

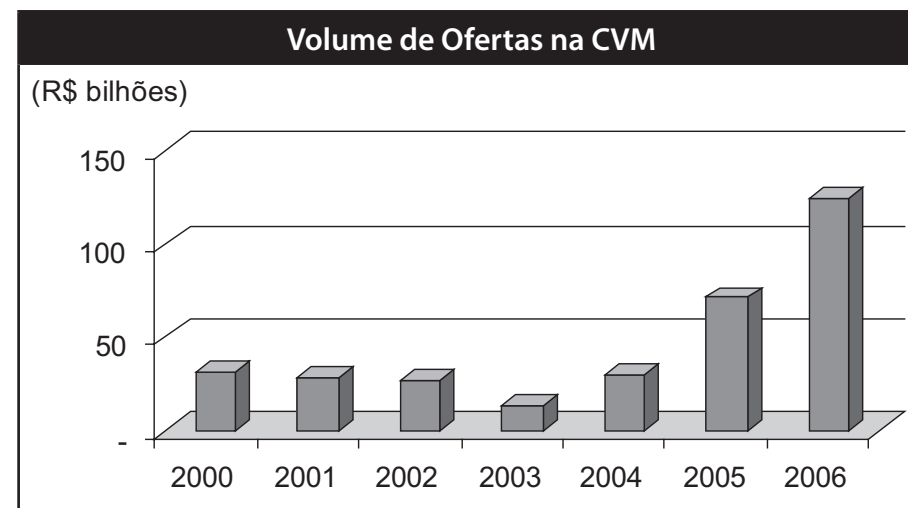
Expansão do mercado de capitais se consolida em 2006

O volume de ativos registrados na CVM - Comissão de Valores Mobiliários em 2006 superou as expectativas mais otimistas do mercado, alcançando o recorde histórico de R\$ 125 bilhões em ofertas primárias e secundárias - um aumento de 75% na comparação com o ano anterior. Trata-se de uma marca excepcional para o mercado de capitais, que vem se consolidando como importante indutor de investimentos para as empresas nacionais.

A despeito do risco de instabilidade política, típico de anos eleitorais, o excelente resultado das captações, principalmente via cotas de FIDC - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, ações e debêntures, demonstrou a percepção dos emissores quanto à melhoria do ambiente macroeconômico.

A expansão do mercado de valores mobiliários deveu-se, entre outros motivos, à continuidade do processo de flexibilização monetária, que reduz custos para os que buscam financiamentos produtivos de longo prazo e, ao mesmo tempo, contribui para o crescimento da demanda por papéis com retornos mais atrativos, diminuindo o efeito de *crowding out* dos títulos públicos - um dos principais fatores restritivos ao desenvolvimento do mercado de títulos privados no Brasil¹.

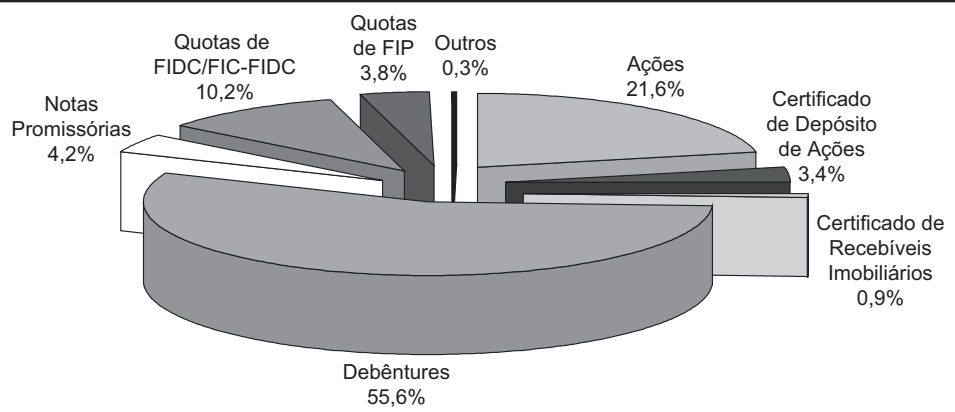
No que diz respeito especificamente aos FIDC, cabe destacar que o segmento alcançou crescimento



Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

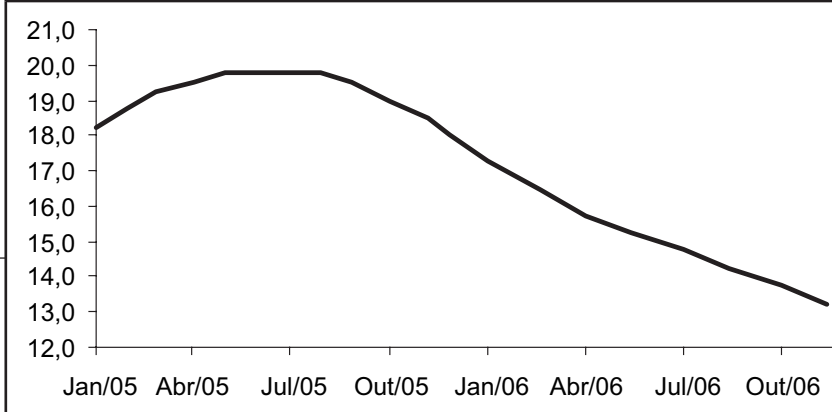
1- Em recente estudo denominado **The Development of the Brazilian Bond Market**, encomendado pelo BID - Banco Interamericano de Desenvolvimento e apoiado pela ANDIMA, o Coppead investigou, por meio de um questionário qualitativo aplicado a emissores e investidores, o quanto as elevadas taxas de juros dos títulos públicos federais inibem o crescimento do mercado de dívida corporativa no Brasil. Outros fatores críticos citados foram a reduzida liquidez do mercado secundário, os volumes pouco expressivos de emissões e dificuldades de recuperação financeira em caso de inadimplência e na precificação desses títulos. O texto **ANDIMA estabelece agenda para estimular mercado secundário**, na página 42, oferece uma leitura complementar sobre o estudo.

Participação Percentual dos Valores Mobiliários em 2006



* Ofertas primárias e secundárias. Outros: bônus de subscrição, certificado audiovisual, quotas de FMIEE, quotas de funcine e quotas de fundo imobiliário. Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

Meta da Taxa SELIC (% a.a.)



Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

de 49%, com 63 registros de 20 administradores distintos, captando um total de R\$ 12,8 bilhões. Os montantes captados continuam a se expandir de forma vertiginosa (veja gráfico), o que aponta para a manutenção desse bom desempenho nos próximos anos.

As notas promissórias e cotas de FIP - Fundos de Investimento em Participação também apresentaram aumento em seus volumes, terminando o ano com R\$ 5,3 bilhões e R\$ 4,8 bilhões, respectivamente. A maior taxa de crescimento, no entanto, pertenceu às cotas de FII - Fundos de Investimento Imobiliário: 292% no ano, embora o montante fi-

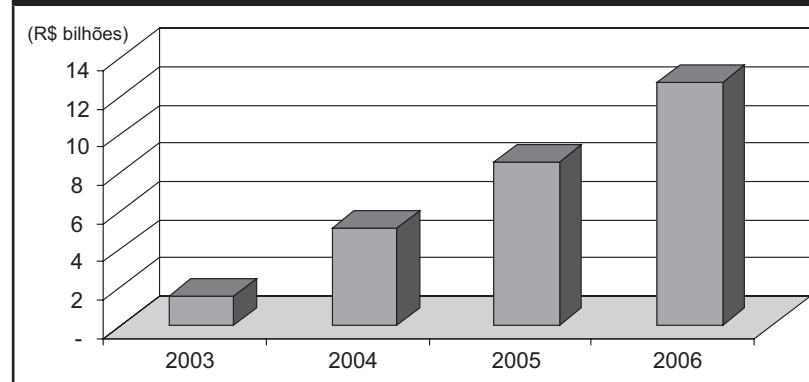
nanceiro, de R\$ 138,4 milhões, ainda seja reduzido. Já os CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários caíram 49% ante 2005, com volume de R\$ 1,1 bilhão.

