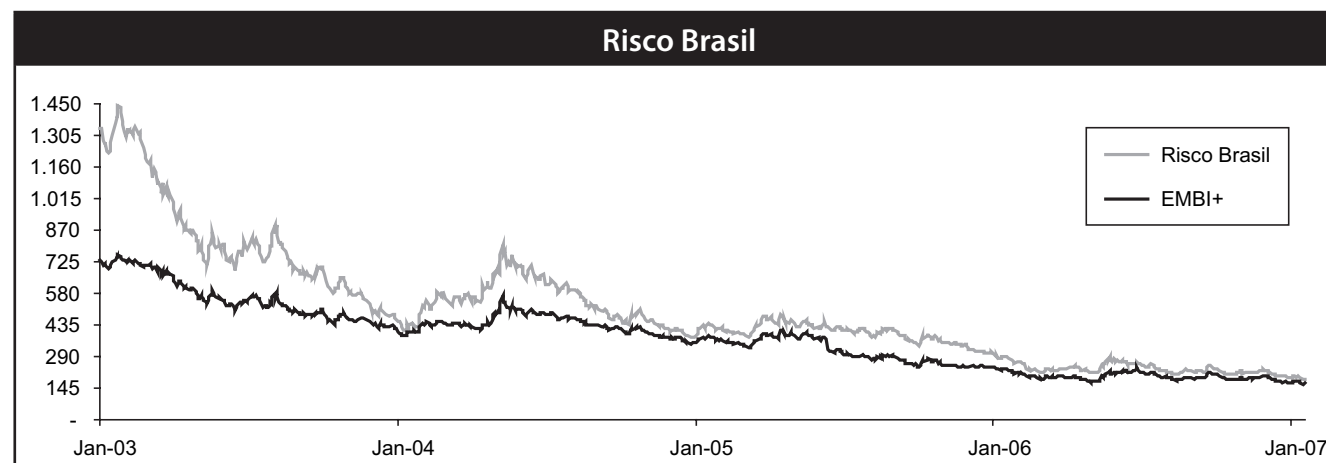


ANDIMA estabelece agenda para estimular mercado secundário

A melhora das condições macroeconômicas do país nos últimos anos, fruto da manutenção da disciplina fiscal e do sistema de metas para a inflação, associada a um contexto externo particularmente favorável, vem permitindo ao governo obter avanços importantes no gerenciamento da dívida pública. Esse movimento, que se reflete na redução do risco Brasil, tem levado analistas a estimar, inclusive, que o país alcance o chamado grau de investimento em 2008. O perfil do endividamento ficou mais favorável, o estoque de títulos aumentou e houve progressos significativos no âmbito do sistema financeiro, tais como a reestruturação do sistema de pagamentos, a adoção de regras prudenciais e de controle de riscos, o crescimento da indústria de fundos de investimento e da participação

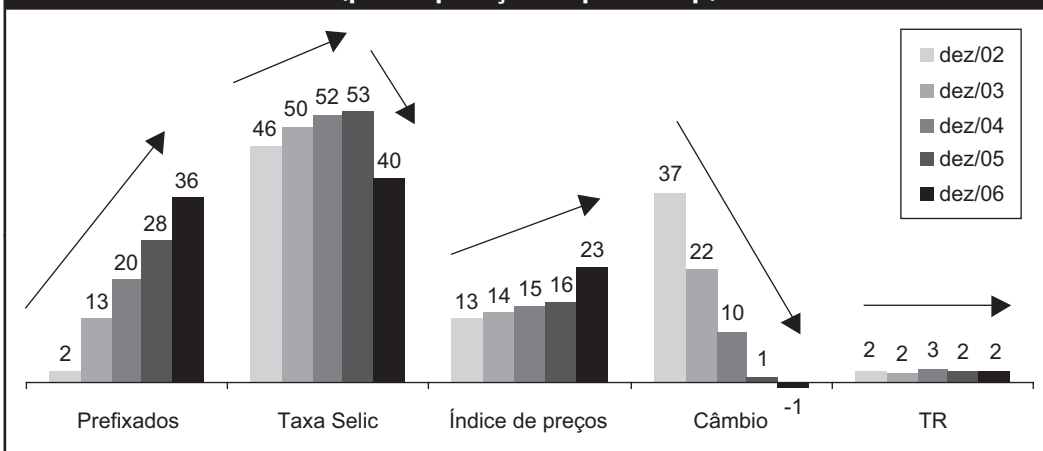
dos investidores institucionais, o ressurgimento do mercado de crédito e a consolidação de uma sofisticada estrutura de registro e liquidação de ativos. Apesar disso, tanto o volume de negócios no mercado secundário de títulos de renda fixa como a base de investidores neste segmento são ainda bastante restritos.

