures pode ser atribuída ao relativo controle da taxa básica de juros observado no começo do ano. A meta para a Taxa SELIC, que iniciou o ano em 16,5%, foi mantida no patamar de 16% - o mais baixo desde março de 2001 - de abril a agosto de 2004. Desde então, sofreu aumentos sucessivos de 25 pontos básicos e, a partir de outubro, de 50 pontos, o que levou à queda do ritmo das emissões.

Um dos destaques do mercado de dívida corporativa, no lançamento de debêntures e notas promissórias, ficou por conta da utilização dos Programas de Distribuição, recurso possibilitado pela Instrução CVM nº 400, de 29/12/2003. Mais conhecido como "Registro de Prateleira", permite que uma empresa efetue uma emissão, mas possa mantê-la arquivada na Autarquia, com registro prévio, pelo prazo máximo de dois anos, aguardando a melhor oportunidade para ir a mercado. Em

## Aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Privada - Participação por Ativo em %

Ativos	dez/94	dez/95	dez/96	dez/97	dez/98	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	nov/04
Ações	39,1	29,5	30,9	28,5	19,2	23,6	23,6	18,5	15,8	19,0	19,7
Imóveis	14,4	14,9	12,9	10,4	10,7	8,8	8,0	6,8	6,7	5,4	4,6
Depósitos a Prazo	11,5	14,6	9,6	7,6	9,7	4,6	3,2	3,1	2,3	1,2	1,0
Fundos de Investimento - RF	12,4	11,9	16,8	19,3	22,8	31,6	36,7	40,4	41,0	44,6	47,5
Fundos de Investimento - RV	ND	ND	2,6	10,7	10,2	12,2	11,4	10,5	11,9	10,0	8,9
Empréstimos a Participantes	1,9	1,9	2,2	1,9	1,9	1,6	1,8	1,8	1,9	1,8	2,0
Financiamento Imobiliário	4,6	5,8	5,1	4,5	4,4	3,4	2,9	2,5	2,0	1,6	1,3
Debêntures	1,9	5,2	4,8	3,9	3,6	2,5	2,0	2,1	2,2	1,7	1,4
Títulos Públicos	3,8	4,4	5,7	3,7	6,5	6,3	6,6	11,3	13,3	12,7	11,9
Outros	2,6	2,5	2,4	2,2	2,6	2,6	3,6	2,9	2,7	2,1	1,7
Operações com Patrocinadoras	7,8	9,4	6,9	7,4	8,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Total (em R\$ milhões)	46.488,00	57.461,00	71.672,00	86.861,00	90.757,00	115.124,00	130.077,00	154.578,00	168.498,00	216.180,00	246.179,00

Fonte: Abrapp. *Elaboração:* ANDIMA.

2004, foram arquivados na CVM oito programas, totalizando a intenção de captação de R\$ 10,65 bilhões. O montante anunciado criou expectativas ainda mais otimistas para 2005, aumentadas nos primeiros dias do ano pelo anúncio de um novo programa, com intenção de captação de R\$ 10 bilhões.

Ainda com relação aos pontos positivos, é importante citar dois outros indicadores relevantes no mercado de debêntures em 2004: o aumento do prazo médio dos papéis registrados no SND - Sistema Nacional de Debêntures, que alcançou cinco anos e oito meses até o vencimento final, ante cerca de quatro anos em 2002 e 2003; e a ampliação dos prazos - ou ausência de cláusulas - de repactuação. Também foi excluída de algumas

emissões de debêntures realizadas em 2004 a cláusula de resgate antecipado, que garante tal prerrogativa ao emissor. A retirada da cláusula - apontada por muitos participantes do setor como obstáculo a uma precificação justa dos ativos - é mais um indicador de progresso no mercado de dívida corporativa no Brasil.