O mercado acionário contabilizou a entrada de 15 novas empresas, por meio de IPOs², atingindo o total de R\$ 27 bilhões em ofertas, sendo 53% primárias e 47% secundárias. As empresas listadas na Bolsa de Valores tiveram boa valorização de

2 - Initial Public Offerings.

mercado (o Ibovespa fechou o ano acima dos 44 mil pontos), registrando variação de 33% no período.

Ofertas de FIDC na CVM



Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

Em 2006 foram computados R\$ 73,5 bilhões, montante que levou o SND - Sistema Nacional de Debêntures a superar a marca de R\$ 155 bilhões em estoque, atingindo crescimento anual de 83%

Mercado de debêntures

Foram as debêntures, entretanto, os valores mobiliários mais ofertados em 2006, registrando novo recorde de R\$ 73,5 bilhões e surpreendendo os analistas, assim como no ano anterior, quando haviam sido computados R\$ 43,5 bilhões. Esse montante levou o SND - Sistema Nacional de Debêntures a superar a marca de R\$ 155 bilhões em estoque, atingindo crescimento anual de 83%.

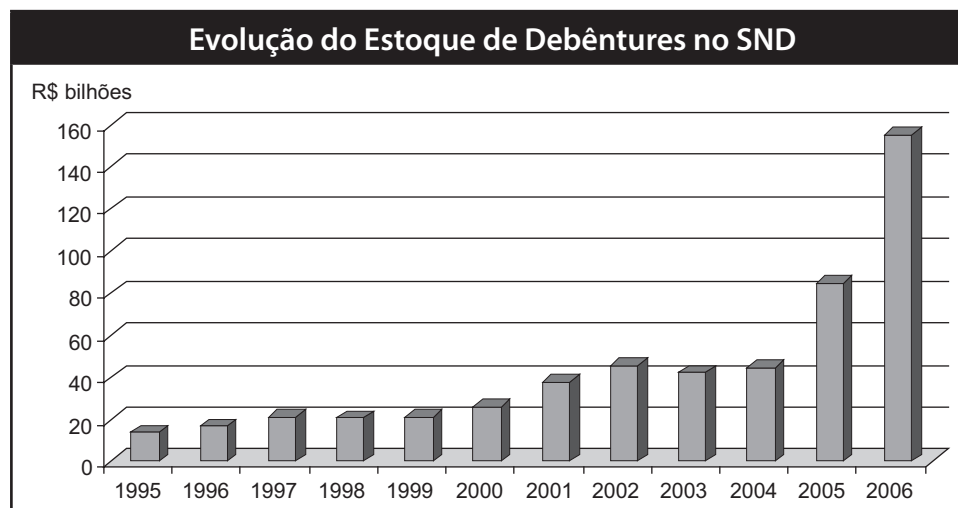
Com relação à remuneração dos papéis registrados no Sistema, os corrigidos pelo DI continuaram a ser os mais emitidos, com participação de 95%, ante apenas 3% e 2% dos atrelados ao dólar e a índices de preços,

respectivamente. É o reflexo da expressiva participação das empresas de *leasing* - 68% do volume registrado no ano -, que têm essa particularidade.

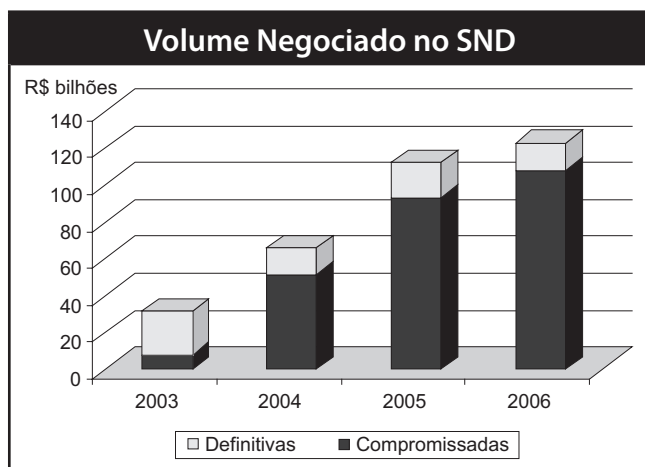
Outros segmentos que também captaram recursos via debêntures em 2006 foram os de Energia Elétrica e Mineração, ambos com participação de

8%; Telecomunicações, com 5%; e Bebidas e Transportes, com 3% e 2%, respectivamente. O montante total desses setores (excluindo *leasing*) chegou a R\$ 22,6 bilhões, correspondentes a 34 empresas, ante R\$ 14,4 bilhões, de 29 empresas, em 2005.

