

IBMEC

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

ELEMENTOS PARA UMA ESTRATÉGIA NACIONAL DE ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS MARÇO 2013

Carlos A. Rocca

Lauro M. dos Santos Jr

Centro de Estudos do IBMEC

INDICE

- 1. Objetivo e foco do projeto**
- 2. Colocação do problema**
- 3. Financiamento das empresas brasileiras e de seus investimentos**
- 4. Acesso ao mercado de capitais brasileiro: alguns elementos de diagnóstico**
- 5. Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais**

1. Objetivo e foco do projeto

1. OBJETIVOS E FOCO

Proposta do IBMEC no Forum Nacional (05/2012)

Objetivos:

- 1. Identificar fatores que tem limitado o acesso das empresas brasileiras ao mercado de capitais;**
- 2. Contribuir para a elaboração e avaliação de propostas para superar esses obstáculos;**
- 3. Fornecer elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais.**

Foco:

Todas empresas, mercados de ações e de dívida corporativa.

2.COLOCAÇÃO DO PROBLEMA

MERCADO DE CAPITAIS E O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

1. Elevado custo de capital e escassez de recursos de longo prazo limitam competitividade e crescimento da economia brasileira;

2. Somente pequeno numero de grandes empresas tem menor custo de capital e se beneficiam do mercado de capitais:

3. Papel do mercado de capitais

Reduzir o custo de capital e aumentar a oferta de recursos de longo prazo para as empresas brasileiras, com a difusão do acesso das empresas ao mercado de capitais inclusive as de menor tamanho:

MERCADO DE CAPITAIS E O FINANCIAMENTO DE INFRAESTRUTURA

- 1. Oferta de serviços de infraestrutura limita crescimento econômico e produtividade da economia brasileira;**
- 2. Poupança do setor público é negativa, recursos para investimento em infraestrutura são insuficientes;**
- 3. Papel do mercado de capitais: mobilizar recursos para financiar investimento privado em infraestrutura em sinergia com o BNDES;**

OPORTUNIDADE MERCADO DE CAPITAIS NA AGENDA DO GOVERNO

- a. Redução da taxa de juros;**
- b. Nova tributação dos títulos de dívida privada; isenção para estrangeiros e debentures de infraestrutura inclusive pessoas físicas, FIDCs;**
- c. BNDES em sinergia com mercado de capitais;**
- d. Comunicado da CVM (23/11/2012)**

OPORTUNIDADE MERCADO DE CAPITAIS NA AGENDA DO SETOR PRIVADO

- 1. Novo Mercado de Renda Fixa da ANBIMA;**
- 2. CETIP: propostas e CETIP Trader;**
- 3. IEDI e Instituto TALENTO: mercado de divida corporativa;**
- 4. Mercado de Acesso: BOVESPA MAIS**
 - a. Grupo de Pequenas Ofertas: BM&FBOVESPA, CVM, ABDI, BNDES, IBMEC**
 - b. Grupo PAC PME**
- 5. Propostas do PDMC- IBMEC.**

3. Financiamento das empresas brasileiras e de seus investimentos

3.1 Financiamento das empresas brasileiras

FORTE CONCENTRAÇÃO NO ACESSO A RECURSOS DE FINANCIAMENTO

Estimativa do exigível financeiro das Companhias Abertas, Maiores Empresas Fechadas e PMEs versus Ativos totais - 2011 em R\$ bilhões

Tipos de Empresas	Exigível Financeiro	%	Ativos	%
Cias Abertas (320 empresas)	738,4	49,2%	2.760	38,80%
Maiores Fechadas (750 empresas)	437,3	29,1%	1.396	19,60%
Cias Abertas e Maiores Fechadas (1070 empresas)	1175,7	78,3%	4.156	58,40%
Demais empresas fechadas (cerca de 4,5MM)	325,6	21,7%	2.965	41,60%
Total	1501,3	100,0%	7.121	100,00%

Fonte: Economática; Maiores e Melhores revista Exame Centro de Estudos do IBMEC

EM MÉDIA, COMPANHIAS ABERTAS E MAIORES FECHADAS TEM CUSTOS DE FINANCIAMENTO MAIS BAIXOS E INFERIORES À TAXA DE RETORNO DOS ATIVOS (CERCA DE 12% A 14% A.A.) DE MAIS EMPRESAS, COM 42% DOS ATIVOS, TEM CUSTO ALTO E DEPENDEM BASICAMENTE DE RECURSOS PRÓPRIOS

EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS - CUSTO DE EXIGÍVEL FINANCEIRO E OUTROS INDICADORES 2011

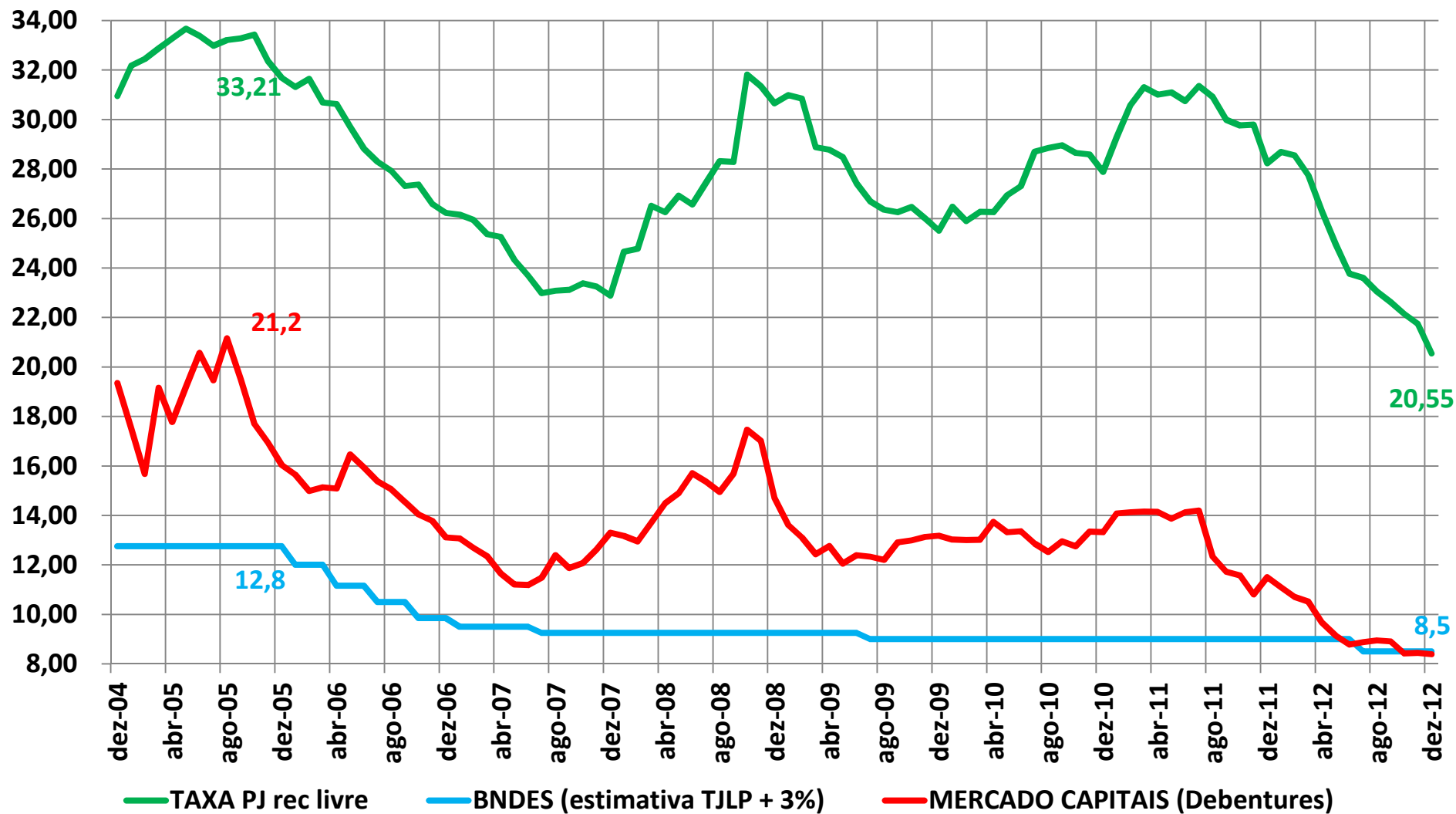
Empresas Não Financeiras	Custo Mediano do Passivo Oneroso (taxa bruta)	Custo Mediano do Passivo Oneroso (taxa líq. de IR)	Leverage	Participação nos Ativos Totais
CIAS ABERTAS	14,3%	9,5%	62,1%	38,7%
MAIORES FECHADAS	18,1%	11,9%	47,3%	19,6%
OUTRAS FECHADAS	28,6%	18,9%	22,0%	41,6%

Fonte: Centro de Estudos do IBMEC

1. Em 2011 a taxa de retorno média dos ativos das companhias abertas e das maiores empresas fechadas não financeiras foi da ordem de 12,2% a.a. a 14,0% a.a. ;
2. O custo de debêntures (líq. de IR) em 2011 foi de 8,61 % a.a.; enquanto a taxa média das operações de crédito - recursos livres – PJ (líq. de IR) foi de 20,0% a.a e o custo médio total estimado pelo CEMEC (líq. IR) ficou em 12,8% a.a.

CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS DEPENDE DO ACESSO A FONTES DE RECURSOS COM TAXAS MAIS BAIXAS: BNDES E MERCADO DE CAPITAIS

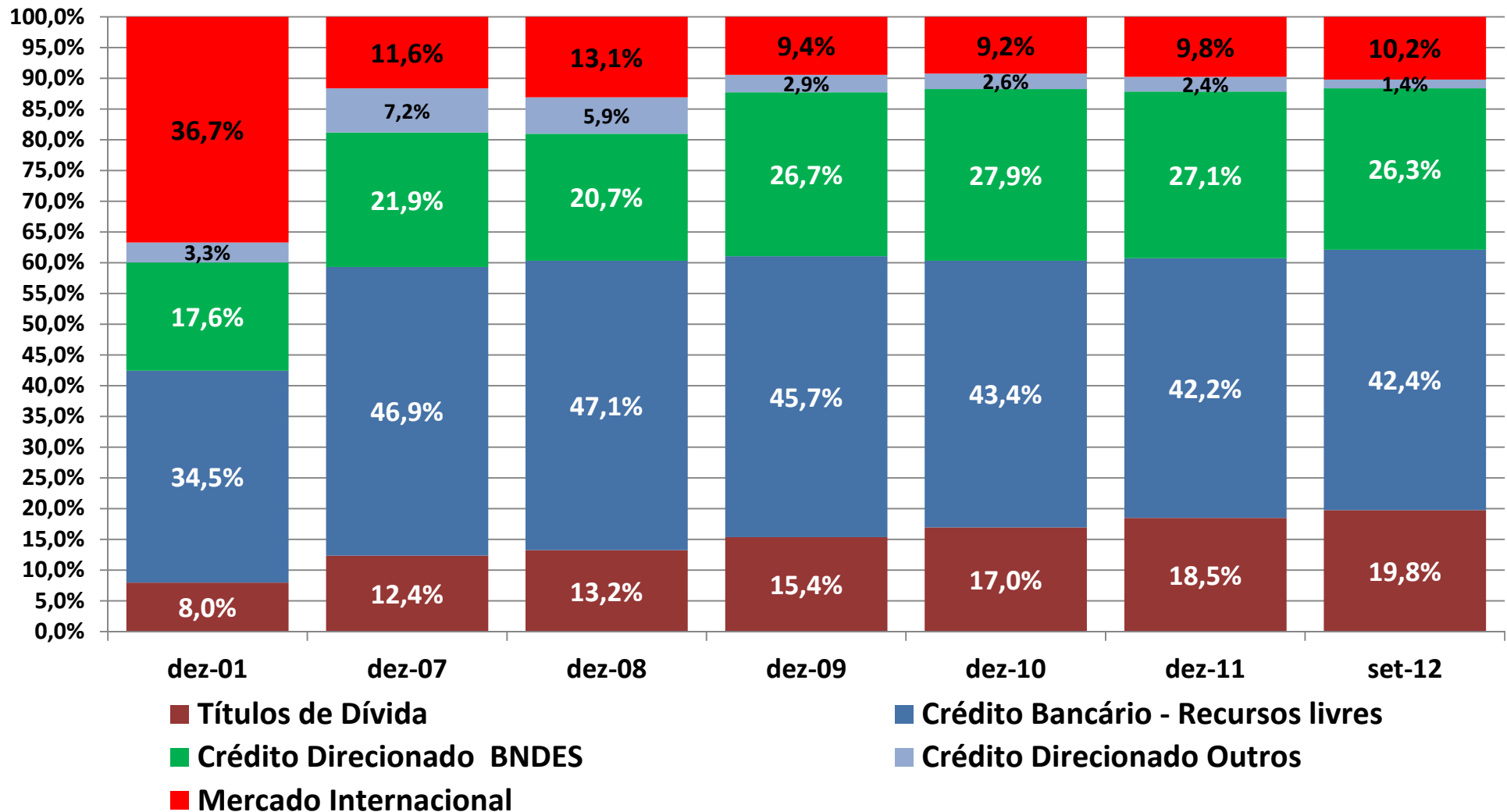
Taxas de Juros do Exigível Financeiro PJ - taxas anuais



Fonte: BACEN e Centro de Estudos do IBMEC

FONTES DOMESTICAS DE MENOR CUSTO SOMAM 45,9% DO EXIGIVEL TOTAL 09/2012: BNDES 26,3% E MERCADO DE CAPITALIS 19,8%

Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras Composição



Fonte: BACEN e Centro de Estudos do IBMEC

NO MERCADO DE CAPITAIS 2/3 DAS EMPRESAS QUE SE BENEFICIAM SÃO GRANDES (294/444)

TAMANHO (faturam.)	Número Empresas Brasil	Cias Abertas Não Financeiras	%	Empresas Fechadas que emitiram debêntures (2009 a 2012)	%	Número Empresas Não Financeiras que participam do mercado de capitais (*)	%
Grande(acima de R\$ 400 milhões)	5.000	195	3,90%	99	1,98%	294	5,88%
Média (entre 20 e 400 milhões)	30.000	78	0,26%	72	0,24%	150	0,50%
Pequena (menor de 20 milhões)	4.500.000	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Total	4.535.000	273	0,01%	171	0,00%	444	0,01%

(*) Estimativa só considera empresas SA fechadas que emitiram debêntures, não considera a utilização de outros títulos corporativos como FDICs, CRIs, Venture Capital, etc.

Fonte: IBGE, BM&FBOVESPA, ANBIMA e Centro de Estudos do IBMEC

**BNDES: 2/3 DOS DESEMBOLSOS SE DESTINAM A EMPRESA
TAMANHO GRANDE E MÉDIA GRANDE**

Desembolsos do BNDES por Porte em R\$ milhões

PORTE	2002	2007	2008	2009	2010	2011	2012 12 meses até set.
MPME	8.337	16.067	21.846	23.919	45.578	49.660	47.326
% MPME	22,3%	24,8%	24,0%	17,5%	27,1%	35,8%	33,4%
MÉDIA GRANDE	0	0	0	0	4.683	9.066	8.670
GRANDE	29.082	48.825	69.032	112.437	118.161	80.148	85.828
TOTAL	37.419	64.892	90.878	136.356	168.423	138.873	141.824

Fonte: BNDES (www.bndes.gov.br)

MPME: Micro, pequenas e médias empresas

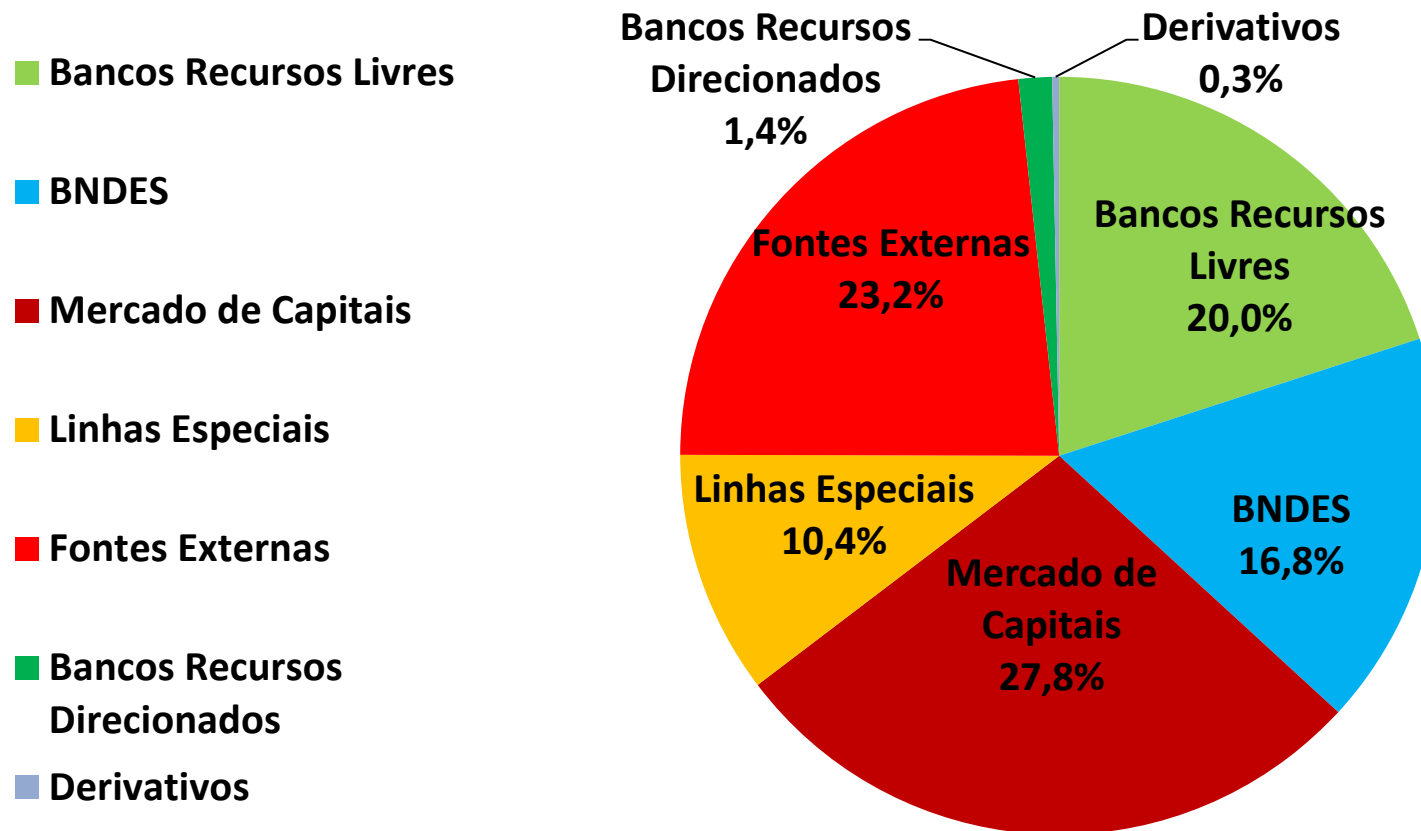
Porte na definição BNDES

60% DO EXIGÍVEL DAS PMEs (195,3/325,6) PROVEM DE CRÉDITO DE RECURSOS LIVRES COM TAXAS MAIS ELEVADAS; 40% TEM TAXAS FAVORECIDAS