Trata-se de um fenômeno que atinge não só o Brasil, mas que está relacionado ao contexto da maioria dos países emergentes, onde a expansão dos mercados de dívida não foi acompanhada por igual crescimento da liquidez. Nesses países, diferentemente do que acontece nas economias cujos segmentos de renda fixa são líquidos - nas quais as



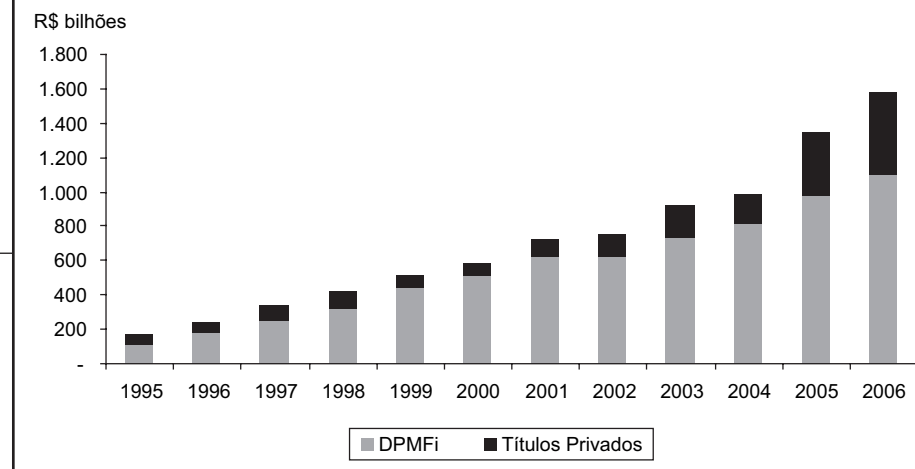
Fonte: Bloomberg. Elaboração: ANDIMA.

Composição da DPMFi por Tipo de Rentabilidade (%)
(por exposição - após swap)



Fonte: BC. Elaboração: ANDIMA.

DPMFi x Estoque de Títulos Privados



Fontes: BC, CETIP e SND. Elaboração: ANDIMA.

atenções estão voltadas para a ampliação do volume e da tempestividade de informações -, o debate se concentra na superação dos fatores macroeconômicos, estruturais e de microestrutura que explicam esse descompasso.

Atenta a essas questões, a ANDIMA elaborou, em 2006, o **Relatório Econômico Mercado de Balcão de Renda Fixa: Uma Agenda de Debates**, lançado durante o 1º Seminário Internacional sobre Renda Fixa em Mercado de Balcão, promovido pela Associação em setembro. Tanto no Relatório quanto no Seminário, foram analisados

vários aspectos relacionados à transparência e liquidez das operações no mercado de balcão no Brasil, utilizando como pano de fundo a

experiência internacional, bem como discutidas diversas iniciativas, reunidas em uma agenda de propostas.

Distribuição da Negociação dos Títulos Públicos Federais por Operação - R\$ bilhões

Ano	Volume Negociado								Total Geral	DPMFi
	Definitivas						Compromissadas			
	Extragruppo		Demais		Total		Total			
	R\$ bilhões	Volume/DPMFi	R\$ bilhões	Volume/DPMFi	R\$ bilhões	Volume/DPMFi	R\$ bilhões	Volume/DPMFi		
2003	1.037	1,42	1.233	1,69	2.270	3,10	31.335	42,84	33.605	731
2004	2.040	2,52	1.105	1,36	3.145	3,88	35.648	44,00	38.794	810
2005	1.984	2,02	1.496	1,53	3.480	3,55	36.545	37,30	40.025	980
2006	1.587	1,45	1.568	1,43	3.155	2,89	45.432	41,55	48.588	1.093

Fonte: BC. Elaboração: ANDIMA.