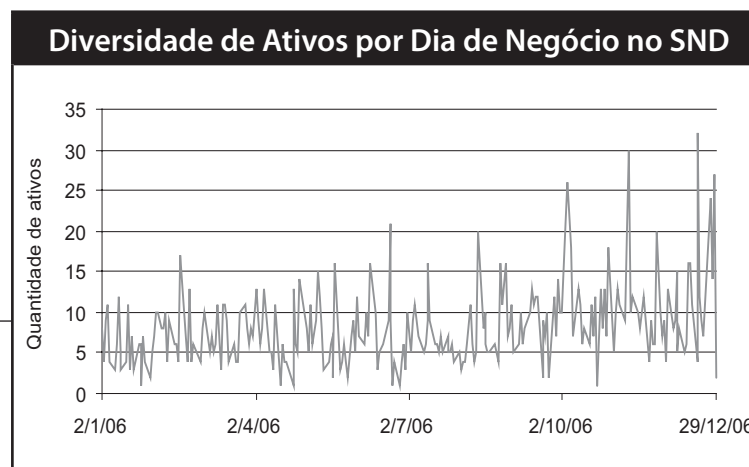
A maior parte dos recursos obtidos pelas empresas destinou-se a investimentos e compra de bens, e aquisição de participação societária (34% e 32%, respectivamente), diferentemente de 2005, quando predominou a utilização como capital de giro. É importante notar, entretanto, que este aparente redirecionamento das captações deveu-se, sobretudo, à mudança no padrão de classificação das empresas de *leasing*, que até 2005 informavam à CVM que os recursos seriam majoritariamente direcionados para reforço do capital de giro.



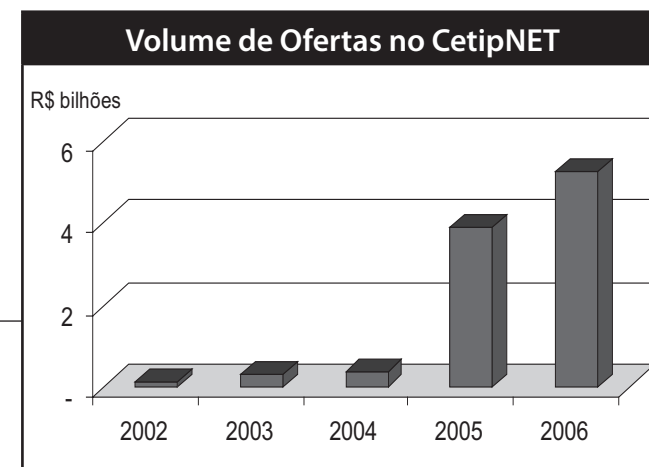
Fonte: SND. Elaboração: ANDIMA.



Fonte: SND. Elaboração: ANDIMA.



Fonte: SND. Elaboração: ANDIMA.



Fonte: CETIP. Elaboração: ANDIMA.

Liquidez e transparência

Já no mercado secundário, embora as negociações definitivas tenham apresentado queda - cerca de 25% em relação a 2005 -, as operações compromissadas vêm registrando aumentos significativos (16% no ano), o que indica que as debêntures têm sido utilizadas pelas instituições financeiras como lastro para captação junto a clientes. Considerando-se as duas modalidades de operações, as negociações no SND cresceram 9,4% em 2006, com volume financeiro de R\$ 122,7 bilhões. Houve também maior

diversidade de ativos nas negociações definitivas, principalmente nos últimos meses do ano.

A Plataforma de Negociação Eletrônica CetipNET fechou o ano contabilizando R\$ 5,3 bilhões em ofertas de compra e venda.