Tipos de Empresas	Exigível Financeiro no Mercado Doméstico Set2012	%	Ativos em 2011	%
Cias Abertas	738,4	49,2%	2.760,0	38,8%
Maiores Fechadas	437,3	29,1%	1.396,0	19,6%
PMEs	325,6	21,7%	2.965,0	41,6%
Recursos custos favorecidos PME	125,9	8,4%		
Agências de Fomento (inclui FINEP) PME	5,9	0,4%		
BNDES PME	120,0	8,0%		
Private Equity/Venture Capital PME	4,5	0,3%		
Recursos a taxas de mercado PME	195,3	13,0%		
Total	1.501,3	100,0%	7.121,0	100,0%

Fonte: Centro de Estudos do IBMEC

CIAS ABERTAS TEM O MENOR CUSTO DE FINANCIAMENTO 56,4% * DO EXIGÍVEL SÃO DE FONTES DOMÉSTICAS DE MENOR CUSTO ALÉM DE 23,2% DE FONTES EXTERNAS



* (27,8% DO MERCADO DE CAPITALIS, 28,6% DO BNDDES, LINHAS ESPECIAIS E RECURSOS DIRECIONADOS)

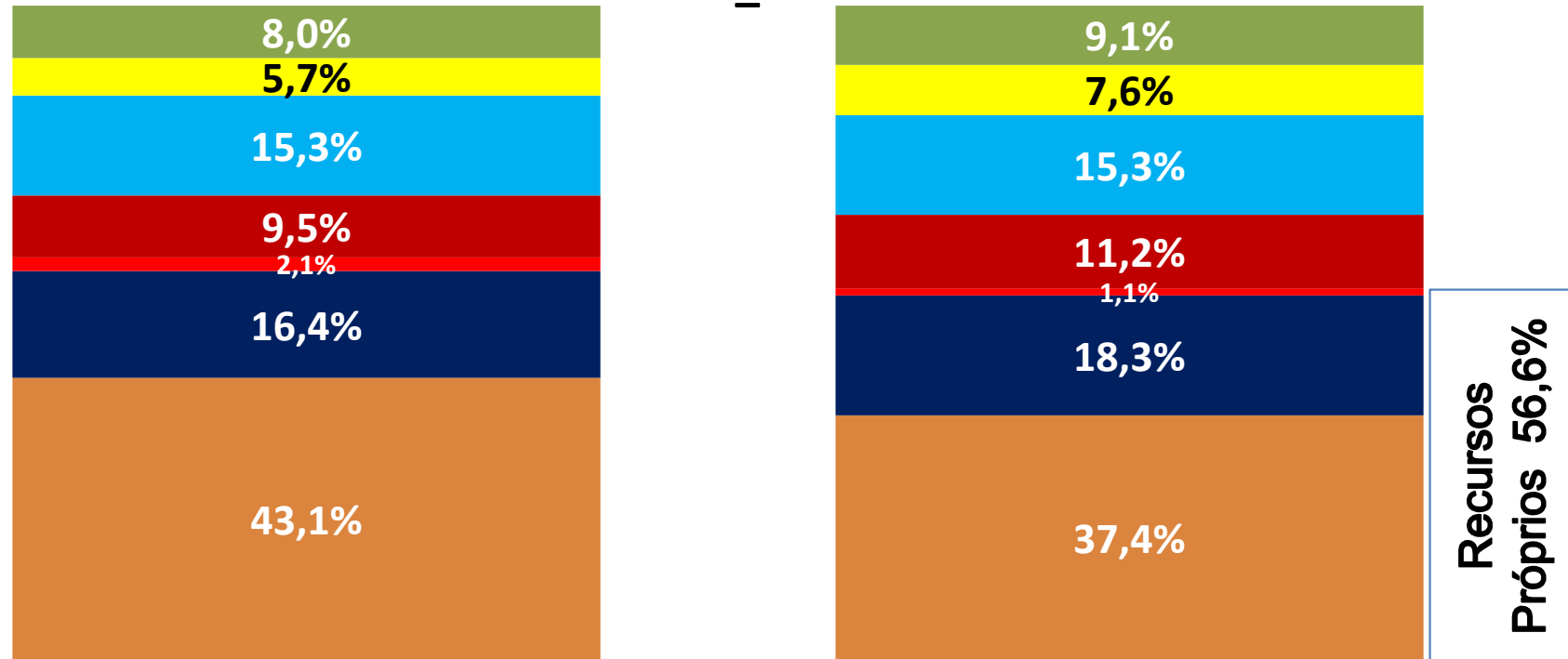
Fonte : Centro de Estudos do IBMEC - Demonstrações Financeiras das Cias. Abertas Não Financeiras em dezembro de 2011 exceto Petrobrás e Vale

3.2 Como as empresas brasileiras financiam seus investimentos

ESTIMATIVAS DO CENTRO DE ESTUDOS DO IBMEC

Recursos próprios são a principal fonte de recursos dos investimentos privados
BNDES e mercado de capitais vem em seguida

Padrão de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias 2000 a 2012_3T - em % do Total



2.011

2012_3T

- RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos)
- MERCADO DE CAPITAIS - EMISSÃO DE AÇÕES
- DESEMBOLSO BNDES (FINEM e FINAME)

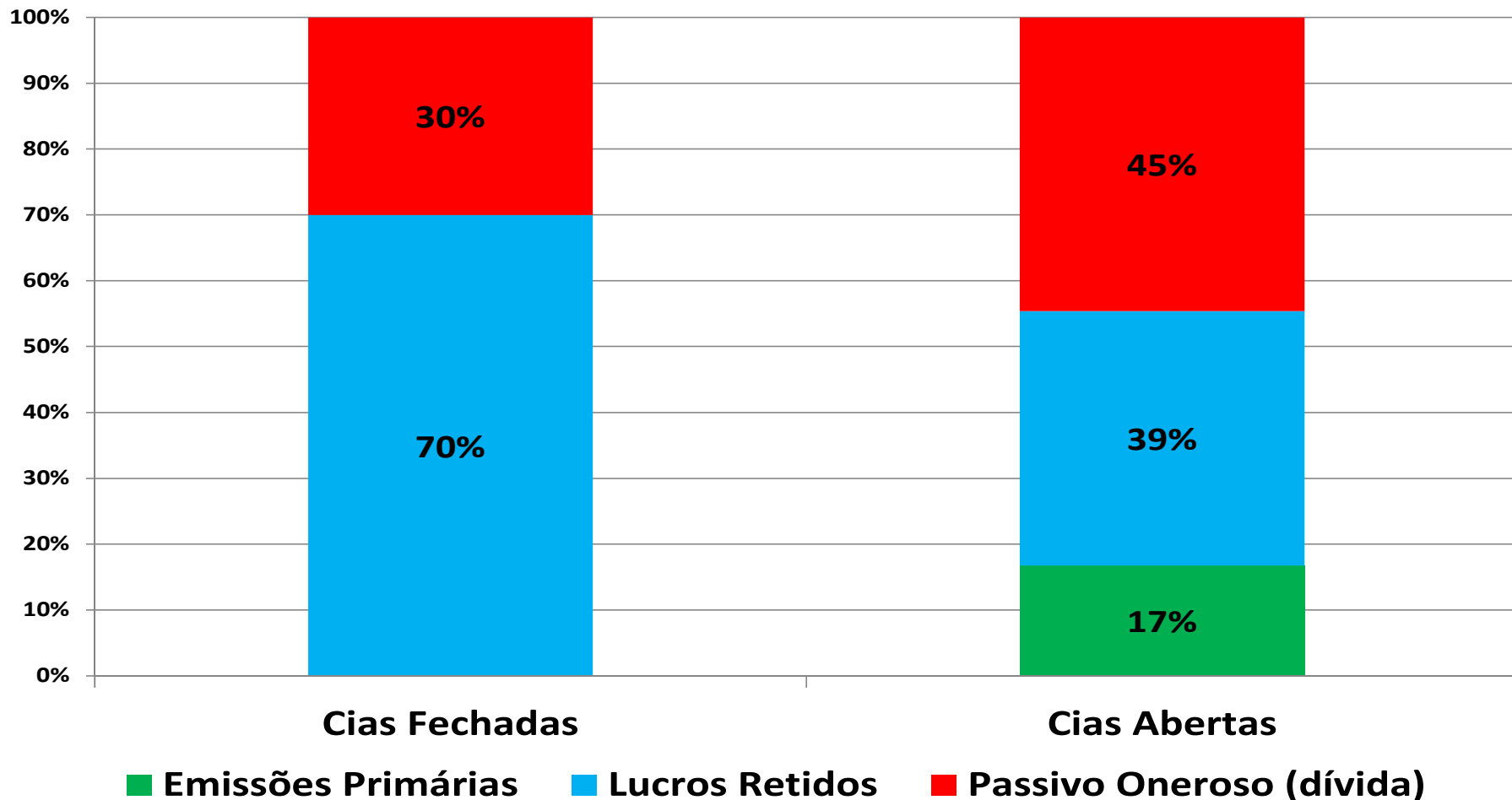
- INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO
- MERCADO DE CAPITAIS - DÍVIDA
- FONTES FINANC. MERCADO INTERNACIONAL

Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

DADOS DE BALANÇOS CONFIRMAM

Recursos próprios (lucros retidos e aumentos de capital) são a principal fonte de financiamento de investimento das companhias abertas e maiores empresas fechadas; abertas usam mais dívida

PADRÃO DE FINANCIAMENTO DE INVESTIMENTOS COMPANHIAS ABERTAS E MAIORES EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO – 2005 a 2011

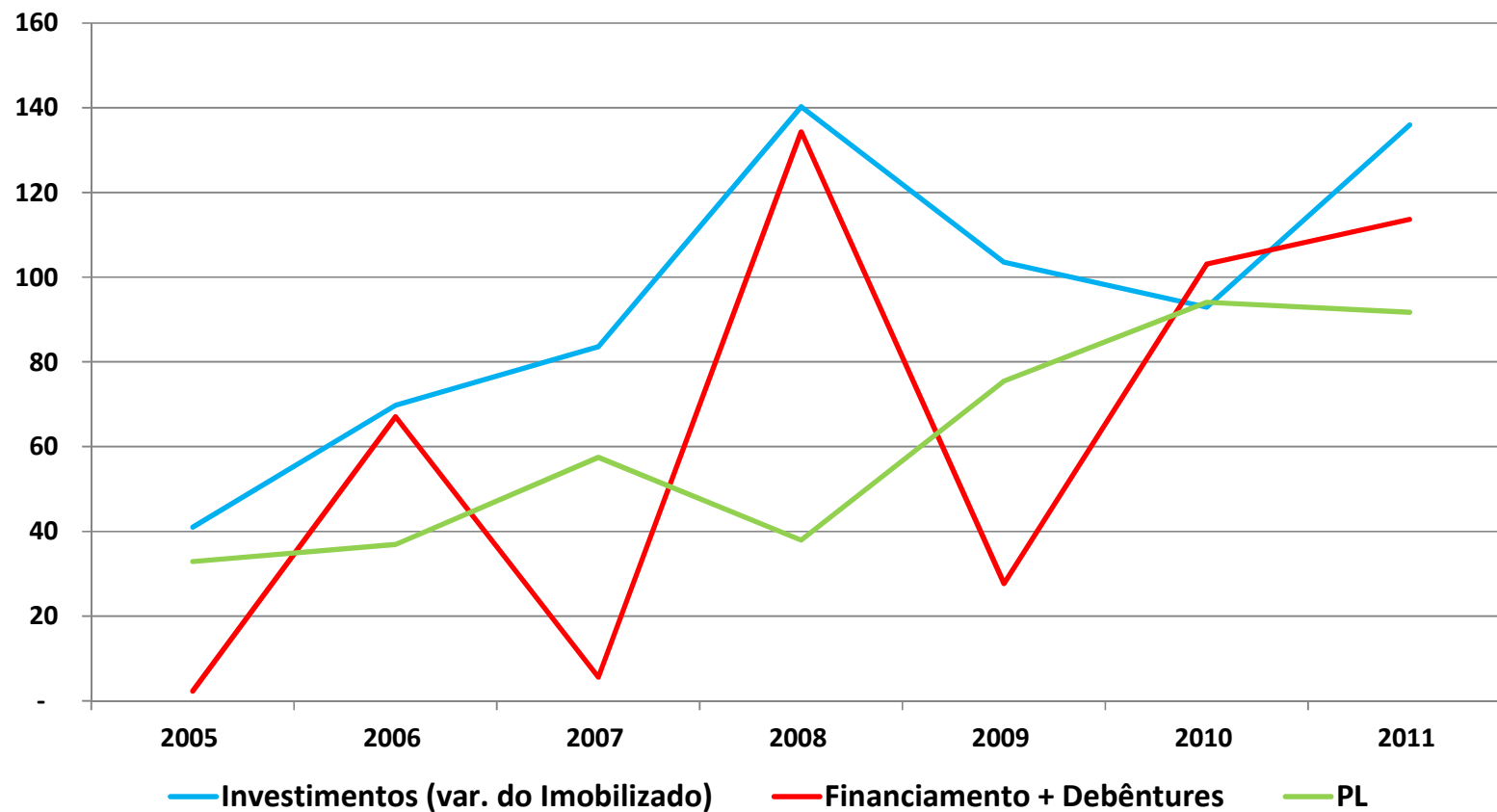


Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

MAS ACESSO A DÍVIDA É IMPORTANTE PARA REALIZAÇÃO DOS INVESTIMENTOS DAS CIAS ABERTAS

Correlações	
Imob_Dívida	0,76
Imob_PL	0,44

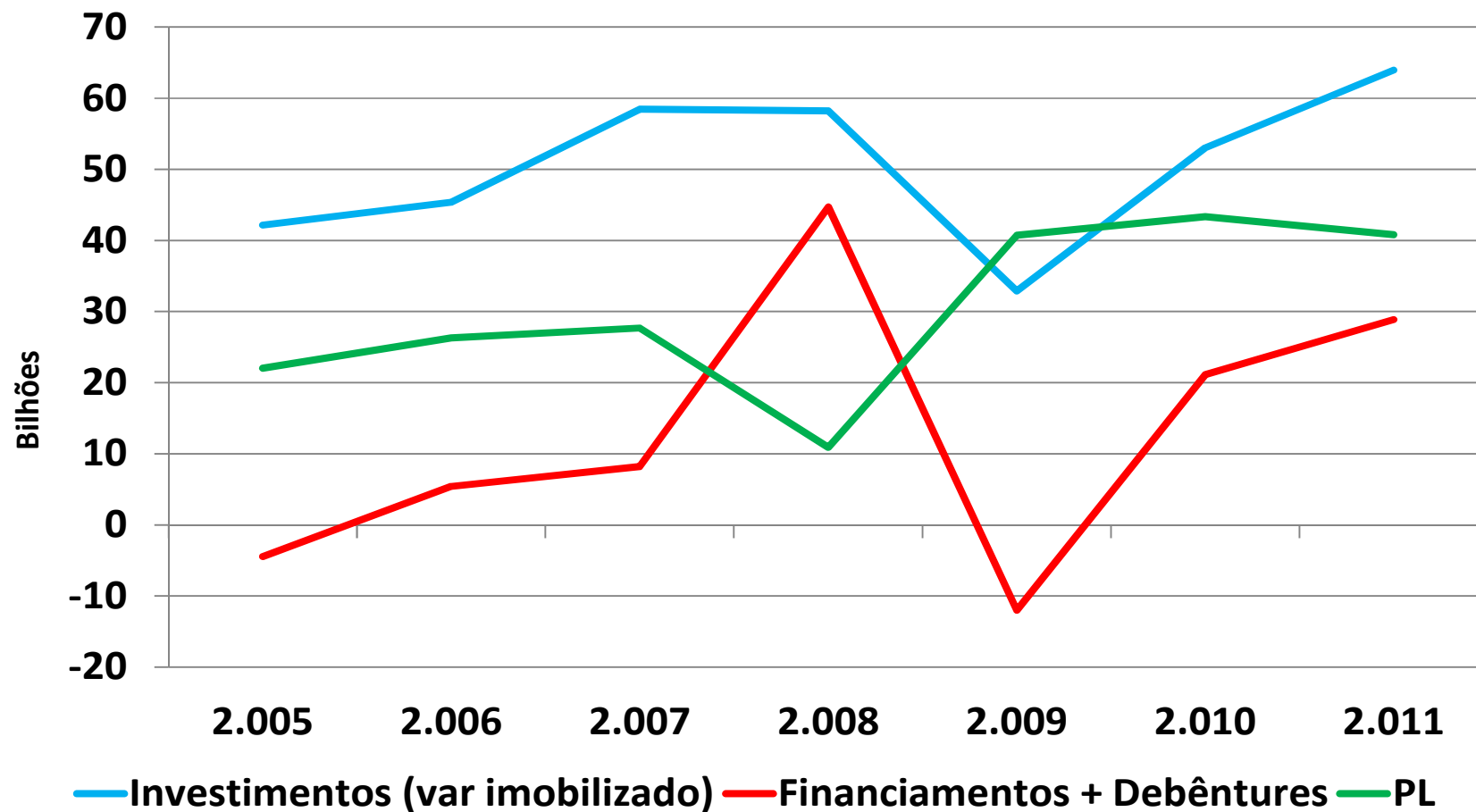
INVESTIMENTOS, RECURSOS PRÓPRIOS E DÍVIDA - CONSOLIDADO DAS COMPANHIAS ABERTAS EXCETO PETROBRAS E VALE Período 2005 – 2011 em R\$ bilhões nominais