No que se refere ao perfil das emissões registradas no SND em 2004, a maioria (71%) esteve atrelada à variação da Taxa DI - em 2003, o percentual foi de 89%. A participação das debêntures corrigidas pelo IGP-M cresceu de forma relevante, passando de 10% em 2003 para 24% em 2004. E apesar do aumento da taxa básica de juros ao longo do ano, a remuneração média das debêntures atreladas tanto ao DI

quanto ao IGP-M diminuiu no período, em comparação com a verificada em 2003.

Para o mercado de debêntures, contudo, as condições de política monetária restritiva observadas no final de 2004 e início de 2005 já podem comprometer o nível de captação de recursos esperado para o próximo ano. Também houve reflexo no comportamento das carteiras de ativos, tanto de investidores estrangeiros como dos fundos de pensão. De acordo com a CVM, a participação de ações e derivativos no portfólio dos investidores não-residentes aumentou, enquanto a dos investimentos em debêntures - que sempre foi reduzida - caiu para 0,24%, a menor da série registrada desde 1999. O mesmo aconteceu com as aplicações diretas das Entidades Fechadas de

**Investimentos Externos - Portfólio de Investidores Não-Residentes**

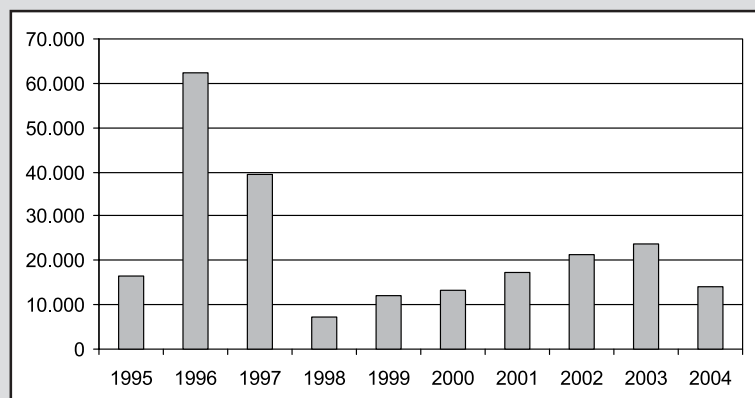
	Participação por Ativos					Valor Total (em US\$ Bi)
	Ações	Derivativos	Debêntures	Outros	Renda Fixa	
Dez/98	94,8	4,2	1,0	0,0	0,0	17,37
Dez/99	99,0	0,0	0,8	0,1	0,0	23,11
Dez/00	91,9	0,1	0,9	0,1	7,0	18,5
Dez/01	88,5	0,3	0,7	1,2	9,3	15,5
Dez/02	74,7	2,4	1,2	0,2	21,5	10,4
Dez/03	86,79	0,62	0,68	0,3	11,6	20,12
Dez/04	90,1	1,1	0,24	0,27	8,28	29,07

Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

Previdência Privada em debêntures, que recuaram para 1,4% do total. É interessante ressaltar que muitas aplicações dos fundos de pensão ocorrem via fundos de investimento, que possivelmente possuem debêntures em carteira.

Embora a quantidade de emissões primárias tenha aumentado em 2004, o volume negociado no mercado secundário no SND registrou queda de 40% em relação ao verificado em 2003, totalizando R\$ 14 bilhões. A retração justifica-se tanto pela opção dos participantes por manter as debêntures em carteira quanto pela redução do volume médio das emissões e a conseqüente menor pulverização dos papéis - fatores que limitam ainda mais um

**Volume Anual das Negociações no Mercado Secundário Registradas no SND (em R\$ milhões)**



Fonte: SND. Elaboração: ANDIMA.

mercado secundário já historicamente pouco líquido. Algumas medidas, entretanto, ganham força no mercado para reverter este quadro. Dentre elas, destaca-se o Projeto de Precificação de Debêntures, desenvolvido pela ANDIMA em parceria com 21 instituições. Em 2004, foram divulgados diariamente preços para 38 debêntures. Mas a amostra de papéis precificados tem crescido sistematicamente, incorporando as novas emissões, com o objetivo de proporcionar aos participantes do mercado uma referência cada vez mais qualificada e precisa.

Vívian M. de Figueiredo  
Analista Econômica