Com o intuito de contribuir para a ampliação da liquidez no mercado de debêntures, o BNDES, por meio de sua empresa de participações, a BNDESPar, direcionou uma parcela de sua emissão de debêntures ao investidor de varejo. Esse pioneirismo pode incentivar outras emissões que sejam pulverizadas, atraindo novos participantes com perfis diferentes dos investidores institucionais. Duas outras inovações

desta emissão - que seguiu boa parte das recomendações previstas na escritura simplificada - merecem destaque: a remuneração dos papéis indexados ao IPCA e a adoção da figura do *market maker*.

Ainda no sentido de aumentar a transparência das negociações no mercado secundário, a ANDIMA desenvolveu o Sistema de Difusão de Taxas, que, por enquanto, só contempla informações para títulos públicos, mas que deve se estender aos ativos privados em 2007³.

3 - Para obter mais informações sobre as propostas da ANDIMA para o segmento, consultar também o texto **ANDIMA estabelece agenda para estimular mercado secundário**, na página 42.

Avanços na regulamentação

Além dos recordes nos números de valores mobiliários, houve importantes avanços no âmbito da regulamentação do mercado de capitais em 2006, tendo sempre como objetivo o alinhamento às práticas internacionais e a proteção ao investidor de varejo, com a criação de mecanismos que viabilizem o aumento de sua participação. Algumas normas também visaram a aprimorar os instrumentos existentes e tornar as ofertas de valores mobiliários domésticos mais ágeis, de forma a proporcionar aos emissores um melhor aproveitamento das oportunidades de mercado.

Entre os normativos mais relevantes, dada sua influência especialmente sobre as emissões de títulos privados de renda fixa, figuram a Instrução nº 429 da CVM, que ampliou o recurso do registro

automático de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, e as instruções da Autarquia que buscaram padronizar e aprimorar os produtos de securitização, como os CRI e os FIDC.

A Instrução nº 429 liberou o registro automático para a distribuição de ofertas públicas de alguns valores mobiliários, nas seguintes circunstâncias:

- Debêntures simples, sem cláusula de permuta, que façam parte de Programa de Distribuição previamente arquivado na CVM;
- Notas promissórias comerciais com valor unitário mínimo de R\$ 500 mil, desde que sejam divulgadas informações resumidas sobre a oferta;
- Ofertas públicas de debêntures simples que estejam fora do âmbito de Programa; CRI; e cotas de FII e de FIEE - Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, desde que adquiridas por não mais do que 20 investidores, e que não haja entre

os subscritores nenhuma entidade de investimento coletivo - fundo de investimento ou entidade fechada de previdência complementar.

O principal benefício da instrução é o de permitir a significativa redução do prazo de análise das ofertas. Atendidos os pré-requisitos estabelecidos, o registro é dado apenas cinco dias após o protocolo do pedido na CVM, com a publicação do Anúncio de Início de Distribuição e divulgação do Prospecto Definitivo. Nos casos de registro automático, porém, as negociações dos valores mobiliários no mercado secundário ficam limitadas. Os títulos somente poderão ser negociados antes de completados 18 meses de sua distribuição se a negociação ocorrer entre seus titulares ou se forem integralmente alienados a um único investidor que preencha o requisito de não ser entidade de investimento coletivo.

Sugestões encaminhadas pela ANDIMA à CVM contemplaram uma maior participação de títulos de crédito privados com avaliação de baixo risco, assim como a previsão de criação de fundos compostos por títulos privados com níveis de risco mais elevados

Outra novidade foi a edição pela CVM, em novembro, de instrução sobre o empréstimo de valores mobiliários, visando a adaptar suas normas à Resolução nº 3.278 do CMN, editada em abril de 2005. A Resolução previa que os empréstimos pasassem a abranger valores mobiliários de renda fixa custodiados nas entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia, além das ações, que já eram objeto de empréstimos. A medida tem como objetivo aumentar a liquidez do mercado secundário de valores mobiliários de renda fixa.

Além disso, a CVM divulgou no final de 2006 instruções que implementaram mudanças nas regras de securitização de recebíveis, com o objetivo de uniformizar as exigências relativas ao segmento - basicamente para CRI e FIDC - e criar regras específicas para um novo produto: o FIDC Não-Padronizado. As principais modificações foram

a ampliação para 20% do limite de concentração por devedor dos créditos imobiliários ou direitos creditórios que lastreiam os CRI ou FIDC e a obrigatoriedade de publicação de prospecto com regras de formato e conteúdo detalhadas. As instruções também estabeleceram a necessidade de intermediação por uma instituição do sistema de distribuição, independentemente do valor do certificado ou das cotas do fundo – regra posteriormente flexibilizada para os CRI de até R\$ 30 milhões.

