

**O mercado de títulos de renda fixa no Brasil no período recente (2006-2016):
evolução, reformas e desafios**

**The Brazilian bond market in the recent period (2006-2016):
evolution, reforms, and challenges**

Paulo José Whitaker Wolf¹

Giuliano Contento de Oliveira²

Alex Wilhans Palludeto³

Área 1: Macroeconomia, política econômica e financiamento do desenvolvimento

Resumo: Este artigo analisa o segmento de renda fixa do mercado de capitais no Brasil, com ênfase nos mercados de títulos de dívidas pública e privada, dentre os quais se destacam os mercados de títulos de dívida bancária, dos títulos de dívida corporativa e dos títulos de cessão de crédito. Busca-se identificar os principais obstáculos para que ele se torne funcional ao processo de desenvolvimento econômico e social do país, viabilizando a efetivação das decisões de investimento sem, entretanto, aumentar consideravelmente o grau de fragilidade financeira do sistema. Argumenta-se que o mercado de títulos de dívida privada ainda não é capaz de competir com o mercado de títulos de dívida pública pela preferência dos proprietários de riqueza e que a sua expansão nos últimos anos decorreu, em grande medida, de circunstâncias realmente excepcionais, o que justifica o enfraquecimento desse processo depois que essas circunstâncias deixaram de existir. De fato, para que o mercado de capitais se torne uma fonte de recursos para empresas em condições favoráveis, em termos de volume, custos e prazos, são necessárias reformas estruturais ainda mais profundas do que aquelas que foram adotadas no período recente.

Palavras chave: Mercado de títulos; Títulos de dívida pública; Títulos de dívida privada.

Abstract: This paper analyzes the fixed income segment of the capital market in Brazil, with emphasis on the public and private debt securities market, among which stand out the bank debt securities market, the corporate debt securities market and the credit assignment securities market. It aims to identify the main obstacles for it to become functional to the economic and social development process, enabling the realization of investment decisions without a significantly increase in the degree of financial fragility of the system. It argues that the private debt securities market is still not able to compete with the public debt securities market for the preference of wealth owners and that its expansion in recent years was due largely to exceptional circumstances, which justifies the weakening of this process after these circumstances ceased to exist. In fact, even deeper reforms than those that have been adopted in the last decade are necessary in order to assure that the capital market become a source of funds for companies on favorable conditions, considering volume, cost and terms.

Key words: bond market; Public debt securities; Private debt securities.

JEL-Code: E44; G10; G38.

¹ Doutorando em economia no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp).

² Professor do IE/Unicamp.

³ Professor do IE/Unicamp.

1 Introdução

Em uma economia capitalista, os níveis de renda e emprego dependem das decisões de investimento dos empresários. Para que sejam efetivadas, essas decisões dependem não apenas das expectativas dos proprietários de riqueza a respeito de um futuro incognoscível, mas também das condições de financiamento vigentes no país, em termos de volume, custos e prazos. Ao contrário do que sustenta a visão convencional, o sistema financeiro exerce um papel fundamental na determinação do ciclo econômico, uma vez que ele pode sancionar ou não as decisões de gasto dos capitalistas.

Como propôs Keynes (1936; 1937), o financiamento do investimento pressupõe dois processos distintos, mas indissociáveis entre si, quais sejam, o *finance* e o *funding*. O *finance* constitui a demanda por moeda para a realização do investimento por parte dos empresários, passível de ser atendida pelos bancos mediante seu “fundo rotativo” de recursos, formado pelos fluxos de recebimentos de empréstimos realizados no passado, bem como por meio da criação de moeda. Já o *funding* consiste na canalização da poupança decorrente do processo de multiplicação da renda gerada pela realização do investimento para consolidar as dívidas assumidas anteriormente, permitindo a compatibilização entre os fluxos de rendimentos decorrentes dos ativos e os fluxos de compromissos decorrente dos passivos a eles associados. Com isso, evita-se um aumento do grau de fragilidade do sistema⁴.

Nesse contexto, o mercado de capitais, composto pelo mercado de renda variável (ações) e pelo mercado de renda fixa (títulos de dívida, prefixados e pós-fixados), pode exercer um papel importante para viabilizar as decisões de investimento dos capitalistas, na medida em que as empresas podem captar recursos para financiar as suas operações via emissão de valores mobiliários.