Considerando-se a realização de operações em tempo real e em escala internacional, e a conexão entre os diferentes mercados, a recente ênfase de organismos internacionais na transparência estende-se também à tempestividade e à consolidação de informações

Características do mercado de renda fixa

De maneira distinta do que ocorre no mercado de ações, no qual o preço é redefinido a todo momento em função dos eventos que afetam os emissores e os ambientes de negociação, o preço dos títulos de renda fixa depende da rentabilidade implícita no papel, podendo também ser influenciado por fatores como risco de mercado e de emissor. Além disso, como as ofertas de compra e venda não se distribuem uniformemente ao longo de sua vida útil, esses papéis registram momentos de maior negociação, como a emissão, o pagamento de eventos e a mudança da remuneração contratada ou dos ativos referenciais. Fora desses períodos, geralmente os negócios são em número reduzido, descontinuados no tempo, inexistentes por longos intervalos ou concentrados em poucos participantes especialistas.

Outra diferença com relação ao mercado acionário é o fato de que, no segmento de renda fixa, um mesmo emissor pode efetuar diversas emissões, com prazos e condições distintos, gerando, muitas vezes, um volume financeiro elevado e um quadro de liquidez concentrada. Trata-se, também, de um mercado tradicionalmente de especialistas - instituições financeiras e investidores institucionais - e, portanto, pouco pulverizado. Assim, com liquidez e negociações concentradas e com volume elevado, sua precificação torna-se, muitas vezes, de difícil compreensão pelo investidor de varejo. Por essas características, observadas também nos mercados americano e europeu, as operações nesse segmento são realizadas majoritariamente em balcão, fora de Bolsa, com os participantes negociando diretamente entre si, por meio de telefone ou sistemas eletrônicos.

Transparência, liquidez e sistemas eletrônicos

A transparência de um mercado está relacionada à maior ou menor quantidade de informações disponíveis sobre as propostas efetuadas e os negócios cursados – notadamente sobre preços –, bem como às condições de acesso e à disseminação dessas informações. Especificamente quanto aos preços, “transparência refere-se à habilidade de participantes do mercado terem acesso a informações sobre transações efetuadas (*post trade transparency*), cotações de preços (*pre trade transparency*) e a preços indicativos que auxiliem o processo de formação de preços”¹. Considerando-se a realização de operações em tempo real e em escala internacional, e a conexão entre os

1- TBMA - The Bond Market Association eCommerce in the Fixed-Income Markets, December 2005, pg. 2. Preços indicativos são estimativas de preços para negócio com determinado título, mas não preços firmes, cotados ou efetivos.

diferentes mercados, a recente ênfase de organismos internacionais na transparência estende-se também à tempestividade e à consolidação de informações. As tendências e iniciativas neste sentido têm sido analisadas pelos organismos internacionais e reguladores com especial foco no mercado de balcão.

Dentre os processos que vêm contribuindo para ampliar a transparência nesse segmento, destacam-se os sistemas eletrônicos de registro ou negociação, capacitados a consolidar e divulgar com agilidade as características de negócios potenciais ou efetivos. Em mercados mais líquidos e homogêneos, a introdução de plataformas (sistemas de negociação) eletrônicas foi uma consequência natural da crescente utilização de sistemas de apoio aos negócios - telas de cotação *online*, agências de informações e sistemas de voz. A partir do processo de globalização dos mercados, as medidas voltadas para a adoção

do STP - *Straight Through Processing*² ganharam força, devido à redução de custos e riscos operacionais. A possibilidade de estendê-las à etapa de negociação propiciou uma bem-sucedida migração para as plataformas eletrônicas. A predominância ou a elevada utilização de sistemas de negociação eletrônicos em alguns segmentos tem efeitos sobre a transparência, na medida em que facilita a geração e disseminação de informações.