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

ACESSO A DÍVIDA TAMBÉM É IMPORTANTE PARA REALIZAÇÃO DOS INVESTIMENTOS NAS MAIORES EMPRESAS FECHADAS

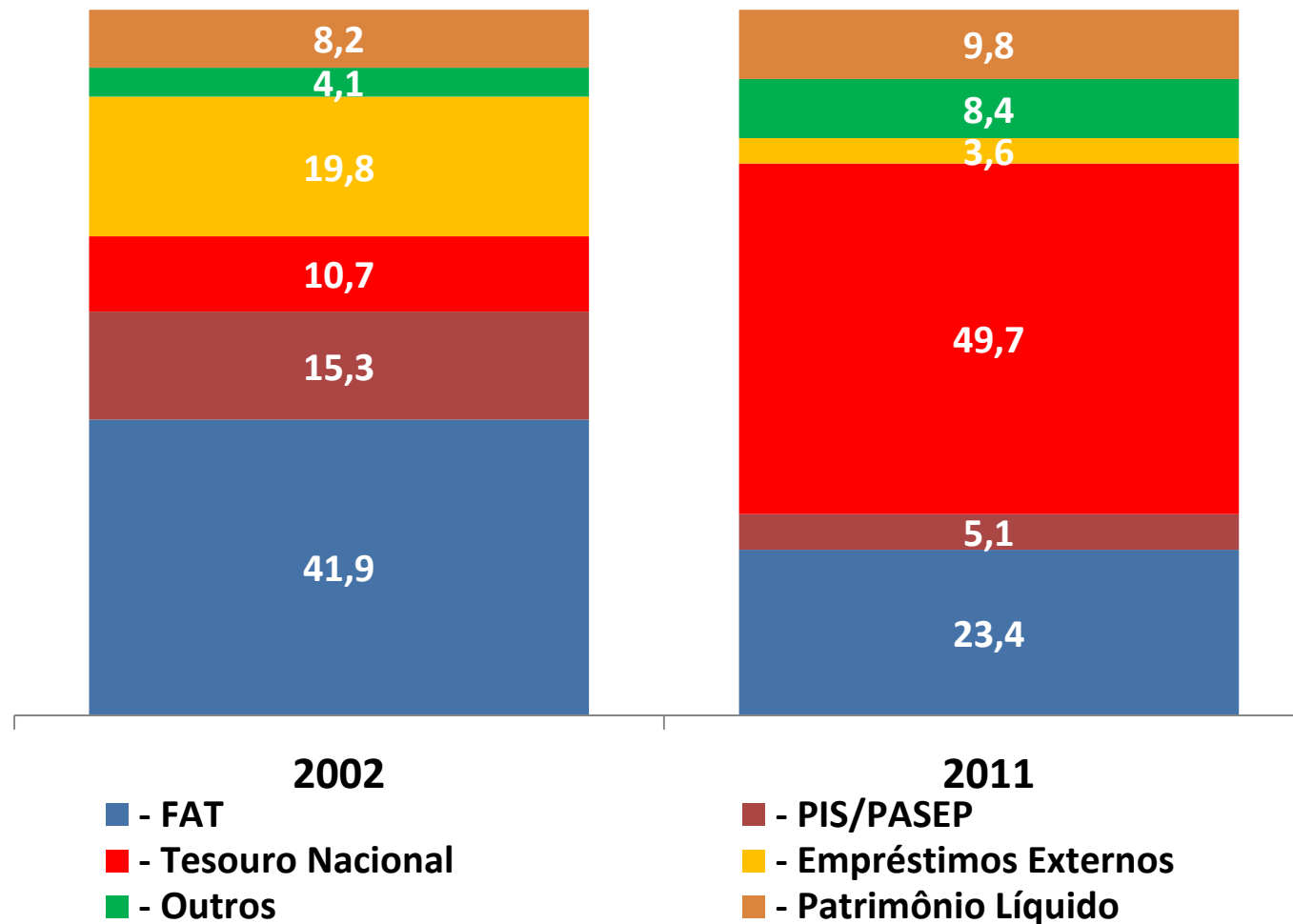
Correlações	
Imob_Dívida	0,82
Imob_PL	(0,12)



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

MERCADO DE CAPITAIS AGORA TEM IMPORTANCIA ESTRATÉGICA
Atual participação do BNDES não é sustentável:
Financiado por dívida pública, tem implicações fiscais e inibe o mercado de
capitais

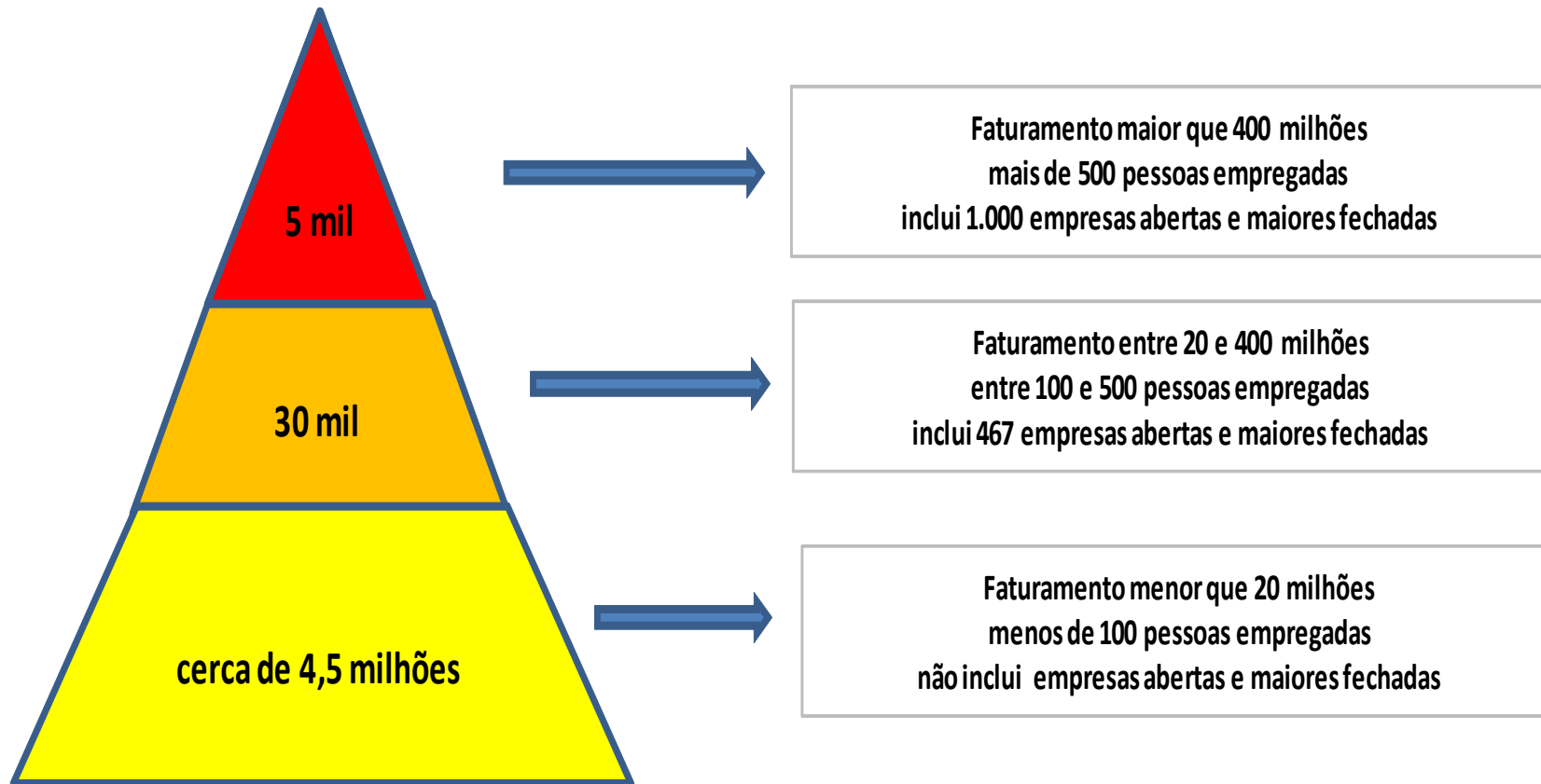
Fontes de Recursos do BNDES em % do Total
segundo Relatório Anual BNDES 2011



4. Acesso ao mercado de capitais brasileiro: alguns elementos de diagnóstico

DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS POR VALOR DE FATURAMENTO BRUTO

Fonte: CEMEC



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

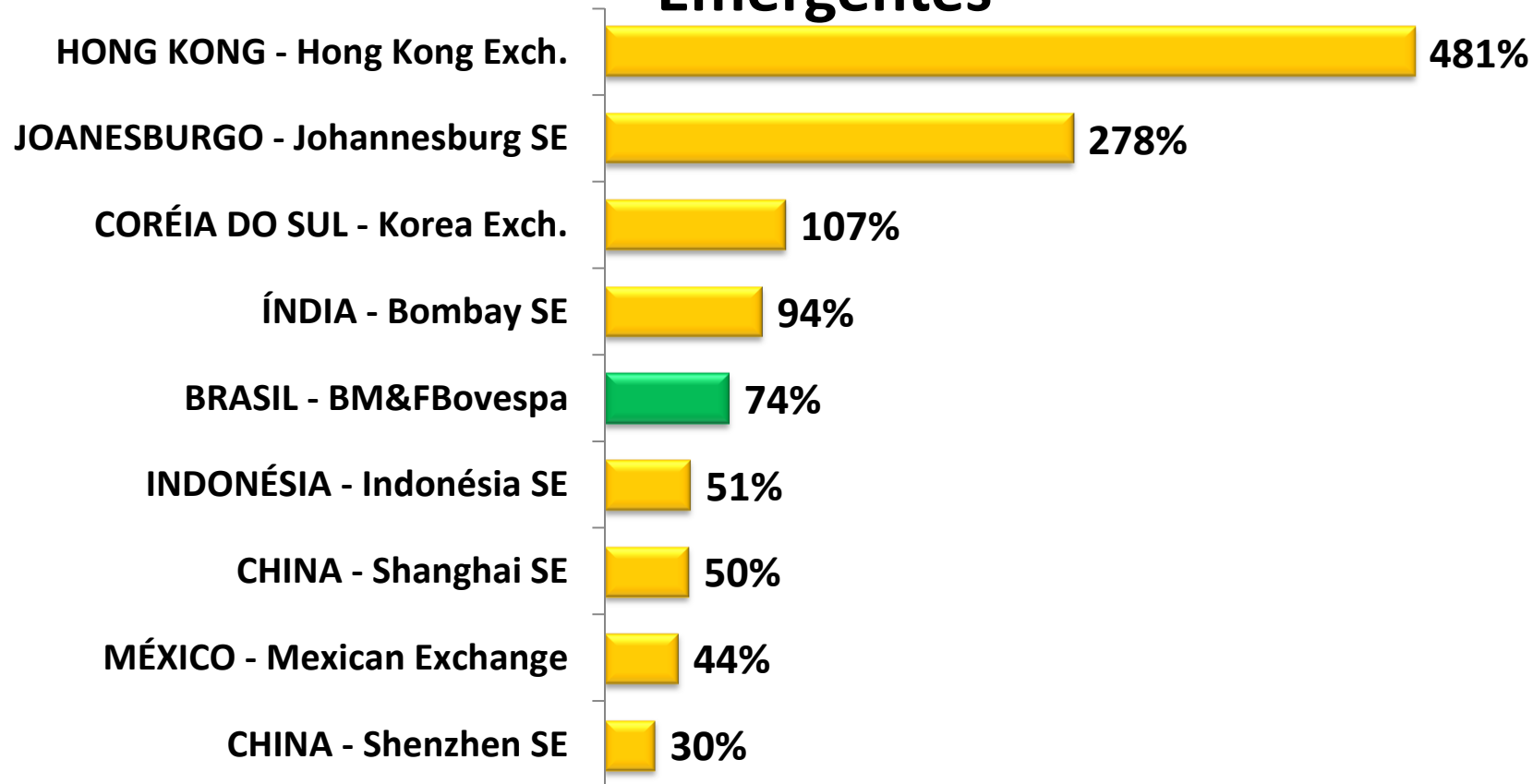
4.1 Mercado de ações

Participação das empresas

Tamanho do mercado acionário brasileiro ocupa posição intermediária entre os emergentes

Capitalização de Mercado (% do PIB)

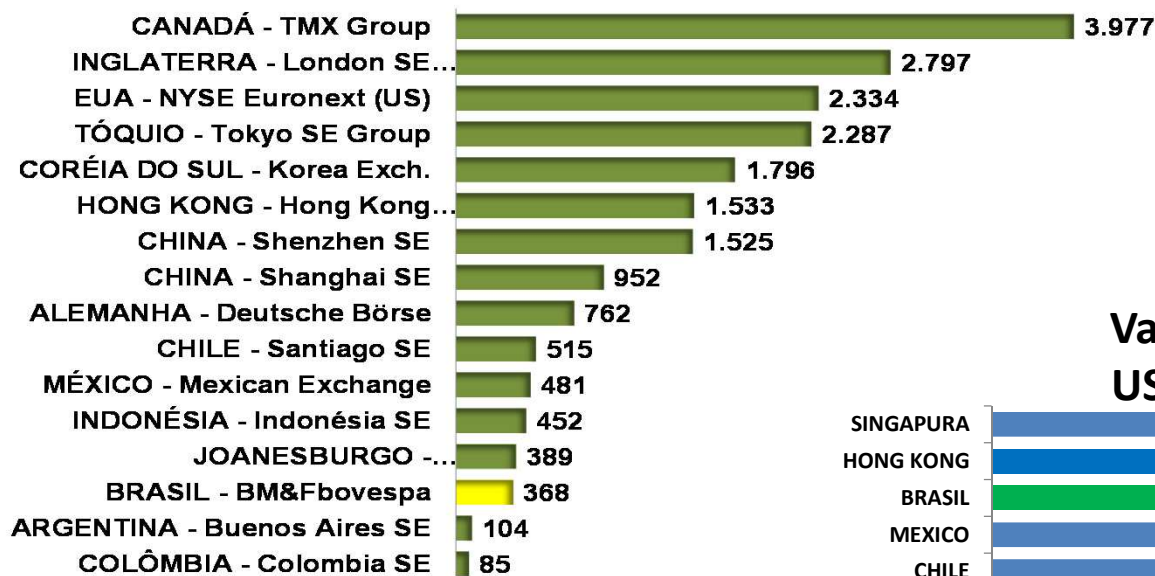
Emergentes



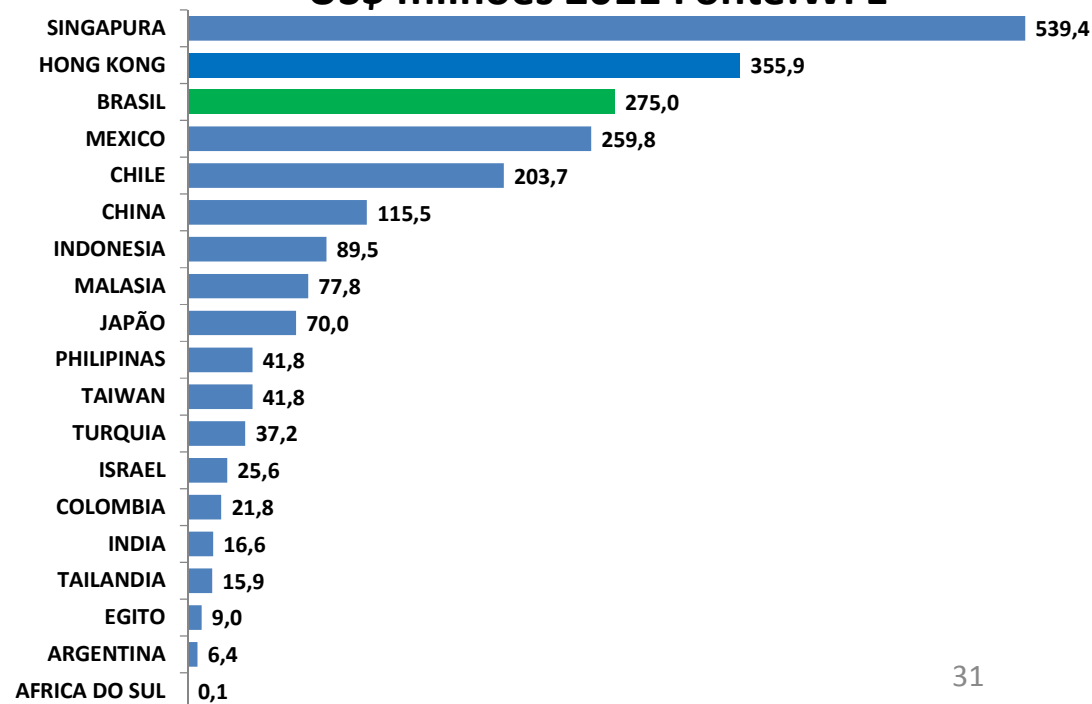
Fonte : WFE

O número de empresas listadas é o menor entre as economias emergentes e o valor médio de IPOs é um dos maiores do mundo