O desenvolvimento do mercado de capitais, no entanto, pressupõe a existência de arranjos institucionais suficientemente sofisticados para a realização de transações com esses ativos. Uma vez emitidos no mercado primário, esses valores mobiliários podem ser vendidos por seus proprietários no mercado secundário, desde que existam investidores capazes e dispostos a assumir a contraparte na transação⁵.

Essa discussão é particularmente relevante no caso da economia brasileira, uma vez que a retomada do crescimento econômico sustentado exige, entre outros fatores, a existência de um mercado financeiro privado de longo prazo, de sorte a permitir a elevação sustentada do investimento. A existência de um sistema financeiro privado de longo prazo devidamente regulado e dinâmico, incluindo o mercado de títulos de dívida privada, tende a reduzir a vulnerabilidade financeira da economia ao longo dos períodos de expansão, de um lado, e diminuir a dependência externa, de outro.

Nessa perspectiva, este artigo analisa o segmento de renda fixa do mercado de capitais do Brasil, buscando-se identificar os principais obstáculos para que ele se torne funcional ao processo de desenvolvimento econômico e social do país, viabilizando a efetivação das decisões de investimento sem, entretanto, aumentar consideravelmente o grau de fragilidade financeira do sistema. Argumenta-se que o mercado de títulos de dívida privada ainda não é capaz de competir com o mercado de títulos de dívida pública e que a sua expansão nos últimos anos decorreu, em grande medida, de circunstâncias realmente excepcionais, perdendo força tão logo elas deixaram de existir. A existência de ativos, como os títulos públicos, que combinam alta liquidez e rentabilidade constitui um elemento de resiliência do aprofundamento do mercado de títulos privados, na medida em que impõe um custo de captação elevado para os emissores desses papéis, muitas vezes incompatível com o retorno esperado do

⁴ Ver Minsky (1982; 1986).

⁵ Os valores mobiliários emitidos por empresas podem ser adquiridos pelos investidores de forma direta ou indireta, por meio de estruturas de investimento coletivo, os chamados investidores institucionais, tais como fundos de pensão (entidades financeiras que assumem o compromisso de proteger o contratante diante da impossibilidade de obter renda por meio do trabalho e que podem ser abertas ou fechadas, a depender se elas são restritas aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas patrocinadoras); os fundos de investimento (entidades financeiras que concentram recursos de indivíduos para aplicação em carteiras diversificadas e que podem ser abertos ou fechados, a depender se os investidores podem retirar-se do fundo sem a necessidade de vender a sua cota a outro investidor) e as seguradoras (entidades financeiras que assumem o compromisso de proteger o contratante diante da ocorrência de um evento predeterminado).

investimento⁶. De fato, para que o mercado de capitais torne-se uma fonte de recursos para empresas em condições favoráveis, em termos de volume, custos e prazos, são necessárias reformas estruturais ainda mais profundas do que aquelas que foram adotadas até agora. A despeito de reformas importantes, os papéis emitidos pelas empresas e pelos bancos continuam sendo incapazes de competir com os papéis emitidos pelo Tesouro na preferência dos proprietários de riqueza, sobretudo em momentos caracterizados pelo aumento da incerteza.

O artigo está dividido em uma seção, além desta introdução e da conclusão, na qual são apresentados os principais mercados que compõem o segmento de renda fixa do mercado de capitais do Brasil, quais sejam, o mercado de títulos de dívida pública e o mercado de títulos de dívida privada – sendo este composto, por sua vez, pelos mercados de títulos de dívida bancária, especialmente CDBs e LFs, pelos títulos de dívida corporativa, com ênfase nas debêntures, e pelos títulos de cessão de crédito, com destaque para as LCIs e LCAs, bem como para os CRIs e para a importância dos FIDCs.

2 O segmento de renda fixa do mercado de capitais

O desempenho do mercado de títulos de renda fixa no Brasil, público e privados, de ambos os mercados está intimamente relacionado ao desempenho da economia no período. Após a crise do final da década de 1990, o país adotou um regime de política macroeconômico bastante rígido, baseado no câmbio flutuante, no regime de metas para a inflação e no regime de metas para o superávit fiscal primário. Embora não tenha abandonado esse regime, entre 2004 e 2013 as condições externas altamente favoráveis ao Brasil, juntamente com políticas de estímulo à demanda e de investimento em infraestrutura, permitiram a aceleração do ritmo de crescimento do PIB no país. Esse contexto afetou positivamente o mercado de capitais, reforçado pelo fato de que a queda do risco país ao longo de todo o período culminou na conquista de “grau de investimento” pelo Brasil em meados de 2008.