Em segmentos com ativos e operações mais heterogêneos, e nos quais a liquidez apresenta as atipicidades citadas, os sistemas eletrônicos, mesmo quando presentes, em geral não constituem a forma predominante de negociação, nem apresen-

tam grande diversidade ou elevada especialização. Nesses casos, a introdução de métodos eletrônicos de transmissão de cotação ou execução de negócios ocorreu de forma a possibilitar a disseminação *online* de informações ou o registro de ofertas para os participantes do mercado, permanecendo intensa a atuação de intermediários e especialistas para a efetivação das operações.

Assim, as características típicas de segmentos de renda fixa podem levar a situações em que a ampliação da transparência esteja relacionada à consolidação e tempestividade das informações, sem necessariamente exigir alterações em seu *modus operandi*. Em tais situações, as iniciativas observadas na experiência

2- Conforme definições utilizadas pelo BIS - Bank for International Settlement, o STP - *Straight Through Processing* consiste "na captura dos dados de uma operação diretamente da área ou sistema em que foi negociada seguida de um processo totalmente automático de envio de instruções de confirmação e liquidação, sem que sejam necessários relançamentos ou alterações nos códigos ou formatos utilizados". No caso de sistemas que envolvem a liquidação de ativos, também refere-se à "realização integral dos processos de pré-liquidação e de liquidação a partir de dados sobre a negociação lançados, manualmente, uma única vez em um sistema".

A redução da taxa de juros vem permitindo uma série de avanços, como o aumento da demanda pelos ativos de renda fixa, a diversificação da indústria de fundos e a consolidação da curva de juros, cujo principal efeito é o estabelecimento de novas alternativas de *benchmark*

internacional foram no sentido da adoção - inclusive compulsória - do registro das operações em sistemas centralizados, com capacidade de disseminação das informações em tempo real para um conjunto amplo de (potenciais) participantes.

Mas cabe ressaltar que a ampliação da transparência passa não apenas pela disponibilização consolidada e tempestiva de informações, mas também pela superação de fatores que, ao limitar a liquidez, impedem a correta apropriação dessas mudanças. A liquidez é importante para os mercados porque permite a seus participantes ajustar portfólios aos menores custos possíveis – de acordo com o conceito internacional, a liquidez de determinado mercado está relacionada à capacidade de se executarem transações de forma barata e rápida, sem afetar preços. Caso isso não seja viável, a tendência é a de que os investidores cobrem um prêmio para compensar a

iliquidez, aumentando persistentemente os custos de captação dos emissores do segmento.

Propostas e avanços em 2006

As recentes discussões promovidas pela ANDIMA têm o objetivo de analisar a transparência e a liquidez no mercado brasileiro, permitindo a identificação de uma agenda de propostas capazes de auxiliar o processo de crescimento do mercado de títulos doméstico – supondo-se o aprofundamento dos avanços obtidos no campo macroeconômico, com a manutenção de cenários positivos para as áreas monetária, fiscal e externa. De forma geral, as questões podem ser divididas em três grandes grupos: macroeconômicas, institucionais e de microestrutura.

No primeiro grupo, a redução da taxa de juros, iniciada no final de 2005, vem permitindo uma série de avanços, como o aumento da demanda pelos

ativos de renda fixa, a diversificação da indústria de fundos e a consolidação da curva de juros. O principal efeito dessa diversificação de ativos é o estabelecimento de novas alternativas de *benchmark* compatíveis com as novas condições de composição e demanda do segmento.

Esse processo também tem viabilizado a mudança do perfil da dívida mobiliária em mercado, com o aumento da liquidez das LTN/NTN-F e NTN-B, que vem contribuindo para aumentar a *duration* dos títulos. Em 2006, a maior participação de papéis prefixados favoreceu a liquidez no mercado secundário, uma vez que os investidores buscam negociá-los para maximizar os ganhos com a variação no preço, ao contrário do que ocorre com os ativos indexados à SELIC, cujos detentores tendem a levá-los a vencimento. Cabe observar que essa mudança no perfil da dívida pode ter efeitos potenciais sobre o mer-

cado secundário de títulos privados de renda fixa, como as debêntures, ao propiciar a criação de uma curva de juros de risco zero, que serve de referencial para a emissão de papéis prefixados.