NÚMERO de EMPRESAS LISTADAS – agosto 2012 Fonte WFE



Valor Médio de Emissão - IPO US\$ milhões 2011 Fonte:WFE

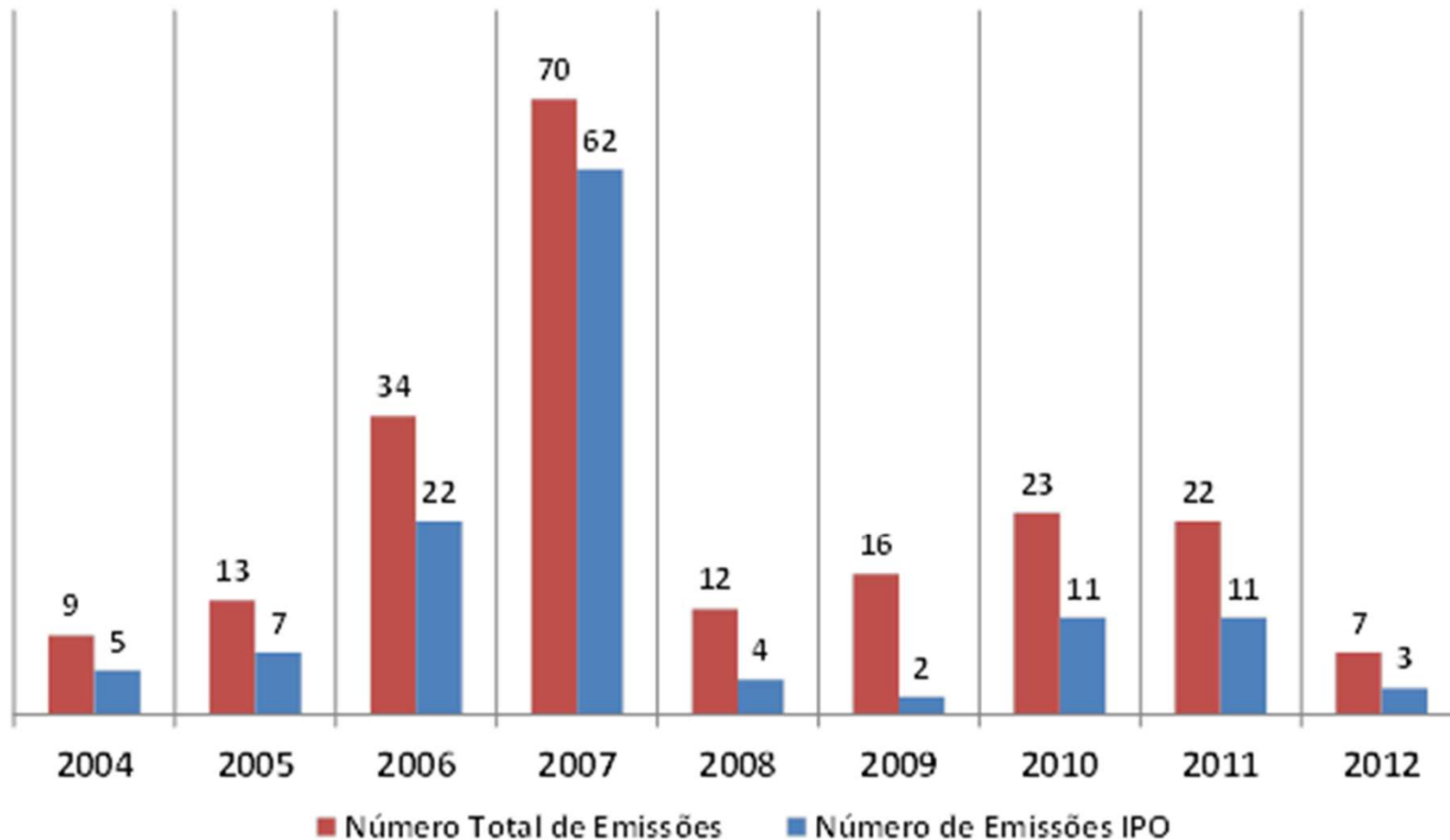


MERCADO DE ACESSO AINDA NÃO DECOLOU

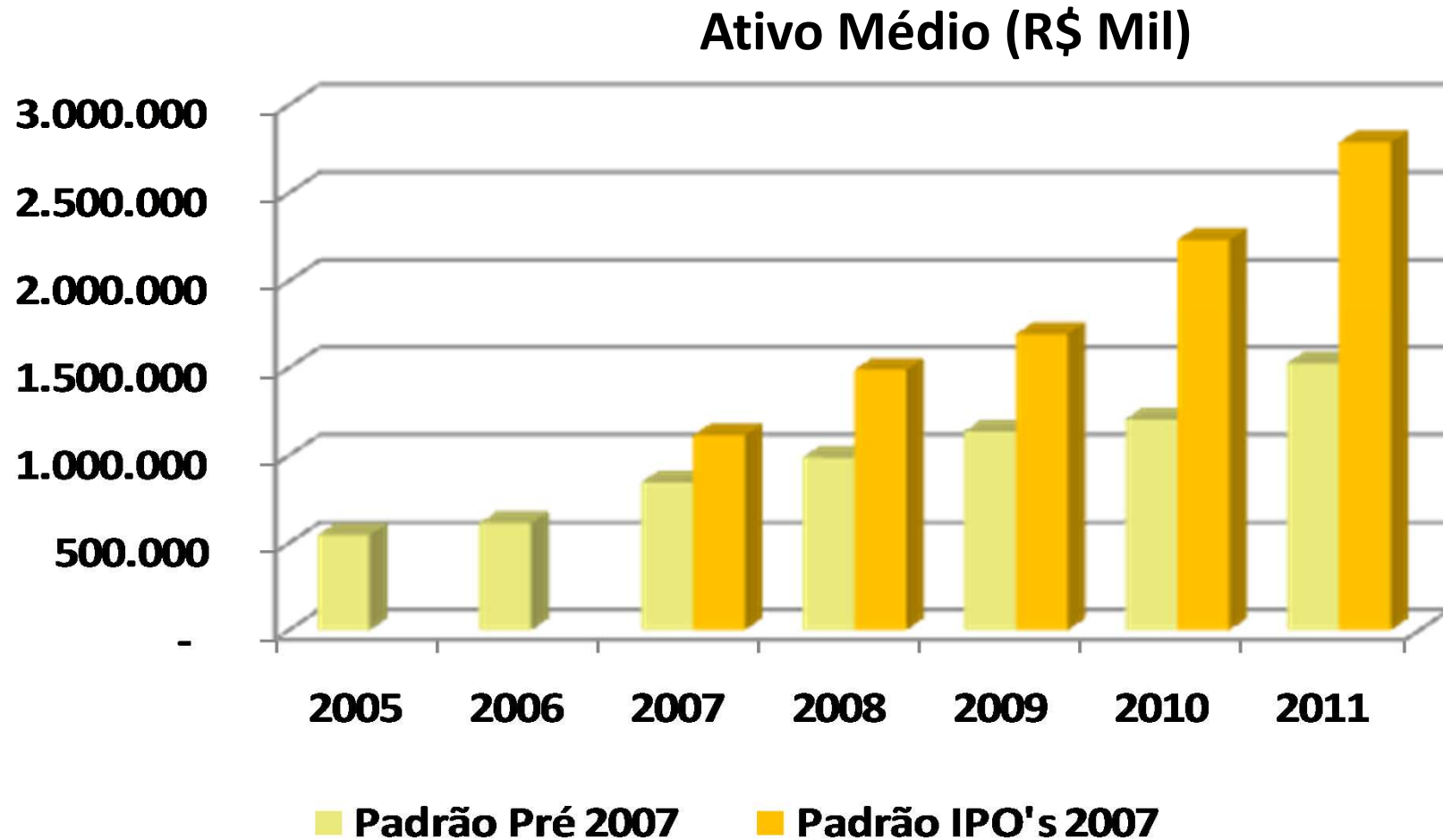
PAIS	MERCADO ALTERNATIVO número de empresas	MERCADO PRINCIPAL número de empresas	TOTAL EMPRESAS LISTADAS
Inglaterra	1.114 empresas	1.372 empresas	2.486 empresas
Coreia do Sul	785 empresas	1.031 empresas	1816 empresas
China	332 empresas	683 empresas	1015 empresas
Espanha	21 empresas	130 empresas	151 empresas
Canadá	2.277 empresas	1.577 empresas	3854 empresas
Polonia	397 empresas	434 empresas	831 empresas
Australia	Não tem	2.211 empresas	2211 empresas
BRASIL	3 empresas	368 empresas	372 empresas

2006/2007: CICLO RECORDE DE IPOs

Número de Emissões
fonte: ANBIMA



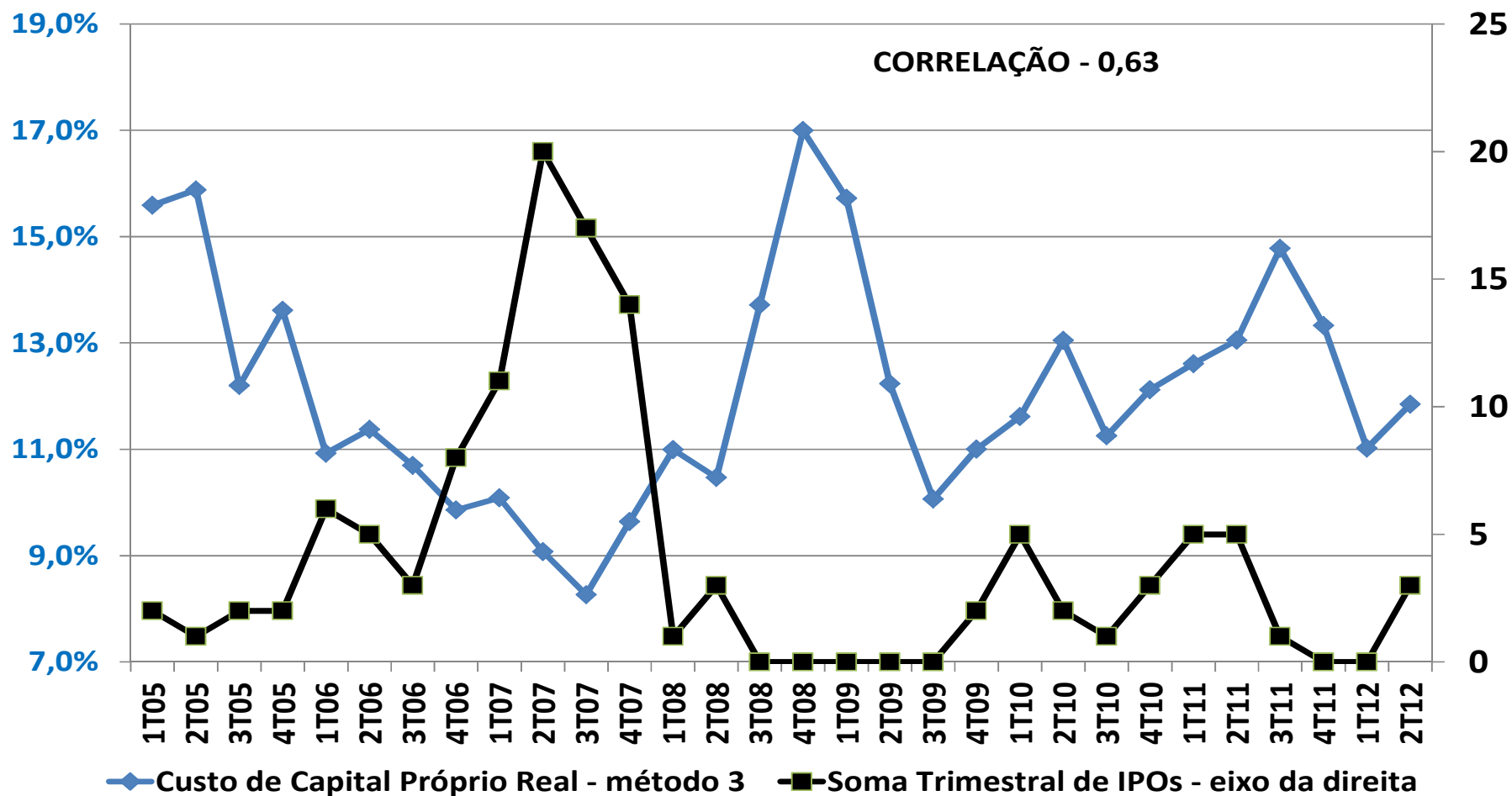
CICLO RECORDE DE IPOs DE 2006/2007: Empresas emissoras são grandes e maiores que as existentes; colocação das ações: 70% em investidores estrangeiros



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

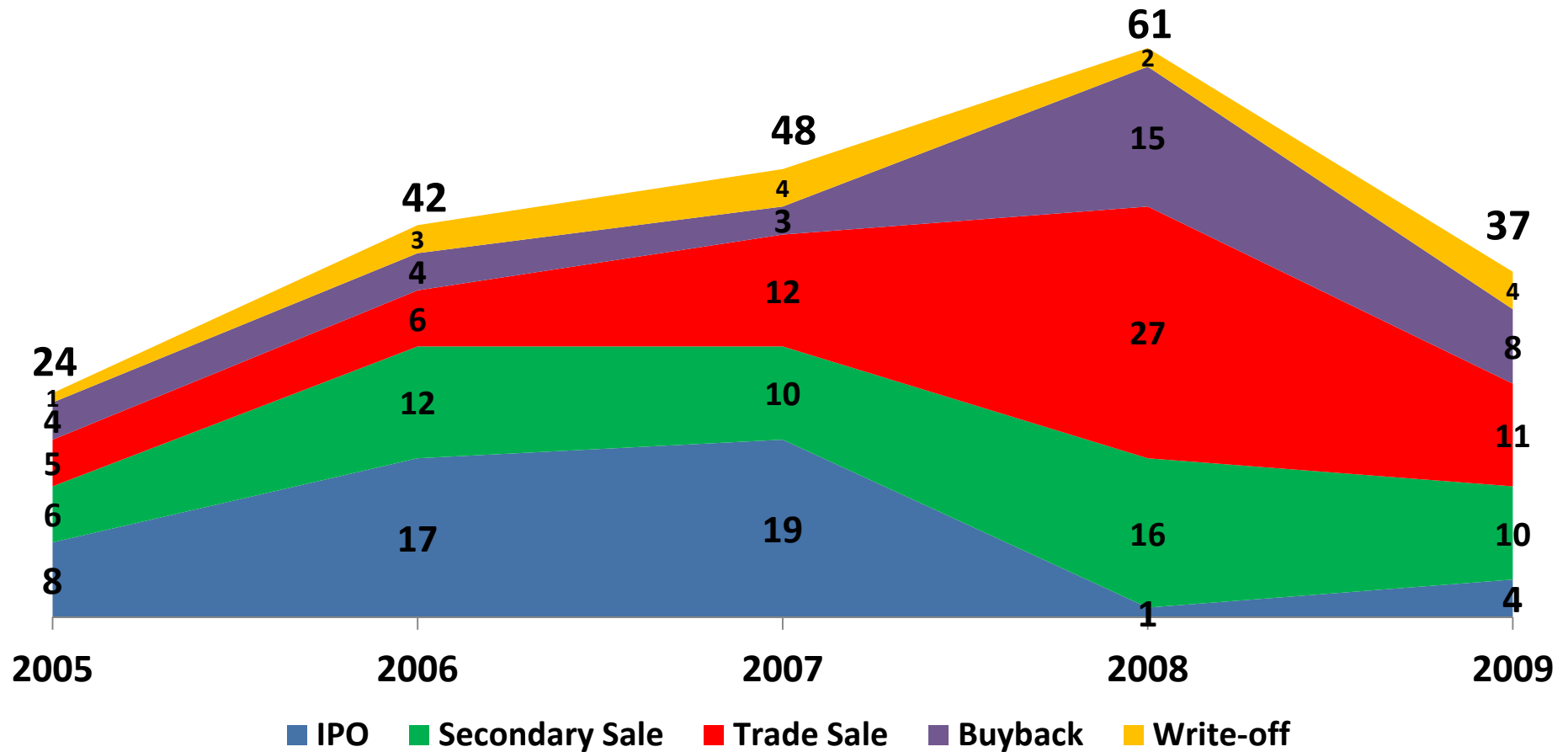
Baixo custo de capital no período é um fator explicativo desse ciclo.

Custo de Capital Próprio e Número de IPOs



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

2006/2007: 43% DOS IPOS SÃO DE EMPRESAS INVESTIDAS POR FUNDOS DE VC/PE (FIPs); 40% DO DESINVESTIMENTO FEITO POR IPO;
2008/2009: APENAS 5% DO DESINVESTIMENTO FEITOS POR IPO
 Fonte: Segundo Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital ABDI



CICLO DE IPOs 2006/2007

ALGUMAS CONCLUSÕES

- 1. Predominam grandes empresas; seu tamanho médio é ainda maior que o das companhias existentes**
- 2. Baixo custo de capital próprio (maior valorização das empresas) é fator importante para explicar o ciclo recorde de IPOs de 2006/2007:**
 - a. Custo de capital próprio em 2006/2007 é o menor dos últimos anos;**
 - b. Desinvestimentos dos fundos de VC/PE (FIPs) ratificam HIPÓTESE:**
 - a. Em 2006/2007 proporção de desinvestimentos via IPO (40%) é a maior da série;**
 - b. Em 2008/2009, aumenta numero absoluto de desinvestimentos (para 98, de 88 em 2006/2007) mas apenas 5% são feitos via IPO**

CICLO DE IPOs 2006/2007

ALGUMAS CONCLUSÕES

3. Cerca de 70% das ações foram vendidas para investidores estrangeiros

4. Resposta rápida do numero de emissões à redução do custo de capital:

- a. Já existia um “estoque” de empresas preparadas para IPO**
- b. Regulação deve facilitar velocidade de resposta para empresas explorarem janelas de oportunidade;**

BRASIL: CUSTOS DE IPO/FOLLOW ON SÃO ELEVADOS PARA EMISSÕES MUITO PEQUENAS *

CUSTOS	Bovespa Mais	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Total
Distribuições (em R\$ milhões)	20,7	24.064	12.833	138.715	180.297
Comissões (em R\$ mil)	1.035	520.481	529.394	4.447.047	5.753.189
Comissões (%)	5,0%	2,2%	4,1%	3,2%	3,2%
Despesas (em R\$ mil)	428	90.932	104.313	727.266	974.337
Despesas (%)	2,1%	0,4%	0,8%	0,5%	0,5%
Custos totais (em R\$ mil)	1.463	611.413	633.707	5.174.313	6.727.526
Custos totais (%)	7,1%	2,5%	4,9%	3,7%	3,7%

Fonte: Deloitte – BM&FBOVESPA

*** Entre os anos 2005 e 2011, 214 ofertas foram registradas e, ao todo, renderam R\$ 180 bilhões.**

MAS CUSTOS FIXOS DE EMISSÕES PRIMARIAS DE AÇÕES NO BRASIL SÃO SEMELHANTES AOS INTERNACIONAIS PARA EMISSÕES DE US\$75MM a US\$ 120MM
CUSTOS FIXOS DE EMISSÕES PRIMARIAS (IPO) - COMO PORCENTAGEM DO VALOR CAPTADO

Mercado	Tamanho da Oferta	Porcentagem do Custo Fixo sobre a Captação
Brasil	US\$75 MM – US\$120 MM	1,98% (média)
Canadá (Principal – TSX)	-US\$ 65 MM – -US\$ 150 MM	2,36% (média)
Inglaterra (Alternativo – AIM)	US\$64 MM – US\$120 MM	3,6% (média)
Austrália	US\$50 MM – US\$100 MM	2,2% (mediana)
Polônia (Principal – WSE)	US\$65 MM – US\$130 MM	2,06 % (custo total ¹¹)

Fonte: Relatório do Grupo BM&BOVESPA,CVM,ABDI,BNDES

CUSTOS DE MANUTENÇÃO DE COMPANHIAS ABERTAS SÃO RELATIVAMENTE ELEVADOS

SIMULAÇÃO DOS CUSTOS ANUAIS DE MANUTENÇÃO DA CONDIÇÃO DE CIA. ABERTA

Itens / Porte das Cias. (R\$ mil/ano)	Pequeno	Médio	Grande
Total de Auditoria	297	468	1.210
Total de Publicações	168	337	505
Total de Outros Itens	332	666	1.239
Sub-Total: Obrigatórios	416	754	1.437
Sub-Total: Não-Obrigatórios	381	717	1.518
Total Geral	797	1.471	2.954
Total Líquido de IR/CS (35%)	518	956	1.920

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/CustosSA.pdf> com custos corrigidos para 2012 por IPCA; porte por receita operacional líquida: pequeno até R\$ 150MM, médio entre R\$150MM até R\$300MM; grande > R\$300MM

Não-obrigatórios: contabilidade em padrão internacional (US GAAP/ IFRS) novo mercado e nível 2 é obrigatório, área de relações com investidores e apresentações ao mercado.