Esse processo, contudo, foi claramente interrompido em 2014, quando o aumento da inflação e o desajuste nas contas públicas e nas contas externas, agora sob um contexto internacional mais incerto, culminaram na adoção de políticas monetária e fiscal fortemente contracionistas a partir de então. A situação tornou-se ainda mais grave a partir de 2015, quando à deterioração da situação econômica somou-se também a deterioração da situação política do país. O efeito negativo desse processo sobre o mercado de capitais foi reforçado pelo fato de que o aumento do risco país levou a perda do grau de investimento atribuído pelas principais agências de classificação de risco ao Brasil. Com isso, os investidores nacionais e estrangeiros tornaram-se ainda mais cautelosos a respeito da forma como eles desejam conservar a sua riqueza ao longo do tempo.

Como mostra a Tabela 1, o estoque de dívida privada cresceu de forma expressiva entre 2006 e 2016, de R\$ 527 bilhões para R\$ 2,5 bilhões, reduzindo de forma significativa a diferença em relação ao estoque de dívida pública nesse intervalo. Não obstante, o estoque de dívida pública continuou superior ao estoque de dívida privada.

Tabela 1: Estoque dos títulos de renda fixa, público e privados – R\$ bilhões

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Mercado de renda fixa											
Títulos de dívida pública (a)	1.094	1.225	1.265	1.388	1.640	1.819	2.075	1.967	2.129	2.480	2.972
Títulos de dívida privados	527	653	1.068	1.229	1.379	1.521	1.651	1.894	2.008	2.359	2.460
Títulos de dívida corporativos (b)	157	213	267	298	349	410	513	597	694	753	798
Debêntures	156	210	248	283	338	397	501	585	675	744	788
Outros	1	3	19	15	11	13	12	12	19	9	10
Títulos de dívida bancários (c)	346	404	736	849	908	932	918	1.008	923	992	1.043
CDB	343	397	730	830	854	753	650	640	539	535	596
LF	0	0	0	0	31	149	236	337	356	434	430
Outros	3	7	6	19	23	30	32	31	28	23	17
Títulos de cessão de crédito (d)	24	36	65	82	122	179	220	289	391	606	619

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

⁶ Tal como mostrou Keynes (1936), em sua teoria de escolha de ativos, os investidores alocam a sua riqueza de acordo com o retorno oferecido por cada ativo, o qual é dado por $r = a + q - c + l$, onde a corresponde ao ganho ou perda de capital esperado, decorrente da posse de um ativo; q é o retorno monetário esperado decorrente da posse desse ativo; c o custo monetário esperado decorrente da posse desse ativo; e l o prêmio de liquidez do ativo.

Tradicionalmente, os títulos da dívida pública são excludentes, e não complementares, aos títulos de dívida privada no Brasil. Não obstante, o desenvolvimento do mercado de dívida pública deveria contribuir para o desenvolvimento do mercado de dívida privada, ao oferecer a infraestrutura para a negociação desses papéis, isto é, sistemas de registro, liquidação e compensação. O mercado de títulos de dívida públicos é muito desenvolvido no Brasil em função do fato de que esses papéis possuem rendimento elevado, alta liquidez e baixo risco. Dessa forma, o mercado de títulos de dívida pública se torna disfuncional ao desenvolvimento do mercado de títulos privados, pois os emissores privados acabam tendo que oferecer rendimentos maiores e prazos menores para compensar a atratividade dos títulos de dívida pública (Carvalho, 2009a; Torres e Macahyba, 2012).

2.1 O mercado de títulos de dívida pública

Dentre os principais títulos de dívida emitidos pelo Tesouro Nacional e negociados no país na última década, destacam-se as Letras do Tesouro Nacional (LTN), as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e as Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) e série F (NTN-F). As LTN são títulos prefixados, não indexados e que não pagam juros periódicos; as LFT são títulos pós-fixados, indexados à taxa Selic e que também não pagam juros periódicos; as NTN-B são títulos pós-fixados, indexados ao IPCA e que pagam juros semestrais; e as NTN-F são títulos prefixados, não indexados e que também pagam juros semestrais.