Já a criação do FIDC Não-Padronizado passou a prever a utilização de créditos com níveis de risco mais elevados, tais como os vencidos, pendentes de pagamento e originários de empresas em processo de recuperação judicial. De acordo com a CVM, esses fundos poderão receber somente aplicações de investidores qualificados e suas cotas deverão ter valor unitário mínimo de R\$ 1 milhão.

Para 2007, as expectativas em torno de novas regulamentações concentram-se em resultados de minutas de instruções já colocadas em audiência pública pela Autarquia. Entre elas, estão as alterações na Instrução nº 409/04 envolvendo as carteiras dos fundos de investimento, principalmente no que diz respeito à sua composição, com a fixação de novos limites por modalidade de ativo e concentração por emissor. O edital contendo as modificações propostas gerou polêmica ao sugerir a limitação da participação de títulos privados nas carteiras dos fundos. As sugestões encaminhadas pela ANDIMA à CVM contemplaram uma maior participação de títulos de crédito privados com avaliação de baixo risco, assim como a previsão de criação de fundos compostos por títulos privados com níveis de risco mais elevados - desde que devidamente classificados por agências de

rating e tendo suas características claramente divulgadas aos investidores.

Espera-se também a revisão da Instrução CVM nº 202, que trata dos registros de companhia aberta. A maior expectativa gira em torno da flexibilização da divulgação de informações e exigências frente à criação de diferentes níveis de companhia aberta, de acordo com os valores mobiliários emitidos e negociados pelas empresas. Esta mudança poderia, inclusive, funcionar como incentivo a que companhias de menor porte abrissem seu capital, por meio do lançamento de ações ou debêntures. Além disso, pode haver alguma manifestação da Autarquia quanto ao chamado Período de Silêncio, previsto na Instrução CVM nº 400, a exemplo da flexibilização promovida pela SEC – Securities and Exchange Commission, nos EUA.

O cenário para o mercado de capitais, portanto, continua positivo: os bons números apresentados em

2006 tendem a se manter, seja no que diz respeito à quantidade de ofertas públicas, seja com relação a aberturas de capital. A demanda por títulos securitizados, como CRI, FIDC e Fundos de Investimento Imobiliário, também deve permanecer aquecida, já que se espera tanto a continuidade do processo de inovação como o aumento da confiança dos investidores nesses produtos, que desde 2005 vêm registrando crescimento significativo, devido a atratividade de custos e por figurarem como um primeiro passo dos emissores no mercado de capitais.

O principal desafio, contudo, continua a ser o desenvolvimento do mercado secundário dos valores mobiliários de renda fixa. As entidades representativas do setor vêm apresentando uma agenda de propostas neste sentido, e espera-se que, ao final de 2007, novas medidas já tenham sido tomadas pelas autoridades. A tendência internacional aponta para a

crescente utilização de sistemas de negociação eletrônica, o que já vem sendo incentivado no Brasil⁴. Também é aguardada uma revisão do tratamento tributário dispensado aos títulos de crédito privado, incluindo a isenção de Imposto de Renda para investidores estrangeiros e a extinção de IOF de curto prazo para incentivar as negociações⁵.

Vívian Miranda de Figueiredo Corradin
Analista Econômica

Fábio Guilhon Chung
Analista de Operações

4 - Por exemplo, a Resolução nº 21 do Conselho de Gestão da Previdência Complementar, que passou a vigorar em 1º de janeiro de 2007, estimula as entidades fechadas de previdência a utilizar plataformas eletrônicas de negociação de títulos que estejam autorizadas a funcionar pelo Banco Central e pela CVM.

5 - Para uma pesquisa detalhada sobre o assunto, veja ANDIMA – **Relatório Econômico Mercado de Balcão de Renda Fixa: Uma Agenda de Debates**.