AS EMPRESAS INDUSTRIAIS E A ABERTURA DE CAPITAL

Resultados preliminares sugerem:

1. Conhecimento do mercado de capitais é limitado;
2. Poucas empresas tem a intenção de abrir o capital;
3. Desvantagens predominam

INTENÇÃO DE ABERTURA DE CAPITAL
(0 Com certeza não a 10 Com certeza sim)

Nota	n	Fechada (n=9)
0	5	55,6
1	3	33,3
3	1	11,1
Total	9	100
Nota média		0,67
Desvio-padrão		1,00

**Fonte: Pesquisa FIESP -
Centro de Estudos do
IBMEC**

AS EMPRESAS INDUSTRIAIS E A ABERTURA DE CAPITAL

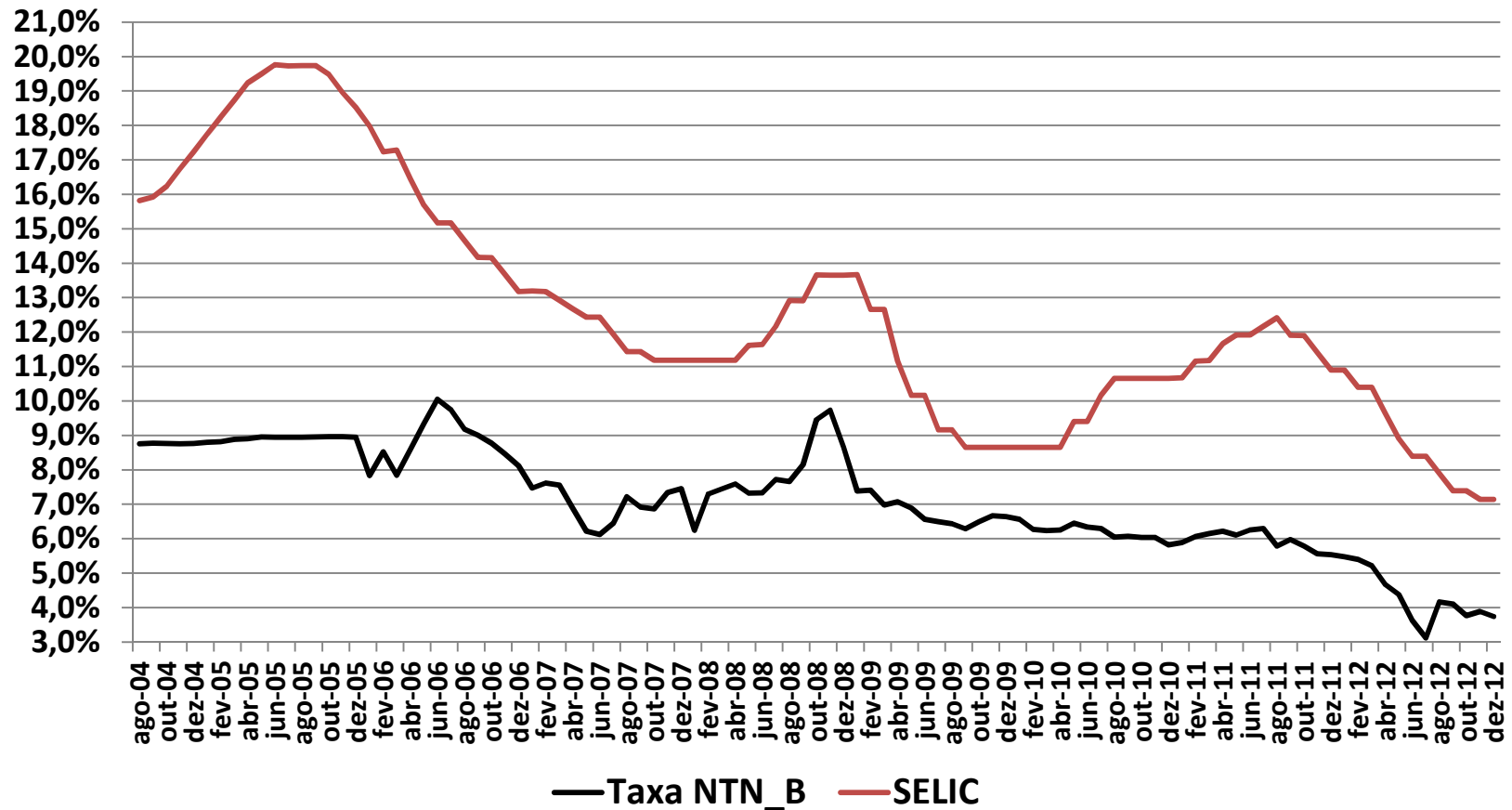
FATORES INFLUENCIADORES PARA A DECISÃO DE NÃO ABERTURA DE CAPITAL – (Empresas de Capital Fechado) (Nota de 0 Nenhuma influência a 10 Extrema influência)

Fatores	Nota média (n= 9)
A abertura de capital seria indesejável, devido às dificuldades relativas a partilhar controle.	7,10
A abertura de capital seria indesejável devido aos custos excessivos do processo de abertura de capital.	6,56
A abertura de capital seria indesejável devido aos requisitos excessivos exigidos para abertura de capital.	5,22
A abertura de capital seria indesejável porque o tamanho da operação seria de pequeno porte e não encontraria interesse por parte de bancos, corretoras e outros agentes de mercado.	5,00
A abertura de capital seria desejável porque possibilitaria o crescimento da empresa.	3,90
A abertura de capital seria desejável porque possibilitaria liquidez à participação acionária dos sócios.	3,90
A abertura de capital seria indesejável devido às dificuldades relativas a transparecer informações para concorrentes.	3,89

Participação dos investidores

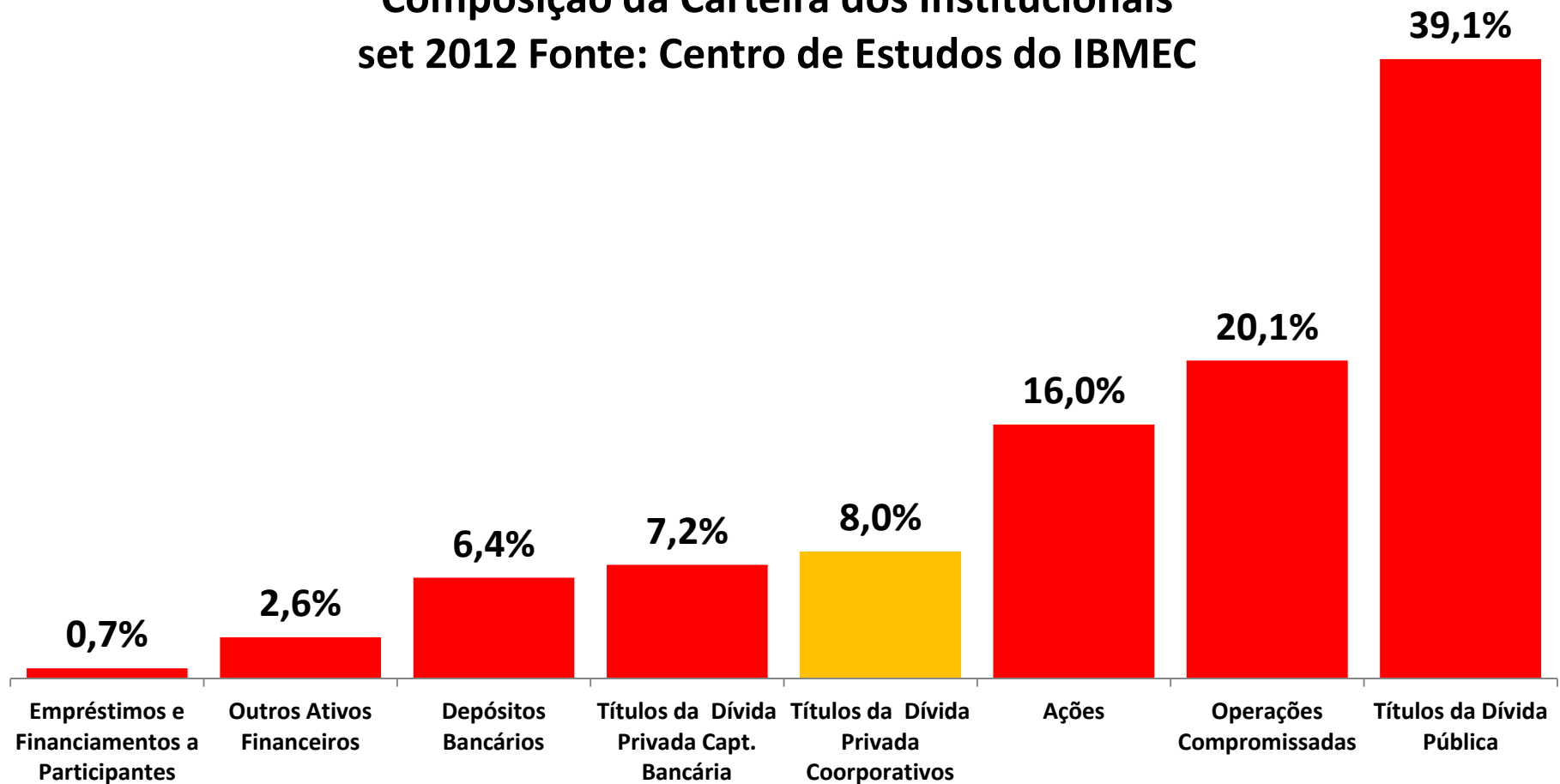
ATRATIVIDADE DE TITULOS PUBLICOS: TAXA ELEVADA, LIQUIDEZ E BAIXO RISCO

Taxa NTN_B principal de 10 anos real e SELIC nominal - % ao ano



INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: PREFERENCIA POR TITULOS PUBLICOS PEQUENA PARCELA EM RENDA VARIAVEL E DÍVIDA CORPORATIVA

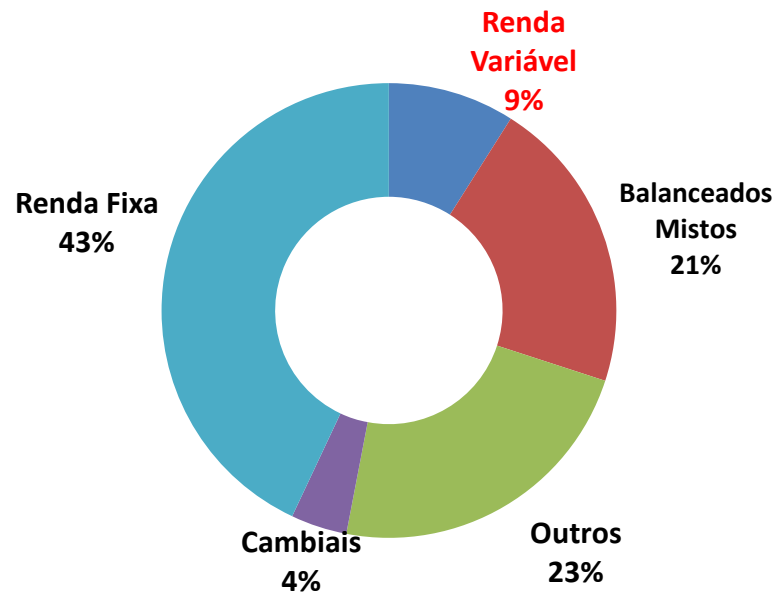
Composição da Carteira dos Institucionais
set 2012 Fonte: Centro de Estudos do IBMEC



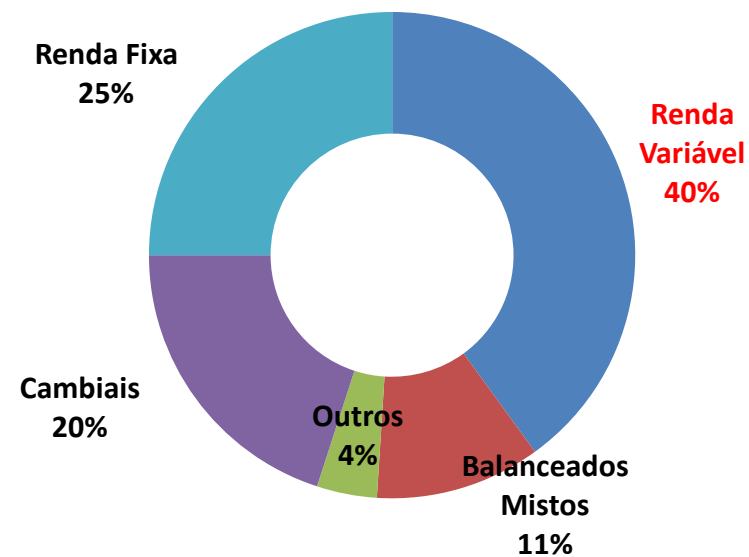
Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

RENDA VARIÁVEL NA CARTEIRA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO: 9% NO BRASIL, 40% NO MUNDO

Ativos sob gestão de fundos de investimentos no BRASIL

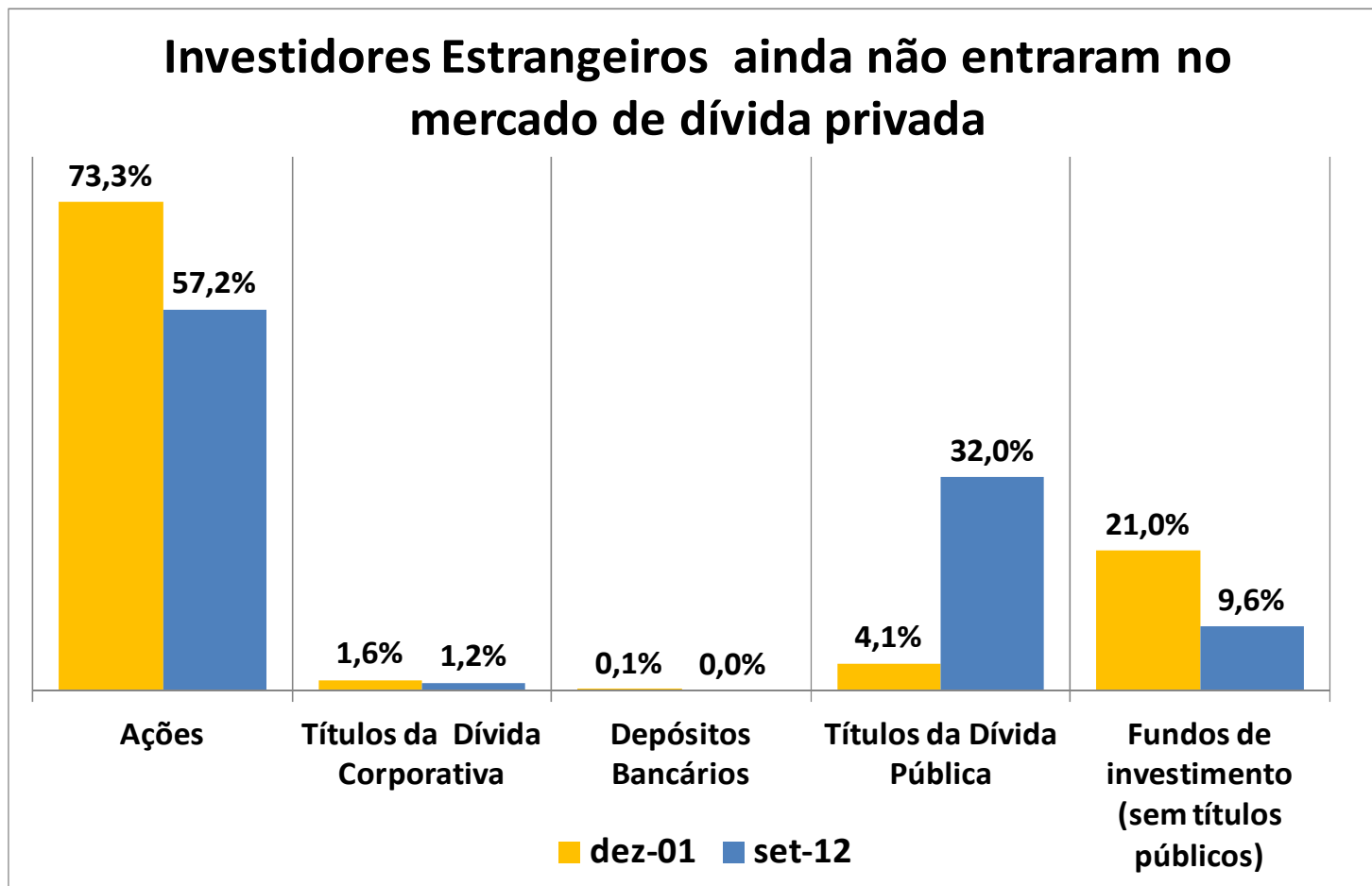


Ativos sob gestão de fundos de investimentos no MUNDO



Fonte: Relatório do Grupo PAC-PME

**INVESTIDORES ESTRANGEIROS:
 É A CARTEIRA COM MAIOR PARTICIPAÇÃO DE RENDA VARIÁVEL (57,2%);
 TÍTULOS PUBLICOS COM 32% É A SEGUNDA MAIOR PARCELA;
 APLICAÇÕES EM TÍTULOS PRIVADOS TRIBUTADAS ATÉ 12/2010**



Nota: Emissão de Debêntures de Infraestrutura dependem da aprovação de cada projeto nos respectivos ministérios

Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

INVESTIDORES PESSOA FÍSICA: BASE É PEQUENA



China:

Investidores em Ações: pessoas físicas : 95MM/1.340MM = 7,1%

(i) baixa educação e familiaridade com teoria de portfólio de investimento → menor entendimento de diversificação e não percebem valor em renda fixa; e (ii) propensão a assumir maiores riscos → especulação e negociação ativa;



Brasil:

Investidores em Ações: pessoas físicas 580 mil/192MM = 0,3%

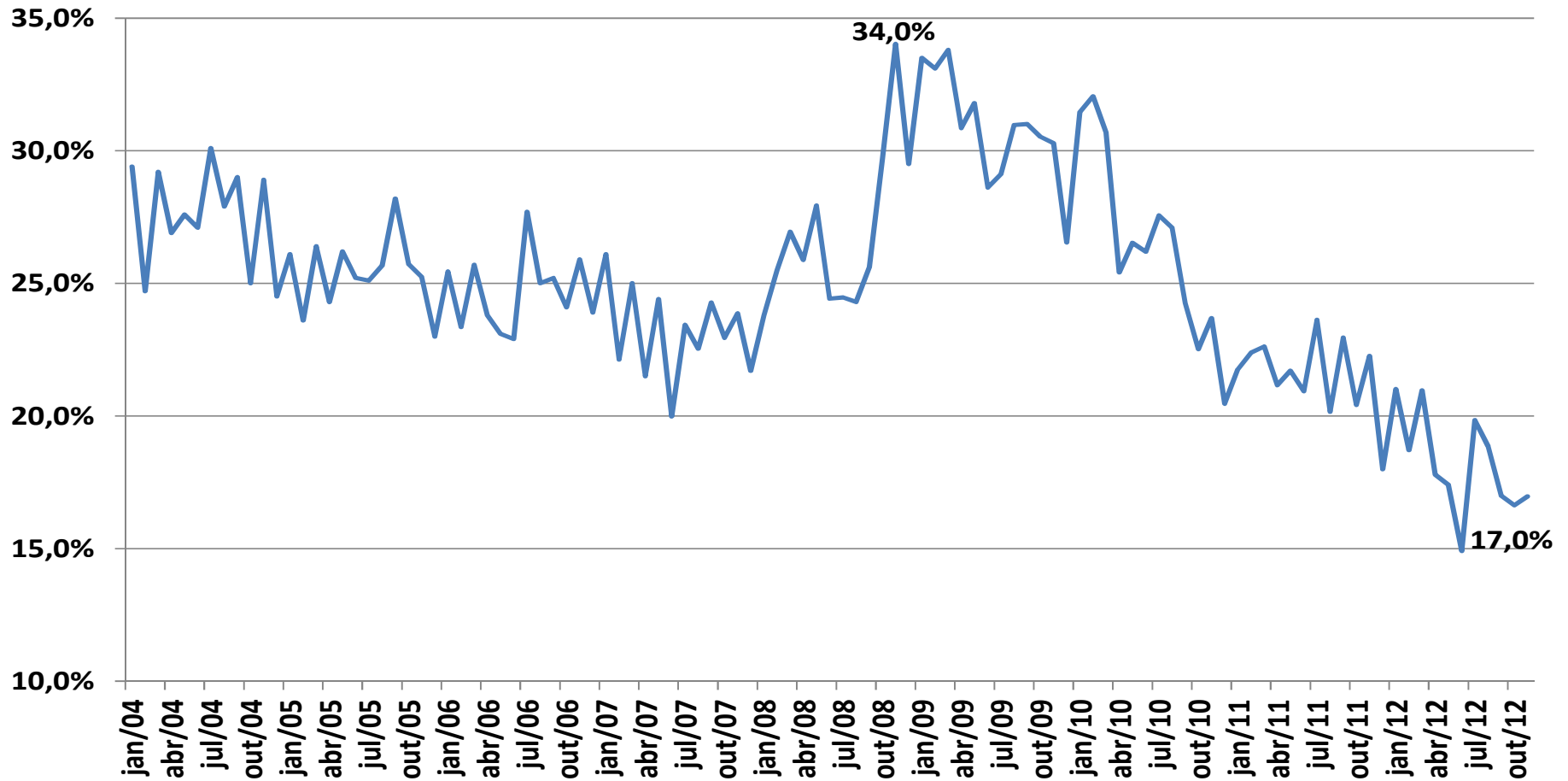
(i) baixa educação e familiarização com mercado de ações; (ii) aversão a maiores riscos; (iii) histórico de alta inflação → maior tendência ao consumo do que poupança;

MÉDIA DOS EMERGENTES : Investidores/População: 5%a

Fonte: Relatório do Grupo PAC-PME; Centro de Estudos do IBMEC

INVESTIDORES PESSOAS FÍSICAS: PARTICIPAÇÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO TEM FORTE REDUÇÃO APÓS A CRISE DE 2008

Percentual de Volume Negociado por Pessoas Físicas na BOVESPA



4.2 Mercado de divida corporativa

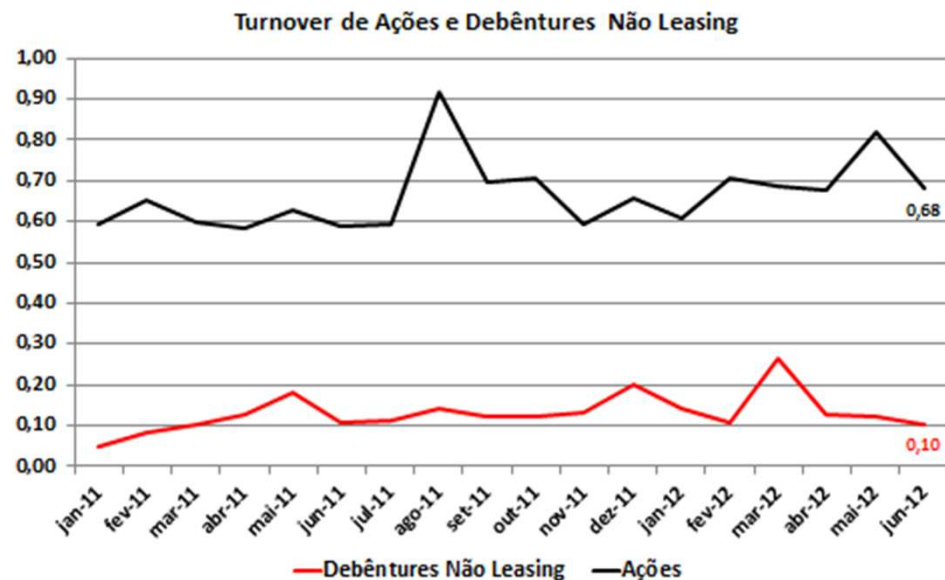
BRASIL: MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA É PEQUENO E MENOS DESENVOLVIDO QUE O ACIONÁRIO; MERCADO SECUNDÁRIO TEM BAIXA LIQUIDEZ
MERCADO DE AÇÕES E MERCADO DE DÍVIDA PRIVADA
CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO – dez 2010 - % PIB

PAÍS	AÇÕES (1)	TÍTULOS DA DÍVIDA (2)
EUA	121%	31%
Brasil	70%	5,9%
EUA / Brasil	1,7	5,2

Fontes:

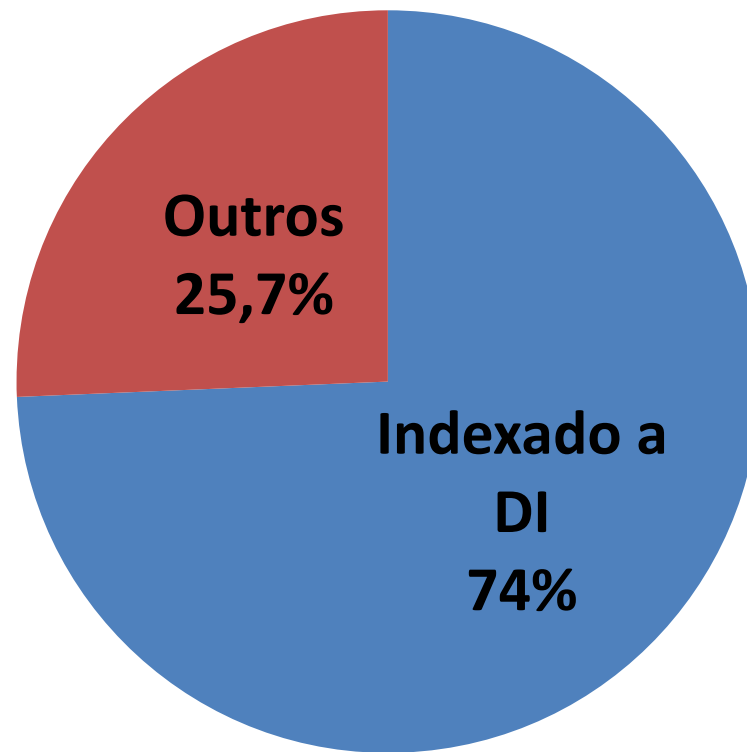
- (1) WFE - World Federation of Exchanges;
- (2) EUA; Flow of Funds Analysis of the United States;
 Brasil; CEMEC.

Liquidez de Títulos de Dívida Privada no Brasil é muito baixa



Para concorrer com títulos públicos, indexados à SELIC, grande parte das debêntures corporativas são indexadas ao CDI, ou seja, toda incerteza da política monetária foi trazida para este mercado.

Percentual de Emissões de Debêntures Indexadas a CDI - 2000 a 2012 Fonte: ANBIMA



Valor médio de emissão de debêntures é muito elevado

Volume de Emissões Debêntures e Dívida - 2011 em R\$ milhões nominais		
	Debêntures	Dívida(*)
média	305	411
mediana	180	101

(*) Dívida das 750 maiores empresas fechadas

4.3 Elementos de diagnóstico: uma interpretação

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Dados e análises apresentadas sugerem

- 1. Regulação do mercado de capitais: em geral tem efeito líquido positivo, embora com algum excesso de burocracia:**
 - a. maior proteção dos investidores;**
 - b. variedade de instrumentos e veículos.**
- 2. Combinação de fatores macro e micro econômicos atuaram para limitar o acesso ao mercado acionário e inibir o mercado de dívida corporativa:**
 - a. Altas taxas de juros de títulos públicos;**
 - b. Distorções e discriminação tributária de títulos privados;**
 - c. A partir de 2010: crescimento do crédito direcionado com taxas subsidiadas.**

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Investidores:

- 1. Cultura de renda fixa: títulos públicos com altas taxas de juros, elevada liquidez e risco de crédito nulo inibe aplicações em renda variável e títulos de dívida corporativa:**
- 2. Base de investidores individuais em ações é pequena e cultura de mercado de capitais insuficiente;**
- 3. Investidores institucionais preferem títulos públicos e investimento em ações de grandes cias. : empresas menores tem mais risco, custo maior de análise, menos liquidez;**
- 4. Ciclo de IPOs 2006/2007 confirma: grandes emissões, de grandes empresas, para grandes investidores, especialmente estrangeiros**

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Investidores:

5. Discriminação tributária:

- a. Até 12/2010: isenção para títulos públicos e tributação de títulos privados mantem investidores estrangeiros fora do mercado de divida corporativa;**
- b. Tributação de IR favorece investimento em imóveis**

6. Até 12/2010, distorção tributária: bitributação de rendimentos (cupom) das debentures mais um fator de inibição da liquidez do mercado secundário de divida corporativa

7. Baixa liquidez de títulos de divida corporativa e das ações de empresas de menor porte afasta investidores desses papeis;

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Empresas:

- 1. Entrar no mercado de mercado de capitais via ações ou dívida depende de sua avaliação de custos e benefícios;**
- 2. Ciclo de IPOs 2006/2007:**
 - a. O benefício da redução do custo de capital próprio em 2006/2007 é o principal fator determinante desse ciclo,**
 - b. Hipótese é reforçada pela escolha de IPOs como principal estratégia de desinvestimento dos FIPs;**
 - c. Com o aumento do custo de capital próprio a partir de 2008 houve inibição de IPOs e emissões primárias de follow on.**
- 3. Custos de IPO: Redução de custos de IPO e de manutenção de companhias abertas é desejável, embora comparações internacionais não indiquem diferenças significativas de custo**

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Empresas

4. Empresas e o mercado de capitais : pesquisas e depoimentos em workshops refletem experiência histórica:

- a. para maioria das empresas mercado de capitais não é considerado alternativa de captação de recursos;**
- b. grau de informação é baixo, mercado de capitais usualmente é sinônimo de mercado acionário;**
- c. compartilhamento de controle e custos de adequação são considerados maiores desvantagens, além da percepção (verdadeira até aqui) de que o mercado só existe para grandes emissões;**

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Empresas:

5. Até a ICVM476/2009 o mercado de dívida corporativa era reservado apenas a companhias abertas; todos os custos e “desvantagens” identificados pelas empresas aplicavam-se também às emissões de dívida;

6. Custos e burocracia:

- a. Avanços da regulação, com algum excesso burocrático, elevam os custos de *compliance* e aumentam prazo de ajustes para entrada no mercado;
- b. Carga tributária adicional: eliminação do “planejamento tributário” permitido por algum grau de informalidade (peso desse fator tem sido reduzido pelo aumento do índice de formalização)

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Empresas:

7. Até a queda das taxas de juros, prêmios de risco sobre altos juros de títulos públicos elevam custos de títulos de dívida privada acima da taxa de retorno de ativos da maioria das empresas;

8. Maiores empresas, com melhores padrões de transparência e governança preferem operar com BNDES com taxas muito inferiores às de mercado;

Fatores limitantes do acesso das empresas ao mercado de capitais

Intermediários e prestadores de serviços:

- 1. Mercado para colocação de ações concentra-se em grandes investidores institucionais e principalmente estrangeiros; base de investidores pessoas físicas é limitada e focada em renda fixa;**
- 2. Mercado para colocação de dívida corporativa: Discriminação tributária afasta investidores estrangeiros, rentabilidade de títulos públicos e baixa liquidez do mercado secundário afasta institucionais;**
- 3. Bancos , escritórios de advocacia, auditorias e outros prestadores de serviços concentram-se nas grandes emissões**

4.4 EVOLUÇÃO RECENTE: ALGUNS FATORES LIMITANTES COMEÇAM A SER SUPERADOS

EVOLUÇÃO RECENTE: ALGUNS FATORES LIMITANTES COMEÇAM A SER SUPERADOS

1. Altas taxas de juros de títulos públicos:

A partir de agosto de 2011 taxa SELIC teve acentuada redução, refletida também nas taxas longas (NTN-B);

Governo anuncia processo de eliminação da indexação à SELIC e ao CDI

2. Distorções tributárias

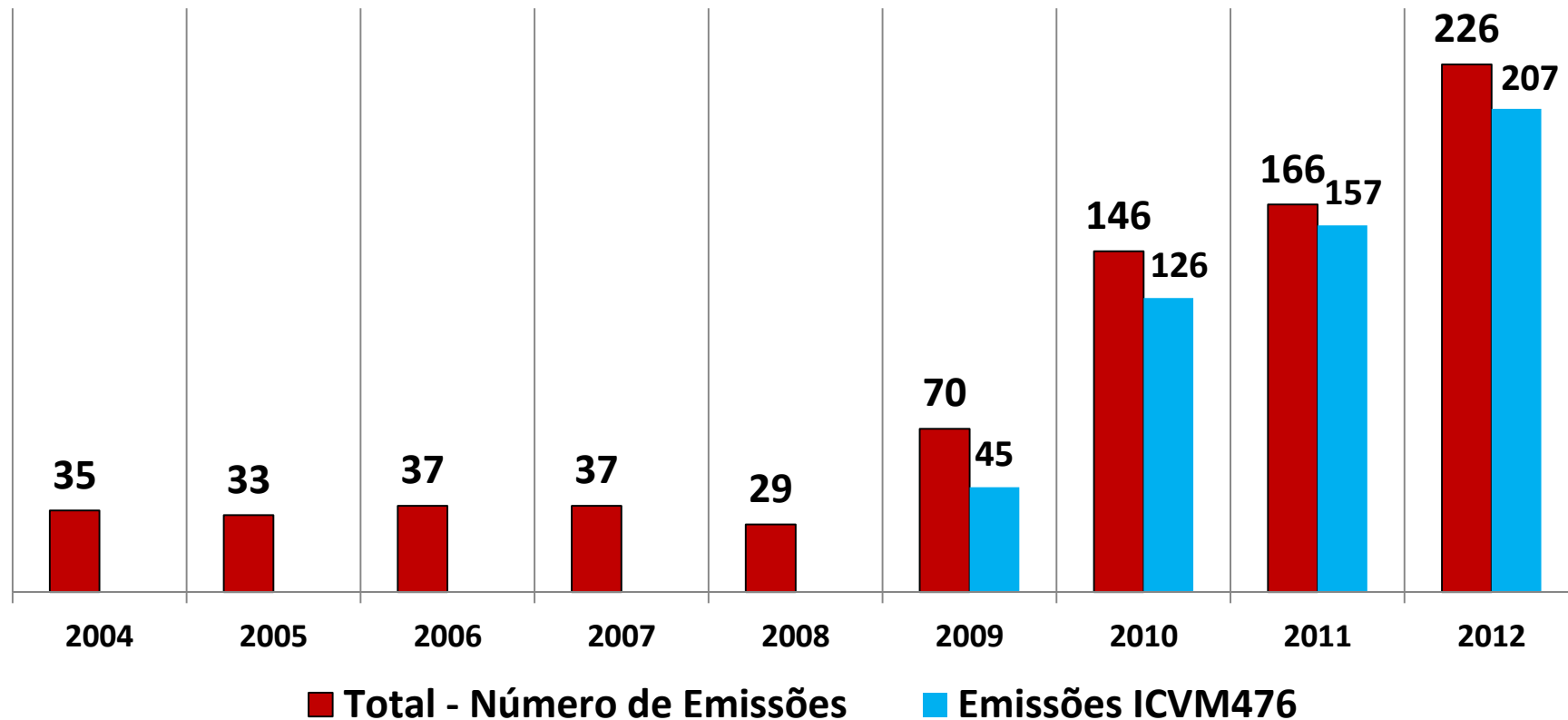
Desde MP 517 de 12/2010 (Lei 12.421) várias medidas reduziram de modo significativo discriminação tributária em relação a títulos de dívida privada;