A Tabela 2 mostra a participação dos principais títulos de dívida pública no total emitido e a participação de cada um deles no estoque existente ao longo da última década. No que se refere às emissões, a melhora dos principais indicadores da economia brasileira, em geral, e a redução das taxas de juros, em particular, incentivou os investidores a recomprem seus portfólios. Houve maior crescimento da participação dos títulos prefixados em relação aos títulos pós-fixados, movimento puxado pelo forte aumento das LTN, que compensou a queda das NTN-F, o que revela uma preferência dos investidores por títulos de prazos mais curtos nesse segmento. Já o menor crescimento da participação dos títulos pós-fixados foi puxado pelo aumento das NTN-B, que compensou a forte queda da LFT, o que revela uma preferência dos investidores por títulos indexados ao IPCA relativamente à taxa Selic nesse segmento. Esse comportamento das emissões até 2012 se reflete na composição do estoque de títulos públicos, com o crescimento da participação dos títulos pós-fixados induzido pela alta da LTN, que compensou a queda das NTN-F, e o crescimento da participação dos títulos pós-fixados puxado pela alta das NTN-B, que contrapesou a queda das LFT.

Tabela 2: DMFI – Participação por título na emissão e no estoque - % do total

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Emissões (R\$ bilhões)	492	298	352	411	422	396	406	487	856	709
LFT	22,4	38,3	24,9	22,2	14,3	3,1	21,6	21,2	31,9	22,9
LTN	39,3	32,4	47,9	45,3	54,0	55,5	48,7	54,5	47,1	50,8
NTN-B	22,2	20,1	15,0	19,0	26,2	34,6	19,9	14,6	10,9	15,4
NTN-F	16,1	9,2	12,2	13,5	5,6	6,7	9,8	9,7	8,5	9,3
Estoque (R\$ bilhões)	1.225	1.265	1.398	1.604	1.783	1.917	2.028	2.184	2.650	2.986
LFT	33,4	35,8	35,8	32,5	30,8	22,2	19,5	19,2	23,6	29,1
LTN	26,5	18,9	17,7	22,1	22,6	28,8	31,8	31,4	28,8	24,0
NTN-B	19,8	23,6	23,6	23,3	25,4	31,4	32,0	32,7	30,6	29,5
NTN-F	10,8	13,3	16,0	15,8	15,7	12,4	11,5	11,7	12,2	12,8
Outros	9,5	8,4	6,9	6,2	5,5	5,2	5,2	5,1	4,8	4,6

Fonte: STN. Elaboração própria.

A partir de 2013, a deterioração dos principais indicadores da economia brasileira levou a uma desaceleração das mudanças no perfil das emissões e, conseqüentemente, também do estoque de títulos públicos, com o aumento da importância das LFT no total. Em 2015, diante do aprofundamento da desaceleração econômica e da instabilidade política, a participação das LFTs atingiu 31,9%, ante 21,2% em 2014, uma vez que esses ativos constituem refúgio dos investidores em momentos de aumento da incerteza. Esse processo foi interrompido no primeiro semestre de 2016, depois que o BCB voltou a reduzir a taxa Selic, levando a um aumento da demanda por títulos prefixados e por títulos

pós-fixados indexados à taxa de inflação. Esse episódio ratificou, uma vez mais, o caráter procíclico da gestão da dívida pública federal no Brasil (Oliveira e Carvalho, 2010). A mudança nas condições nesse momento fez com que o Tesouro Nacional revisse o plano elaborado no primeiro semestre do ano de aumentar as emissões de LFT para captar recursos junto ao mercado e passasse a aumentar as emissões de LTN, NTN-F e NTN-B. Isso, entretanto, não foi suficiente para evitar o aumento da participação das LFTs no estoque de papéis, à custa dos títulos pré-fixados e dos títulos pós-fixados indexados à taxa de inflação, o que implicou a deterioração do perfil da dívida mobiliária federal interna no ano (Campos e Simão, 2016).

A existência de títulos de dívida pública indexados à taxa Selic representa uma herança do período de alta inflação no Brasil⁷. Essa íntima relação entre o mercado de títulos de dívida pública e o mercado monetário foi mantida mesmo depois da estabilização dos preços. Dessa forma, variações na taxa básica de juros se refletem imediatamente na rentabilidade de uma parcela importante dos papéis emitidos pelo TN e, portanto, no custo da dívida mobiliária. Isso constitui importante constrangimento à política fiscal, subordinada às diretrizes da política monetária.