Já as questões institucionais podem ser divididas entre tributárias e de regulamentação. No primeiro caso, a agenda é formada pela correção das distorções criadas pela incidência do Imposto de Renda sobre os rendimentos periódicos e sobre o prazo dos investimentos, bem como a definição da base de cálculo para tal incidência; a extinção do IOF de curto prazo e da CPMF; e a isenção do IR de não-residentes para títulos privados. Com relação a este último aspecto, cabe destacar que a redução a zero da alíquota do imposto incidente sobre rendimentos de títulos públicos federais auferidos por investidores não-residentes no país, ocorrida em fevereiro, além de ampliar a base de investidores externos, contribuiu

para melhorar o perfil da dívida - seja no que se refere a prazo ou tipo de indexador -, uma vez que tais agentes são fortes demandantes de títulos de prazo mais longo e rentabilidade prefixada.

No que diz respeito à regulamentação, as propostas contemplam, entre outros pontos, a harmonização de conceitos pertinentes ao mercado de balcão e aos sistemas eletrônicos pelos diferentes órgãos reguladores, evitando, desta forma, riscos legais que possam diminuir a atratividade do segmento. Embora estabeleçam distinção para a tributação nos segmentos de renda fixa e variável, as normas da Receita Federal admitem tratamento diferenciado conforme as operações sejam realizadas em Bolsa ou entidades assemelhadas. Outros exemplos de conceitos que merecem ser atualizados na regulamentação vigente referem-se às funções de depositário e custodiante, além de normas complementares para empréstimo e troca de títulos.

Com relação à microestrutura, que representa o terceiro grupo de questões, a principal sugestão é o fortalecimento da atuação do Banco Central no mercado primário por meio de *go-arounds* destinados a nivelar a liquidez de forma mais permanente, com a realização de operações definitivas. No mercado secundário, uma das iniciativas capazes de incentivar a liquidez é o estímulo às operações de empréstimo e *short selling*, considerados seus efeitos positivos sobre o volume de transações e a precificação dos ativos. Tal modalidade praticamente inexistente no mercado brasileiro, embora esteja prevista na regulamentação de operações compromissadas – a partir de operações com livre movimentação – e possa ser realizada no âmbito da câmara que atue como contraparte central ou no SELIC, no caso de títulos federais. A edição de regulamentação complementar poderia auxiliar o desenvolvimento desse mercado, principalmente no que

A ampliação da base de investidores demandará um aumento da participação dos investidores institucionais no mercado secundário, inclusive por meio de sistemas eletrônicos e do trabalho de educação do investidor

se refere à contabilização e tributação das operações, juntamente com a realização, pelo BC, de operações conjugadas com prazo superior a um dia.

Quanto a esse aspecto, cabe mencionar uma importante medida de estímulo adotada em julho pelo Banco Central: a inclusão das NTN-B - títulos cujo valor nominal é atualizado pelo IPCA - nas operações compromissadas longas com livre movimentação, efetuadas com as instituições *dealers*. O BC também incluiu esses papéis entre os títulos passíveis de serem objeto de operações conjugadas, constituindo um ambiente, ainda que incipiente, importante para o estímulo à realização de operações a descoberto (*short*) pelo mercado.

Outra questão relacionada à microestrutura diz respeito à transparência. Neste caso, sugerem-se a disseminação e a consolidação de preços efetivos, a maior disponibilização de informações pré-nego-

ciação e a ampliação do uso dos sistemas de cotação ou negociação. Vale mencionar, a esse respeito, o projeto de disseminação e monitoramento de preços da ANDIMA, cujo objetivo é aumentar a transparência e a liquidez dos mercados de títulos públicos e privados, consolidando, em um mesmo ambiente, informações sobre preços intradia. Em 2006, a Associação iniciou a primeira etapa do projeto, coletando e divulgando dados sobre intenções de negócios na parte da manhã.

No âmbito das ações voltadas para a ampliação da transparência e da liquidez do mercado de títulos públicos, algumas necessidades têm-se tornado explícitas, entre as quais a de se viabilizar a coexistência dos diversos agentes financeiros em um mesmo ambiente de negociação, seja de balcão ou Bolsa. Neste sentido, é importante ressaltar o papel fundamental desempenhado pelos intermediários

financeiros para a capilaridade do sistema, dada sua *expertise* na captação de clientes finais e ou contrapartes. Atento a esta realidade, o mercado vem discutindo a melhor forma de inserir as instituições não-bancárias no ambiente SELIC e nas plataformas eletrônicas de negociação, inclusive a partir da definição de uma corretagem referência para a remuneração do serviço de intermediação.