Distorção tributária: eliminada dupla tributação sobre cupom de juros

MERCADO DE DÍVIDA REAGE COM ICVM476/2009 E QUEDA DE JUROS

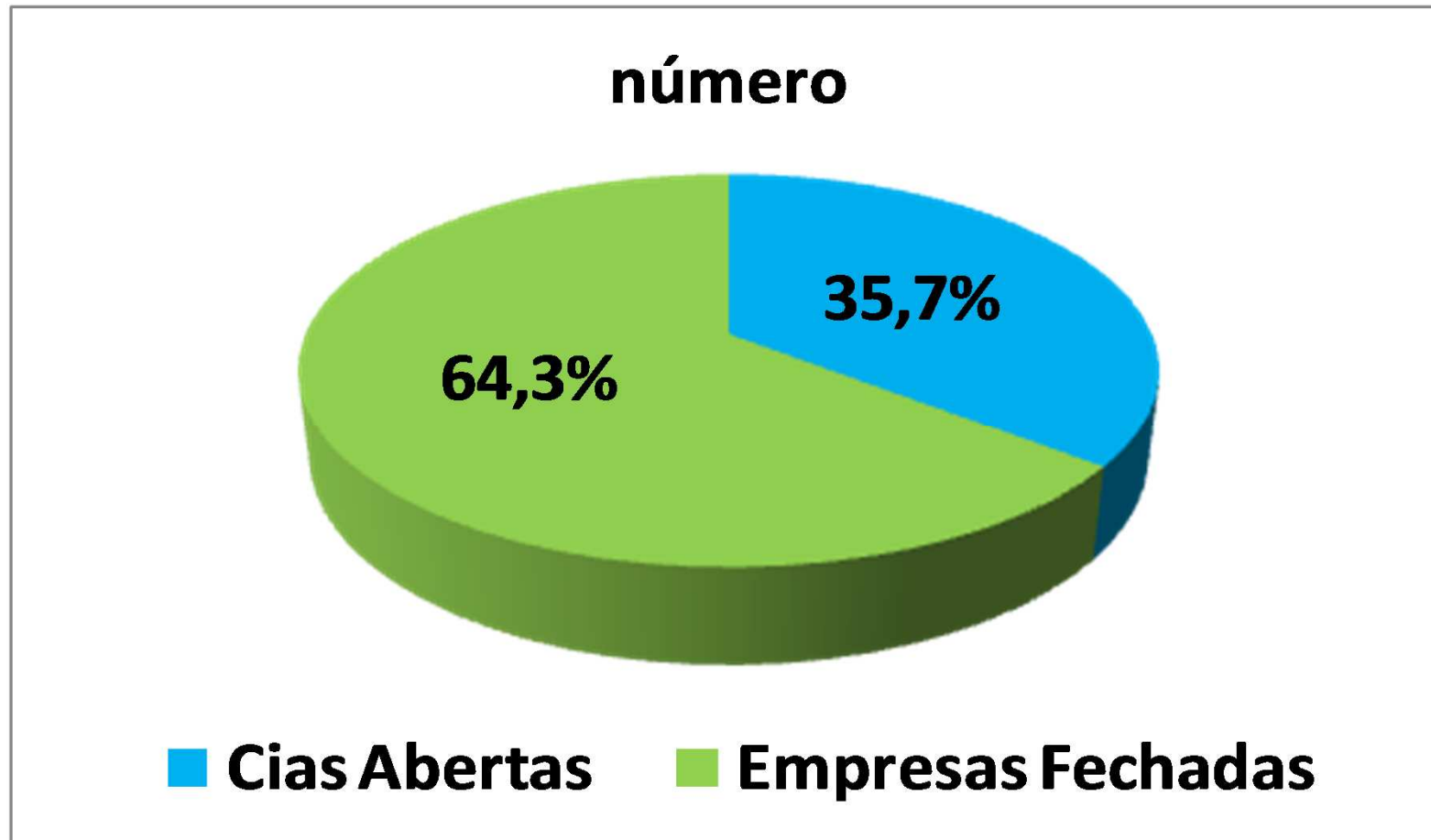
Número de Emissões de Debêntures

Fonte: ANBIMA



Predominância de empresas grandes, de controle privado nacional e do setor de serviços em todos os anos

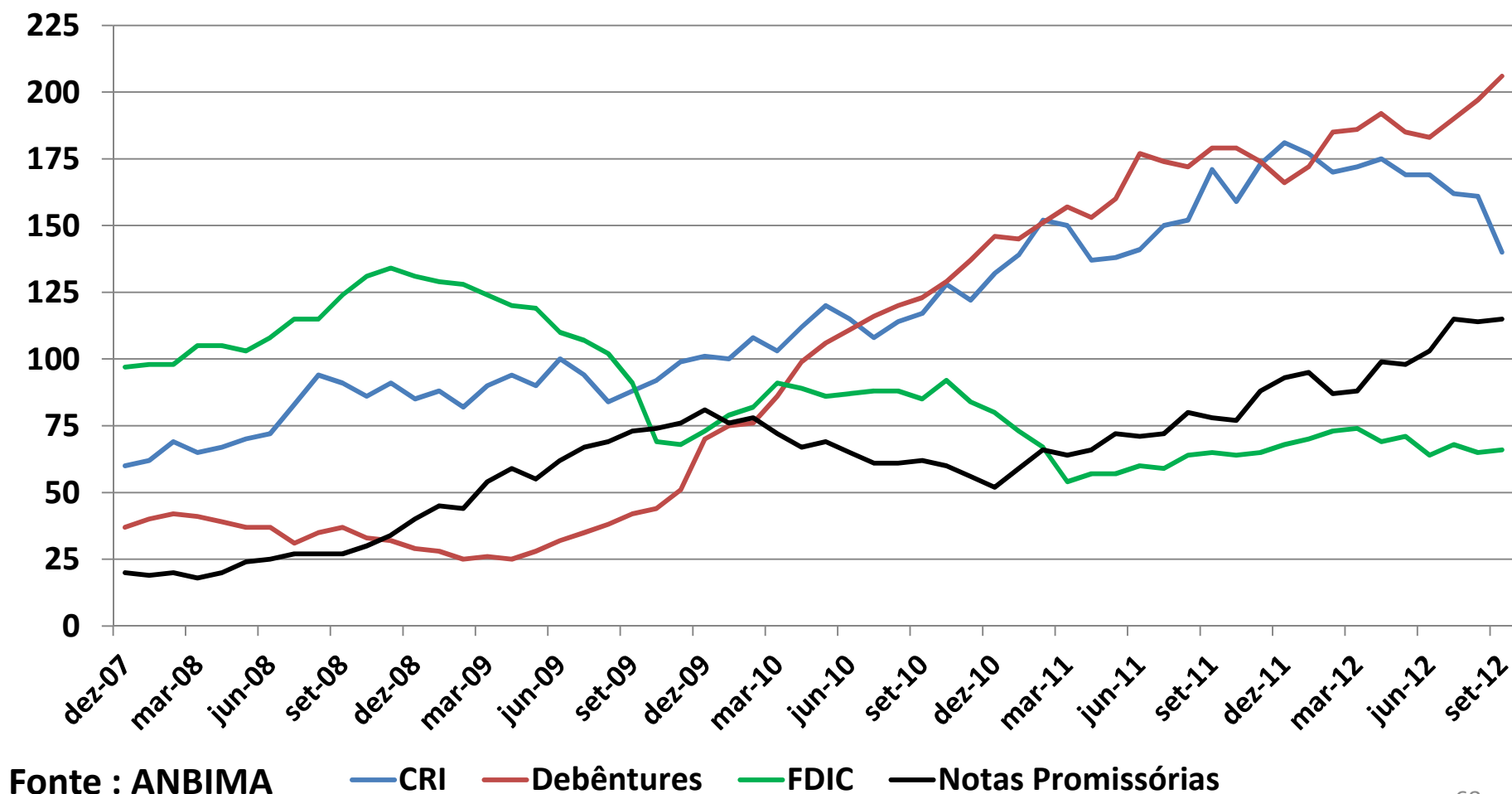
**ICVM476/2009: PARTICIPAÇÃO DE SAs FECHADAS NO MERCADO DE DÍVIDA:
EM 2012 ESSAS EMPRESAS JÁ REPRESENTAM 2/3 DAS EMISSÕES**



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC, dados ANBIMA

ALÉM DE DEBÊNTURES, OUTROS INSTRUMENTOS MOSTRAM CRESCENTE PARTICIPAÇÃO DAS EMPRESAS NO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA

Soma Móvel Anual do Número de Emissões

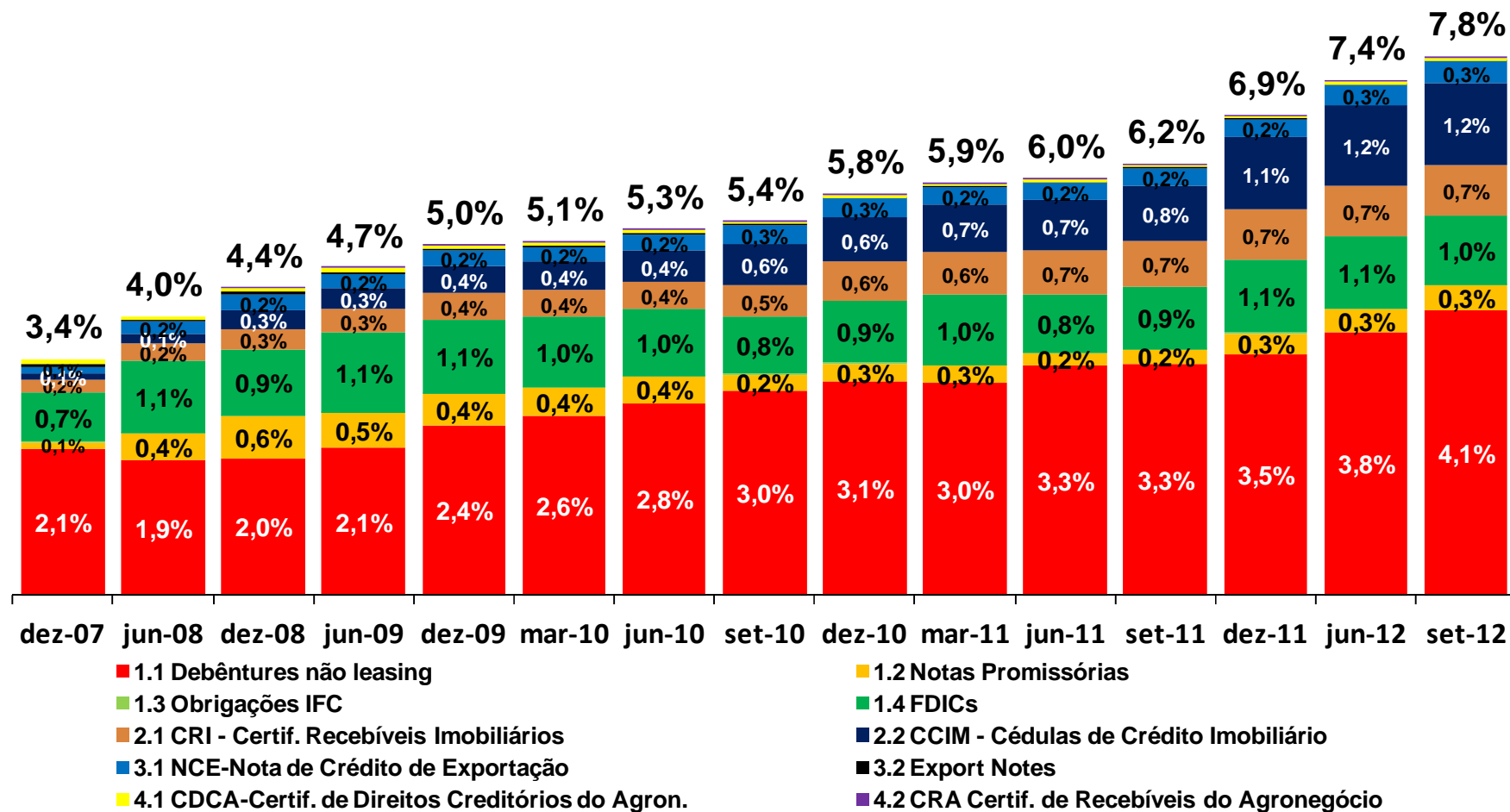


Fonte : ANBIMA

— CRI — Debêntures — FDIC — Notas Promissórias

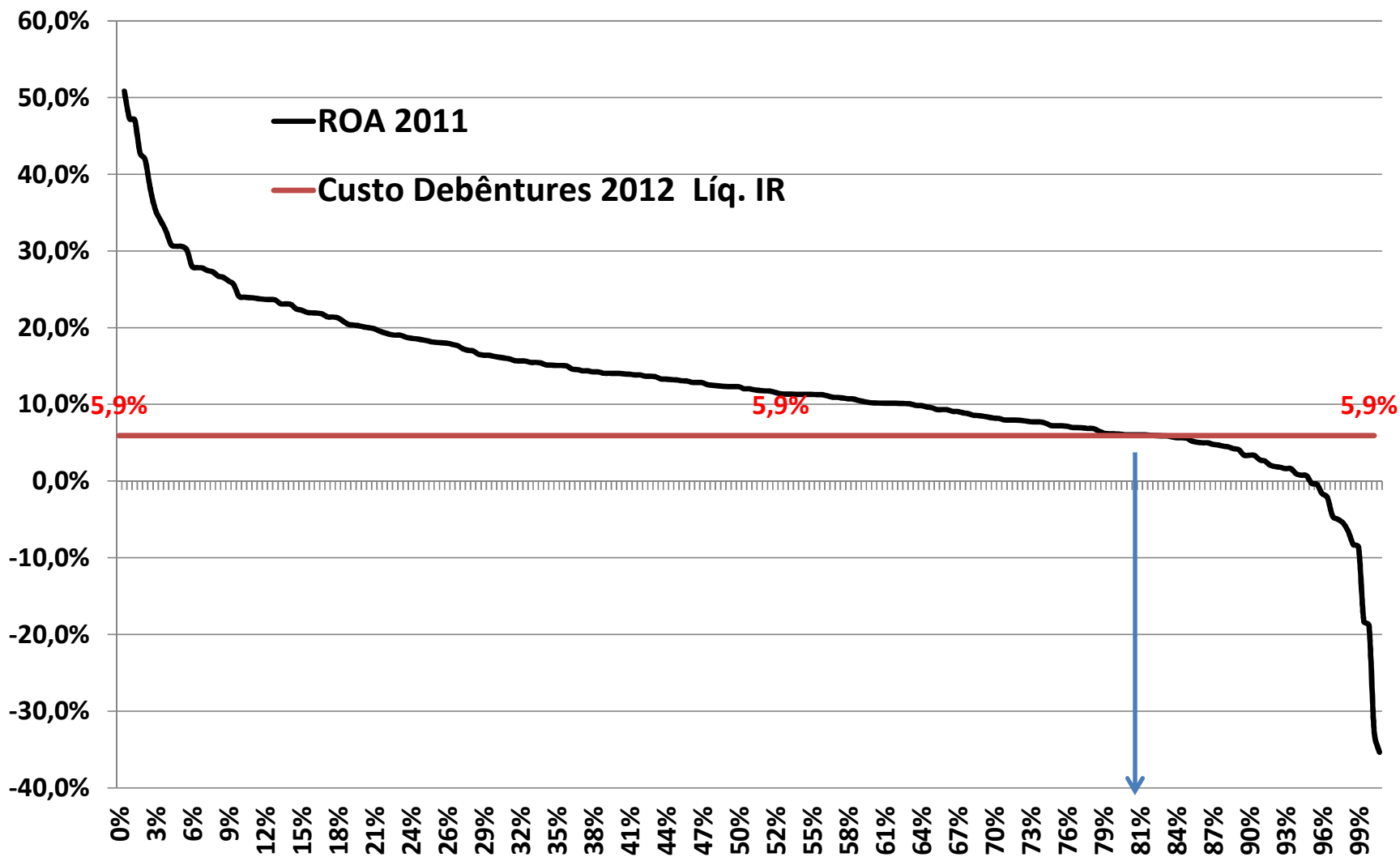
12/2007 A 09/2012: SALDO DE DEBENTURES DOBRA DE 2,1% PARA 4,1% DO PIB; SALDO DE OUTROS TITULOS TRIPLICA (1,3% PRA 3,7% DO PIB)

Saldo dos Títulos Emitidos por Empresas Não Financeiras % do PIB



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

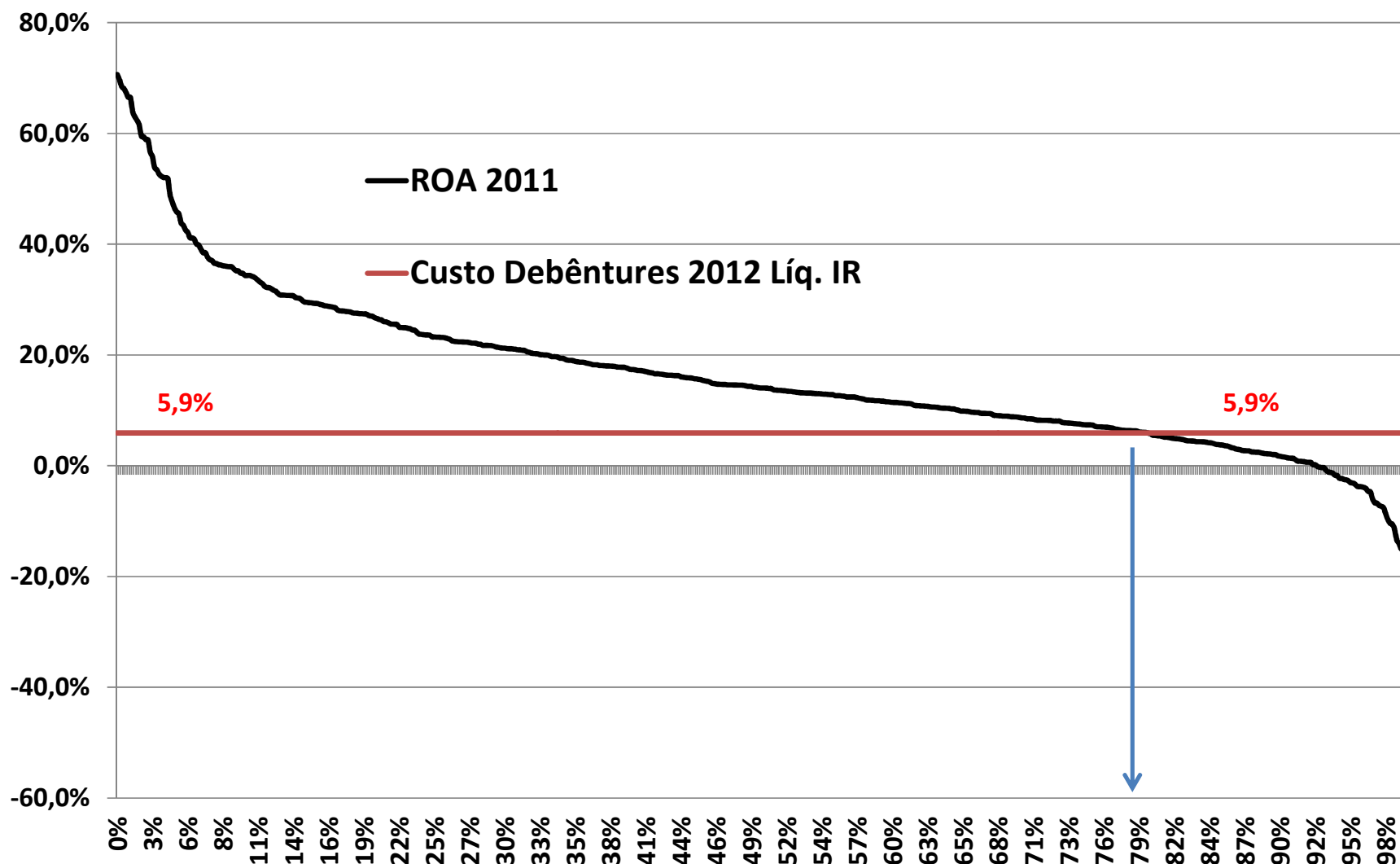
**80% DAS CIAS ABERTAS TEM TAXA DE RETORNO DE ATIVOS
(ROA) MAIOR QUE CUSTO LÍQUIDO DE DEBÊNTURES
ROA das Cias Abertas e Custo de Debêntures Líq. de IR**