Além disso, mas não menos importante, os prazos dos títulos de dívida pública são bastante curtos relativamente àqueles verificados em outros países. Isso dificulta o estabelecimento de uma curva de rendimentos que associe uma rentabilidade para cada maturidade possível e que sirva de referência para os títulos de dívida privados que possuem maior risco.

A Tabela 3 apresenta o prazo médio dos principais títulos públicos emitidos ao longo da última década. Esses prazos são muito inferiores àqueles que seriam considerados ideais. Entretanto, assim como ocorreu uma melhora no perfil dos ativos negociados no mercado de títulos públicos no que se refere aos seus indexadores, com o aumento da participação dos títulos prefixados e dos títulos pós-fixados indexados ao IPCA, há também uma melhora no perfil desses ativos no que diz respeito à sua maturidade, com o alongamento dos prazos, sobretudo dos títulos pós-fixados e, entre eles, daqueles indexados ao IPCA. Mas, assim como as melhoras no perfil dos indexadores, a melhora no perfil da maturidade dos títulos públicos se mostra vulnerável a mudanças, pois não resulta de transformações estruturais na lógica e na dinâmica de funcionamento desse mercado.

Tabela 3: DMFI – Prazo médio dos títulos de dívida públicos - anos

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total	2,6	3,0	3,3	3,4	3,4	3,5	3,8	4,1	4,3	4,4	4,4
LTN	0,8	0,8	0,6	0,9	0,9	1,4	1,5	1,3	1,2	1,2	1,5
LFT	1,9	2,2	2,5	2,7	2,7	2,5	1,9	2,4	3,0	4,2	3,7
NTN-B	4,8	5,7	5,5	6,0	6,2	6,7	7,3	7,7	7,8	7,7	7,7
NTN-F	3,1	2,9	2,5	2,1	2,3	1,9	2,7	3,3	3,8	3,6	3,4

Fonte: STN. Elaboração própria.

No que se refere à tributação, vale lembrar que os principais tributos vigentes no mercado de títulos da dívida pública são o IR e o IOF. Desde 2006, os investidores estrangeiros estão sujeitos apenas ao IR sobre rendimentos periódicos⁸. As condições altamente favoráveis em termos de tributação para esses investidores relativamente aos nacionais (pessoas física e jurídica), somada ao aumento da liquidez e redução das taxas de juros internacionais, contribuiu para explicar o forte aumento da participação dos estrangeiros no mercado de títulos de dívida públicos na última década. De fato, esse aumento mais que compensou a queda da participação de investidores mais tradicionais nesse mercado, como as instituições financeiras e os investidores institucionais, como mostra a Tabela 4.

⁷ Sobre a institucionalidade da indexação financeira, ver Oliveira (2010b).

⁸ No caso do IR, o imposto incide sobre rendimentos periódicos e na venda ou resgate do título e as alíquotas variam entre 22,5% e 15%, de acordo com o prazo desde a aquisição, sendo as alíquotas maiores para prazos menores. Desde 2006, os investidores estrangeiros estão sujeitos apenas ao IR sobre rendimentos periódicos e a alíquota é de 15%, independentemente do prazo desde a aquisição. Já no caso do IOF, o imposto se aplica apenas às operações de prazo inferior a 30 dias, incidindo sobre o valor de resgate limitado ao rendimento da operação, com alíquota é de 1% ao dia. Investidores estrangeiros estão isentos do pagamento de IOF.

Tabela 4: DMFI – Participação por investidor - % do total

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instituições Financeiras	37,8	39,6	37,7	30,8	31,5	30,1	30,2	29,8	25,0	23,1
Fundos de Investimento	29,7	26,9	28,7	25,7	25,3	24,7	21,7	20,3	19,6	22,1
Previdência	17,7	17,1	15,8	14,2	15,4	16,0	17,1	17,1	21,4	25,1
Não-residentes	5,1	7,2	8,8	11,4	11,3	13,7	16,1	18,6	18,8	14,3
Governo	-	-	-	10,4	8,8	7,3	6,6	5,7	5,8	5,5
Seguradoras	2,6	2,6	3,8	3,7	4,1	3,9	4,0	4,1	4,6	4,6
Outros	7,0	6,6	5,2	3,7	3,6	4,3	4,3	4,4	4,9	5,4

Fonte: STN. Elaboração própria.