Ainda no que toca à microestrutura, a ampliação da base de investidores demandará um aumento da participação dos investidores institucionais no mercado secundário, inclusive por meio de sistemas eletrônicos. Dependerá, também, do trabalho de educação do investidor, que inclui uma maior disseminação de informações técnicas e aplicação de treinamento continuado, com o objetivo de expandir o conhecimento disponível sobre as características e as operações envolvendo ativos de renda fixa.

Com relação a esse último aspecto, cabe mencionar os esforços que vêm sendo feitos no sentido de se fortalecerem os ambientes de registro e negociação, em particular no que se refere à transparência, como forma de estimular as operações dos investidores institucionais no mercado secundário – especialmente a partir das exigências da Resolução CGPC nº 21 –, bem como o aumento da utilização do Tesouro Direto, importante instrumento para a pulverização da base de investidores, pelo menos no que se refere à familiarização das pessoas físicas com este mercado. O número de investidores cadastrados para operar nessa modalidade já ultrapassa 73 mil, tendo crescido 42% em 2006, em comparação com 2005. O estoque de títulos em poder desses agentes, até dezembro, era de R\$ 1,1 bilhão, sendo 40,4% de prefixados, 32,4% indexados à inflação e 27,2% atrelados à Taxa SELIC.

Títulos privados

Boa parte da agenda voltada para a transparência e liquidez do mercado de títulos públicos também é compartilhada pelo mercado de títulos privados de renda fixa, particularmente no que diz respeito à redução das taxas de juros, melhoria do perfil da dívida pública (utilizada como *benchmark* para esse segmento), tributação, disseminação de preços e utilização de sistemas eletrônicos.

No âmbito de uma pesquisa encomendada pelo BID - Banco Interamericano de Desenvolvimento ao Coppead/UFRJ em 2006 para ampliar o conhecimento sobre os principais veículos de financiamento não-bancários na região - e que contou com apoio da ANDIMA -, os investidores e emissores consultados mencionaram os seguintes obstáculos ao desenvolvimento do mercado de debêntures: reduzida liquidez no secundário, capitalização de

mercado limitada e ausência de uma curva completa de estrutura a termo da taxa de juros.

O estudo também identificou um elevado potencial de demanda dos investidores por títulos privados, incluindo ativos securitizados, que poderiam ser emitidos, inclusive, por empresas de menor porte, que geralmente recorrem ao empréstimo bancário como alternativa de financiamento. Para que isso ocorra, no entanto, a pesquisa aponta para a necessidade de adoção de medidas direcionadas à redução de custos e da complexidade do processo de emissão. São recomendadas, ainda, ações educativas dirigidas a alguns agentes, tais como reguladores e Poder Judiciário, de forma a reduzir o viés anticredor existente no país, bem como aos investidores em geral, com o objetivo de aprofundar sua educação financeira.

A pesquisa apurou, ainda, que muitos analistas entendem que o mercado de títulos públicos exerce

As próximas etapas do projeto de disseminação e monitoramento de preços da ANDIMA prevêem, para 2007, a coleta e divulgação de preços na parte da tarde; dos negócios registrados no SELIC; e das ofertas e negócios realizados no Sisbex e no CetipNET, além da construção de um intervalo indicativo de preços

sobre as debêntures o chamado efeito *crowding out*, em função do atual estoque da dívida pública e, principalmente, da remuneração oferecida por esses títulos, *vis-à-vis* o respectivo grau de risco. Admitem, porém, que aquele mercado constitui-se no único meio capaz de prover uma curva de estrutura a termo de longo prazo em futuro próximo. Com a queda das taxas de juros, é esperado um aumento da demanda por títulos privados, que deverá desonerar o financiamento das empresas brasileiras. Neste cenário, e contando com a redução dos custos de emissão, poderia haver uma expansão das emissões de debêntures conversíveis por empresas de grau de risco mais elevado, que encontrariam espaço na atual fase de crescimento do mercado acionário.