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

80% DAS MAIORES EMPRESAS FECHADAS TEM TAXA DE RETORNO DE ATIVOS (ROA) MAIOR QUE CUSTO LIQUIDO DE DEBENTURES

ROA das Maiores Empresas Fechadas e Custo de Debêntures Líq. de IR



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

FINANCIAMENTO DE INFRAESTRUTURA : CONCESSIONARIOS DE SERVIÇOS PUBLICOS LIDERAM EMISSÕES DE DEBENTURES

SETOR	Empresas Não Financeiras (1)	%	Emitiu Debentures (número) (2)	%	% (2)/(1)
Comércio	147	12,2%	25	8,6%	17,0%
Indústria	557	46,1%	63	21,6%	11,3%
Indústria da Construção	99	8,2%	35	12,0%	35,4%
Serviços	404	33,5%	169	57,9%	41,8%
Total	1207	100,0%	292	100,0%	24,2%

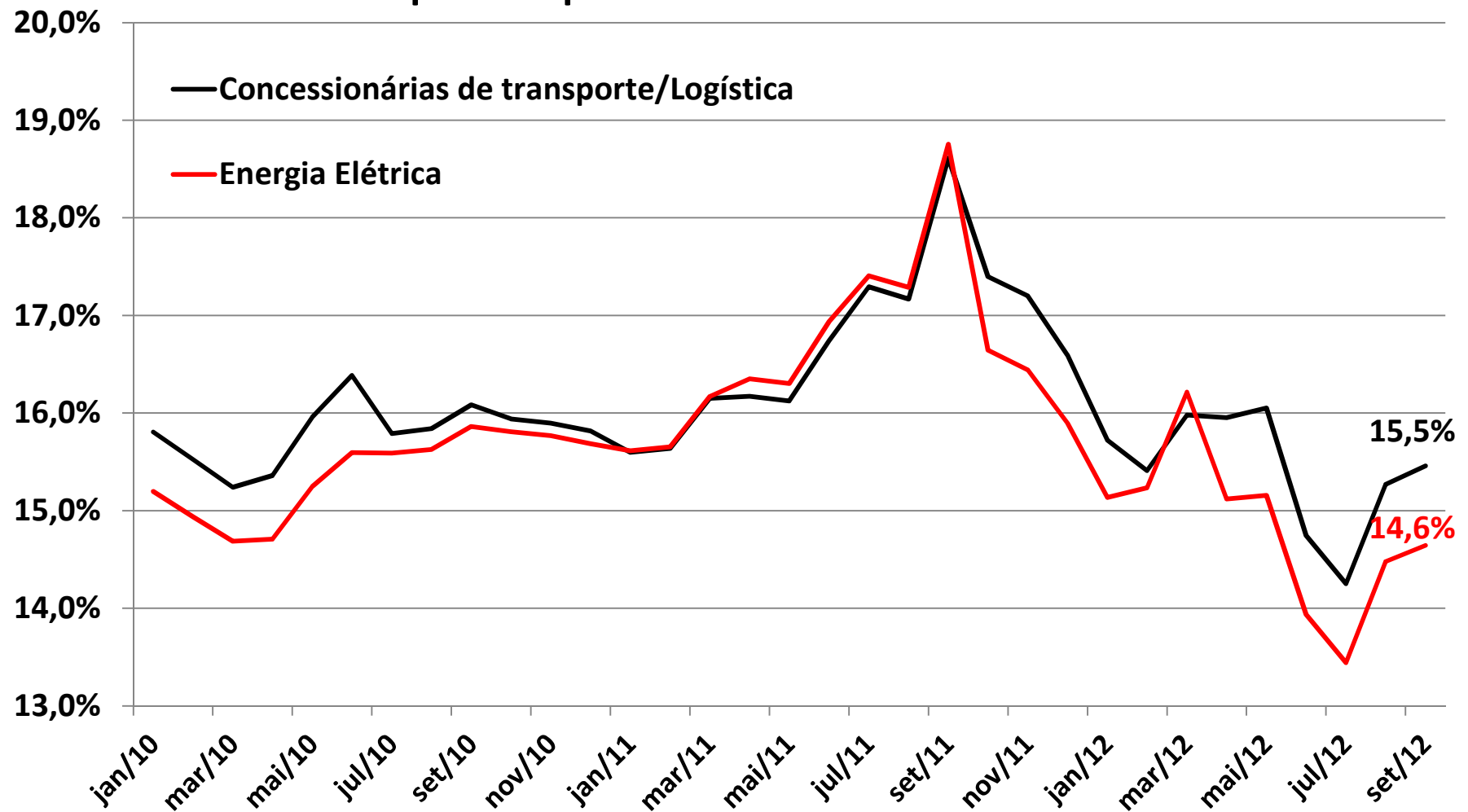
SETOR ESPECÍFICO	(2)/(1) %
Concessionaria Rodovias	90,9%
Energia	49,2%
Logística	41,7%
Serviços Diversos	40,0%
Petróleo	40,0%
Transporte	39,3%
Comunicações	36,8%
Indústria da Construção	36,6%
Saneamento	35,3%
Telecomunicações	27,8%
Serviços Saúde	22,7%



Fonte : Centro de Estudos do IBMEC

TAXAS DE RETORNO ANUNCIADA PARA INVESTIDORES EM CONCESSÕES DE RODOVIAS (entre 10 e 11% a.a. real) * SÃO COMPATÍVEIS COM INDICADORES DE CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO DESSES SETORES

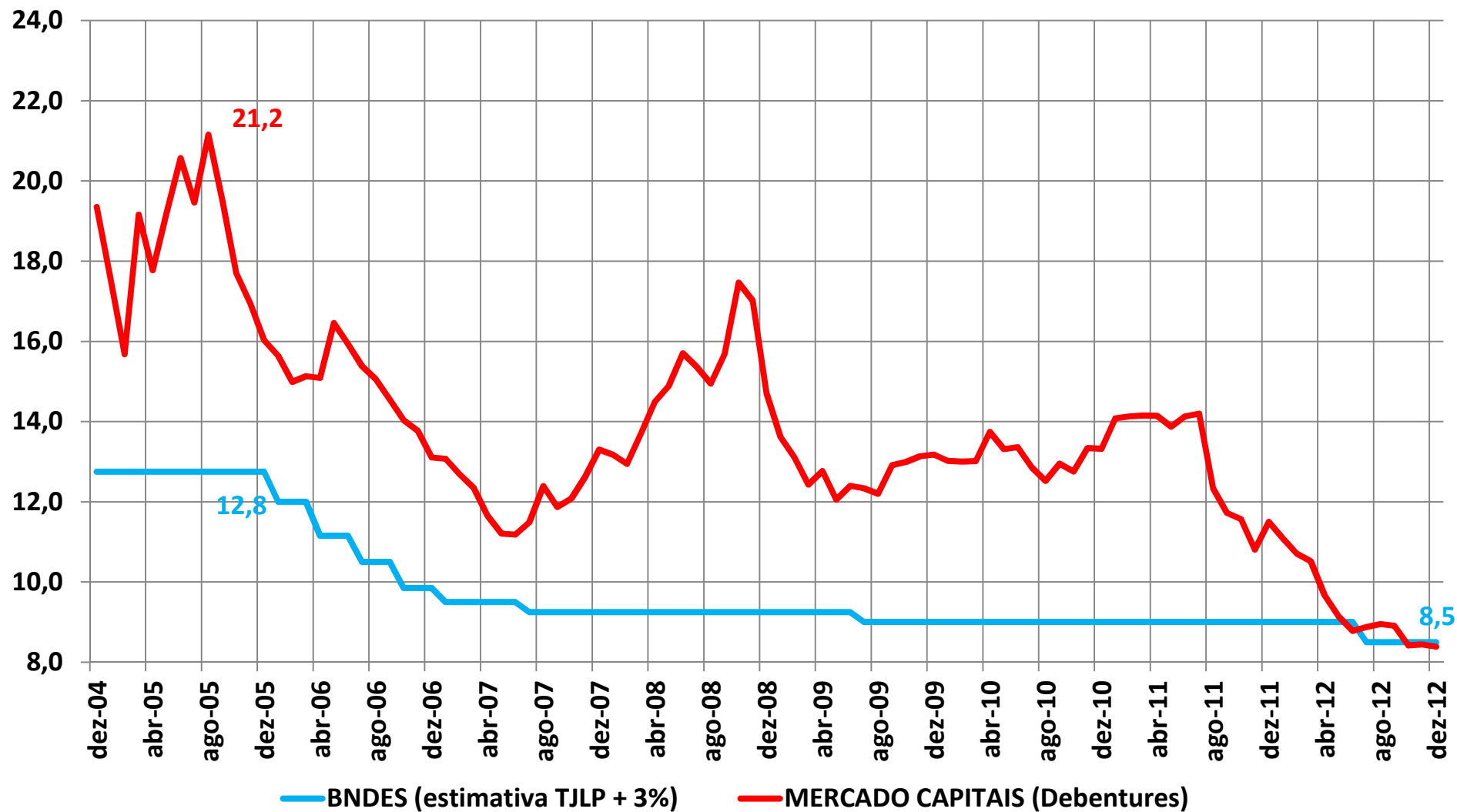
Custo de Capital Próprio Nominal - Fonte: CEMEC método 2



* V. entrevista do Sr. Bernardo Figueiredo – Jornal Valor Econômico de 06/02/2013, pg. F2.

CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS DEBENTURES SE APROXIMA DO CUSTO DO BNDES

Taxas de Juros do Exigível Financeiro PJ - taxas anuais



Fonte: BACEN e Centro de Estudos do IBMEC

EVOLUÇÃO RECENTE: ALGUNS FATORES LIMITANTES COMEÇAM A SER SUPERADOS

3. CVM: Comunicado de 23/11/2012:

- a. concessão de dispensa dos requisitos da ICVM 400 para companhias com ativos menores que R\$ 300MM e emissões inferiores a R\$ 150MM;**
- b. procedimento simplificado; menos burocracia e menos custos: substitui o prospecto de distribuição pelo edital de oferta pública e formulário já existente;**
- c. distribuição se faz por meio de leilão na bolsa para investidores qualificados, que podem colocar as ações para o público em geral após 18 meses.**

4. Aumento do grau de formalização das empresas

5. Formadores de mercado é eficiente para elevar liquidez de empresas menores

Aumento do grau de formalização das empresas

Pessoal Ocupado do Setor Privado Sem Carteira Assinada - em %
do total de pessoal ocupado do setor privado



**LIQUIDEZ DE AÇÕES DE EMPRESAS DE MENOR PORTE É BAIXA
MAS ATUAÇÃO DE FORMADORES DE MERCADO É EFICAZ**

VALOR DE MERCADO	FORMADOR DE PREÇOS	NÚMERO EMPRESAS	PRESENÇA EM PREGÃO
<= que R\$ 625 milhões	Não	70	37,6%
> que R\$ 625 milhões	Sim	20	89,5%
<= que R\$ 625 milhões	Não	46	61,7%
> que R\$ 625 milhões	Sim	74	94,8%
Liquidez Plena	Não	42	100,0%

5. Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais

ALGUNS DESAFIOS A SEREM SUPERADOS

- 1. Acabar indexação diária (CDI) no mercado financeiro;**
- 2. BNDES tem anunciado política de sinergia com o mercado de capitais, mas anúncios recentes mantem padrão anterior no financiamento de infraestrutura:**
 - a. Até 80% de recursos subsidiados do BNDES;**
 - b. Financiamento subsidiado de bancos privados com recursos de depósitos compulsórios;**
- 3. Baixa liquidez do mercado secundário de dívida corporativa;**
- 4. No mercado de ações adotar tributação de ganhos de capital compatível com formação de poupança de longo prazo;**

ALGUNS DESAFIOS A SEREM SUPERADOS

- 5. Custos elevados de preparação para acesso ao mercado de capitais e de manutenção de companhias abertas;**
- 6. Melhorar a informação, orientação e educação financeira de investidores, empresários e dirigentes de empresas visando otimizar uso do mercado de capitais;**
- 7. Participação de um maior número de instituições financeiras, intermediários e prestadores de serviços na originação e distribuição de instrumentos do mercado de capitais, aumentando o acesso das empresas e investidores ao mercado.**

PROPOSTAS

ORIGEM	FOCO
IBMEC	Desenvolvimento do mercado de capitais, incluindo ações e títulos de dívida; (PDMC 2002) Núcleos Regionais de Mercado de Capitais
Grupo de Trabalho PAC_PME	IPOs- Pequenas e médias empresas
Comitê de Técnico de Ofertas Menores	Financiamento de Pequenas e Médias Empresas no mercado de ações (previsão de propostas março 2013)
IEDI –Instituto TALENTO BRASIL	Mercado de Renda Fixa
ANBIMA	Novo Mercado de Renda da Fixa
CETIP	Mercado de Renda Fixa

MERCADOS DE AÇÕES E DIVIDA CORPORATIVA

- 1. Informação, orientação e educação financeira num contexto de taxas de juros mais baixas:**
 - a. Investidores – diversificação de carteiras e maior compreensão de riscos/retorno; a educação financeira de investidores já é objeto de várias iniciativas mas longo caminho a percorrer;**
 - b. Empresários/dirigentes de empresas – novas estratégias de gestão financeira e oportunidades de financiamento do mercado de capitais; existem poucas iniciativas; deve ser prioritário.**

MERCADOS DE AÇÕES E DIVIDA CORPORATIVA

2. Regulação: prioridades

- a. Simplificação, redução de burocracia e custos para IPO, emissões de ações e divida, sem comprometer percepção de risco de investidores que poderia elevar prêmios de risco e custo do capital;**
- b. Redução de custos de publicação: flexibilização da obrigatoriedade da publicação de balanços e outras informações no Diário Oficial;**
- c. Agilidade nas emissões: buscar prazos de execução das emissões de ações ou títulos de dívida compatíveis com aproveitamento de janelas de oportunidade de mercado.**

MERCADO DE AÇÕES

3. Tributação

- a. **Isonomia na tributação de ações e do mercado imobiliário, possibilitando a recomposição de carteiras de ações sem incidência do imposto de renda, com diferimento da cobrança do imposto para o momento da realização financeira da carteira;**
- b. **Equalização da tributação de investidores estrangeiros que investem diretamente em bolsa e para os que investem em fundos mútuos de investimento;**

MERCADO DE AÇÕES

- c. Mudança na tributação do investimento de longo prazo para os FIEEs (Empresas emergentes) e FIPs (Fundos de Investimento e Participações): adoção de alíquotas regressivas em função do prazo de desinvestimento;**
- d. Crédito tributário para cobertura de custos de IPO para PMEs, e isenção para investidores em ações de PMEs;**

MERCADO DE DIVIDA CORPORATIVA

1. Financiamento de infraestrutura:

Liberação de taxas de retorno dos projetos de concessão de serviços públicos à iniciativa privada permite maior participação do mercado de dívida corporativa e reduz comprometimento de recursos do BNDES e do Tesouro;

2. BNDES - atuação em sinergia com mercado de capitais:

a. Financiamento de projetos de infraestrutura: taxas de debentures próximas às taxas do BNDES permitem realizar parte significativa dos financiamentos em debentures, a taxas de mercado, com compartilhamento de garantias e promoção de liquidez;

MERCADO DE DIVIDA CORPORATIVA

- b. Sempre que possível condicionar apoio financeiro a compromisso de abertura de capital;**
- c. Emitir debentures próprias: promover padronização e alongamento de prazos e desindexação do CDI.**
- d. Participação no Fundo de Apoio a Liquidez previsto no NMRF da ANBIMA**

3. Flexibilizar ICVM 476: eliminar limitação do numero de investidores qualificados a serem contatados e que possam adquirir os papeis

MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA

4. Implementar demais propostas do NMRF da ANBIMA especialmente aquelas focadas na liquidez do mercado secundário:

a. padronização de contratos

b. baixos valores unitários de emissão e

c. implantação de fundos de liquidez

5. Criação de fundos de investimento de crédito privado com adequada gestão e diversificação de riscos

Proposta do IBMEC: Estratégia Nacional de Acesso ao Mercado de Capitais

- 1. Criação de núcleos regionais de mercado de capitais;**
- 2. Regulamentação da desconsideração da personalidade jurídica;**
- 3. Novo modelo previdenciário para novos trabalhadores;**
- 4. Tributação de ações;**
- 5. Equalização da tributação para investidores estrangeiros que investem em fundos de investimento;**
- 6. Mudança da tributação do investimento de longo prazo para o FIEEs e FIPS;**
- 7. Flexibilização da obrigatoriedade da publicação de balanços no DO.**

OBRIGADO