Tradicionalmente, a elevada presença dos investidores estrangeiros no mercado de título da dívida pública e que não possui equivalente em nenhum outro segmento do mercado de capitais, assegura a elevada liquidez desses papéis. Essa presença diminuiu em 2016, diante do contexto de elevação da instabilidade, da redução da taxa de juros e da oportunidade de repatriação de recursos a partir do patamar valorizado da taxa de câmbio. A saída dos investidores estrangeiros não reduziu o dinamismo do mercado de títulos de dívida pública porque essa saída foi mais do que compensada pela maior disposição dos fundos de investimento, dos fundos de previdência e das seguradoras de adquirir esses papéis em contexto de alta incerteza (Campos e Bonfanti, 2016).

2.2 Mercado de títulos de dívida bancária

Entre os títulos de dívida privada, predominam os títulos de dívida bancária (Tabela 1). Tradicionalmente, o principal deles são os Certificados de Depósitos Bancários (CDB), que, juntamente com os Recibos de Depósitos Bancários (RDB), compõem os chamados “depósitos a prazo”⁹.

Mais recentemente, os bancos passaram contar com um novo instrumento de captação de recursos no mercado, qual seja, as Letras Financeiras (LF). Criadas pela MP 472 de 2009 e regulamentada inicialmente pela Resolução n. 3836 de 2010 do CMN, as LFs são títulos de dívida bancária pré ou pós-fixados com prazo mínimo de dois anos, vedado o resgate, total ou parcial, antes do vencimento pactuado, e que podem ou não oferecer pagamento de rendimentos semestrais. As instituições podem adquirir LFs de sua emissão somente para efeito de permanência em tesouraria e venda posterior. Com a criação das LFs, as instituições que já podiam emitir títulos de dívida de prazos mais longos no exterior foram autorizadas a negociar esses papéis também dentro do país¹⁰.

De fato, até a criação das LFs, os bancos só podiam captar recursos de maior prazo por meio da emissão de títulos de dívida no exterior. A possibilidade de emitir títulos nessas condições no mercado nacional é importante para o próprio desenvolvimento do mercado de crédito bancário, uma vez que ele contribui para o melhor gerenciamento de ativo e passivo das instituições financeiras, permitindo que elas estendam os prazos de suas operações. Tradicionalmente, os bancos concedem financiamento de longo prazo apenas a partir de recursos externos ou como repassadores do BNDES. De fato, para que eles possam emprestar por um prazo mais longo sem que isso implique redução excessiva de suas

⁹ Os CDBs são títulos de dívida bancários pré ou pós-fixados com prazo máximo de dois anos, mas que podem ser resgatados a qualquer momento. Na prática, isso significa que eles possuem liquidez diária. O risco dos CDBs está associado à solidez do banco emissor. Entretanto, as aplicações de até R\$ 250 mil por CPF ou CNPJ em CDBs são garantidas pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) se esse banco emissor for um contribuinte do seguro. O restante do valor das aplicações é mantido como dívida do banco para com o investidor, que deverá aguardar a liquidação da instituição para recebê-lo. Vale lembrar que esse limite foi estendido para todas as aplicações protegidas pelo FGC no primeiro semestre de 2013. Até então, ele era de apenas R\$ 70 mil (Torres e Macahyba, 2012, Costa, 2013, 2015).

¹⁰ Os principais tributos vigentes no mercado de títulos bancários são o IR e o IOF, tal como no caso do mercado de títulos de dívida públicos. No caso do IR, ele incide sobre os rendimentos periódicos e na venda ou resgate e possui alíquota de 22,5% a 15% conforme o prazo desde a aquisição. No caso dos investidores estrangeiros, o IR incide apenas sobre os rendimentos periódicos e possui alíquota fixa de 15%. Já no caso do IOF, ele é válido apenas para operações inferiores a 30 dias e incide sobre o valor de resgate com alíquota de 1% ao dia. No caso das pessoas físicas, o IOF é válido apenas para o CDB e não para as LF. Já os investidores estrangeiros estão isentos do pagamento de IOF.

margens de segurança, eles devem ser capazes de captar recursos nas mesmas condições. Até a criação das LFs, isso era muito difícil no Brasil.