Ainda no que se refere ao mercado de debêntures, cabe destacar que, apesar da evolução expressiva evidenciada pelos registros efetuados no SND - Sistema Nacional de Debêntures, o aumento do estoque não se

reflete nas negociações do mercado secundário (veja **Expansão do mercado de capitais se consolida em 2006**, sobre valores mobiliários, na página 35).

Agenda para 2007

Com o objetivo de dar encaminhamento às propostas discutidas no Relatório Econômico e no Seminário sobre o mercado de balcão, a ANDIMA e a Abrapp formaram um grupo composto por representantes do mercado e de órgãos do governo, entre os quais Banco Central, Tesouro Nacional, Comissão de Valores Mobiliários e Secretaria de Previdência Complementar, para analisar as sugestões, visando a estimular o mercado secundário de títulos de renda fixa. Dentre as metas para a fase inicial do trabalho, o grupo destacou a ampliação da base de investidores e a criação de um ambiente de negociação capaz de assegurar a volta dos fundos de pensão ao mercado

secundário da dívida pública mobiliária. Foram definidas como prioritárias duas frentes de atuação: uma, voltada para identificar mecanismos que promovam o aumento da transparência das informações de negócio, especialmente no que se refere à difusão de preços; e outra focada na eliminação dos entraves tributários que dificultam a presença, nesse mercado, de detentores finais, pessoas físicas e jurídicas não-financeiras.

No primeiro caso, vale mencionar que as próximas etapas do projeto de disseminação e monitoramento de preços da ANDIMA prevêem, para 2007, a coleta e divulgação de preços na parte da tarde; dos negócios registrados no SELIC; e das ofertas e negócios realizados no Sisbex e no CetipNET, além da construção de um intervalo indicativo de preços, formando o chamado “túnel” de negócios. O projeto contempla, ainda, a disseminação de preços para títulos privados, entre outras informações.

Já a segunda frente de atuação compreende questões relativas ao Imposto de Renda referente a rendimentos periódicos e ao IOF de curto prazo incidentes sobre títulos e valores mobiliários de renda fixa, incluindo o reforço, junto às autoridades, de pleitos anteriormente enviados para alteração da base de cálculo do IR e extinção do IOF. Também estão sendo analisadas questões relativas à transparência e a regras de negócio, com destaque para as operações *short* e o desenvolvimento de uma estrutura de mercado para o empréstimo de títulos públicos no Brasil.

Cabe mencionar, por fim, as recomendações da IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores) no sentido de que os órgãos reguladores adotem agendas concretas visando a assegurar a proteção ao investidor e aprofundar os controles das movimentações nos mercados de capitais, objetivando especialmente a prevenção e o combate à lavagem de

dinheiro, ao financiamento de atividades terroristas e à evasão fiscal. Além disso, muitos emissores de títulos e valores mobiliários também citam a identificação do investidor e a total transparência no que diz respeito aos detentores dos ativos de sua emissão como uma questão de crescente importância para a aplicação de melhores práticas de governança corporativa.

A relevância do processo de identificação e verificação de clientes tem levado os membros brasileiros do Comitê de Entidades Auto-Reguladoras (SROCC) da IOSCO (ANDIMA, Anbid, BM&F e Bovespa) a adotar, basicamente, dois sistemas de custódia de ativos: os transparentes, nos quais é possível identificar o beneficiário final de uma transação; e os mistos, onde tal identificação nem sempre é possível. Cabe registrar, porém, que mesmo os sistemas mistos já estão desenvolvendo projetos para migrar para sistemas transparentes.

A experiência brasileira demonstra que a plena e efetiva identificação do beneficiário final garante o reconhecimento da propriedade de ativos e o exercício de direitos atinentes a eles, com maior rapidez, contribuindo para a certeza e segurança jurídica das transações de investimento.

AANDIMA, na qualidade de entidade auto-reguladora do mercado de renda fixa no Brasil, acredita que o cumprimento dessa agenda e uma atuação voltada para remover os obstáculos à ampliação da transparência e da liquidez no secundário são fundamentais para fortalecer o mercado de títulos públicos e privados, ampliando, desta forma, os canais de financiamento para o desenvolvimento econômico do país.

Paulo Eduardo de Souza Sampaio
Superintendente Geral