As emissões de LFs tiveram início no primeiro semestre de 2010. Desde então, o ritmo de captação das LF tem sido bastante forte, enquanto se verificou pequena retração na captação via CDB, como mostra a Tabela 5. Essa redução é reflexo, em primeiro lugar, da elevação do compulsório que incide sobre os depósitos a prazo, o que reduz a atratividade desses papéis relativamente às LF e os títulos de cessão de crédito, com destaque para as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito Agrícola (LCA), cujas características serão consideradas mais à frente, justamente no momento em que essas instituições desejavam criar um colchão de liquidez. Em segundo lugar, essa redução na captação via CDB é reflexo da redução do ritmo de concessão de crédito no país, tanto pelos bancos privados como pelos bancos públicos, nos últimos anos. Com excesso de liquidez, os bancos não estão interessados em captar novos recursos no mercado e, quando o fazem, dão preferência a títulos com resgate de mais longo prazo, caso das LFs, ou mais baratos, caso das LCIs e LCAs. Os CDBs permanecem como o principal título de dívida bancária em função da remuneração ainda atraente, da liquidez diária e do fato de que os recursos capados via emissão desses papéis não precisam estar vinculados à existência de carteiras agrícolas ou imobiliárias. De fato, embora importante, especialmente quando considerado o curto período decorrido desde a sua criação, o estoque de LFs é ainda muito pequeno em relação ao de CDBs, sofrendo, inclusive, a sua primeira retração em 2016 (Mandl, 2013).

Tabela 5: Emissão de títulos de dívida bancária - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total (R\$ bilhões)	1.783	2.552	2.501	2.729	2.804	2.289	2.414
LF	1,7	4,2	3,7	3,8	4,0	5,7	3,8
CDB	98,3	95,8	96,3	96,2	96,0	94,3	95,3

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Tal como é característica dos títulos de dívida privados, o mercado secundário de títulos de dívida bancária é ainda pouco desenvolvido se comparado ao mercado secundário de ações e de títulos de dívida pública. A questão fundamental, entretanto, é que embora a participação das LFs ainda seja reduzida nas emissões e nos estoques totais de títulos de dívida bancária relativamente à participação dos CDB, a sua participação nos negócios realizados com esses títulos no mercado secundário cresceu consideravelmente nos últimos anos. Como mostra a Tabela 6, desde 2013 as LFs passaram a responder pela maior parte desses negócios, superando os CDB.

Tabela 6: Negócios com títulos bancários – Volume médio diário - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total (R\$ milhões)	80.436	99.893	152.692	109.256	113.884	126.909	132.322
LF	7,7	30,3	32,4	53,3	70,5	74,7	64,3
CDB	92,3	69,7	67,6	46,7	29,5	25,3	33,1

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

A maior parte das emissões de LFs nos últimos anos foi realizada pelos grandes bancos de varejo. Essas instituições de grande porte, por seu turno, mostram-se menos propensas a realizar ofertas públicas de LF, de modo que as emissões realizadas foram majoritariamente privadas, ou seja, destinadas ao universo de seus clientes. Não por outra razão, dentre os principais ofertantes desses papéis destacam-se as instituições financeiras de menor porte, sobretudo aquelas ligadas às grandes montadoras, como Mercedes-Benz, Volkswagen, Nissan e Renault¹¹.

¹¹ Desde a crise de 2008, que dificultou o suporte das matrizes, essas instituições têm procurado diversificar as suas fontes de captação. O ponto negativo é que essas instituições de menor porte enfrentam maior desconfiança do mercado, sobretu-

De fato, como mostra a Tabela 7, a quase totalidade das LF emitidas desde 2010 foi absorvida pelos investidores institucionais e, mais especificamente, pelos fundos de investimento. Entretanto, a participação dessas instituições se reduziu nos últimos anos, em função do crescimento de outros investidores, com destaque para os próprios clientes dos bancos emissores e das tesourarias de outros bancos. O crescimento da importância dos clientes está relacionado ao aumento das emissões dos grandes bancos, que, como visto, tendem a distribuir os seus papéis entre os seus clientes, ao invés de realizar ofertas públicas. Já o crescimento da importância das tesourarias de outros bancos está relacionado a maior disposição dessas instituições em adquirir papéis de seus congêneres depois que esse processo foi autorizado pela instituição reguladora e supervisora. Atualmente, os clientes e as tesourarias de outros bancos respondem por quase um quinto das aplicações em LFs.

Tabela 7: Principais investidores em LF - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fundos de investimento	92,5	86,2	80,1	76,8	78,4	76,4	75,3
Clientes (pessoas físicas e jurídicas)	3,6	10,3	10,1	10,1	9,3	11,6	14,4
Outros investidores institucionais	3,7	3,1	4,5	4,8	5,0	4,4	4,4
Bancos	0,1	0,1	5,1	7,2	6,0	5,1	3,2
Inst. financeiras não bancárias	0,0	0,1	0,2	0,8	0,9	0,6	0,9
Fundo garantidor de crédito	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3
Outras pessoas jurídicas	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Desde a criação das LFs, havia a expectativa de que as emissões desses papéis apresentassem um perfil diferente das emissões tradicionalmente realizadas de CDBs, de modo que ela seria prefixada ou, no caso das pós-fixadas, que fossem indexadas a indicadores diferentes da taxa dos depósitos interbancários (DI). Entretanto, como mostra a Tabela 8, a quase totalidade das emissões correspondeu a títulos pós-fixados indexados à taxa DI, seguidas pelos indexados ao IPC/IPCA.

Tabela 8: Principais indexadores das LF - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DI	97,0	92,1	89,8	88,2	88,8	87,2	85,2
IPC/IPCA	1,7	5,3	6,7	7,5	7,1	7,3	8,4
Pré-fixados	0,9	2,1	2,8	3,3	3,2	3,6	4,3
IGP	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
INPC	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taxa Selic	0,0	0,1	0,3	0,5	0,4	1,5	1,6

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Para assegurar a sua atratividade em relação aos títulos de dívida públicos e aos CDB, esses papéis são frequentemente negociados com rendimento acima de 100% da taxa DI. Assim sendo, os bancos com maior nota de crédito geralmente pagam até 110% da taxa DI, ao passo que os bancos com menor nota de crédito pagam até 115% dessa taxa. Essa condição é bastante disfuncional ao desenvolvimento do mercado de crédito, pois inadequado para aplicações de longo-prazo (Costa, 2013, 2015).

Havia a expectativa de que as emissões desses papéis apresentassem um perfil diferente das emissões realizadas de CDBs também no que se refere aos seus prazos. Como visto, as LFs são caracterizadas por terem prazo mínimo de dois anos, sem a possibilidade de resgate por parte da instituição emissora durante esse período. Mesmo assim, a maior parte das emissões continuou com viés “curto prazista”, distanciando-se pouco do prazo mínimo estabelecido de dois anos, ainda que eles possam ser resgatados apenas na data do vencimento, ao contrário do que ocorre no caso dos CDBs. Nos últimos

do depois da quebra de uma série de instituições semelhantes nos últimos anos, como é o caso do Banco Cruzeiro do Sul, do BVA e do Banco Rural (Pinheiro, 2013, 2014).

anos, o prazo médio desses papéis variou entre dois e três anos, como mostra a Tabela 9. Embora esse prazo seja compatível com o da maior parte das operações realizadas pelas instituições atualmente, ela é ainda insuficiente para operações de mais longo prazo.

Um conjunto de medidas foi adotado pelo governo para estimular o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos de dívida bancária, em geral, e de LFs, em particular, dada as características mais favoráveis desses papéis relativamente aos CDBs para o desenvolvimento do mercado de crédito. Para que as LFs se transformassem em instrumentos efetivos de captação de longo prazo pelos bancos era necessário que elas deixassem de ser tratadas como depósitos a prazo. Isso ocorreu depois que o Banco Central do Brasil (BCB) eliminou a obrigação de depósitos compulsórios sobre essas captações no final de 2010.

Tabela 9: Prazo médio das LF - meses

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
LF	24,9	34,8	26	27,7	26,7	25,3	26,2
LFS	74,3	74,5	82,2	108,3	71,5	98,4	85,1

Fonte: BCB. Elaboração própria.

A partir da Resolução n. 4.123 do CMN de 2012, foram adotadas uma série de medidas com o propósito de estimular o alongamento dos prazos e incentivar a captação de recursos para financiamento de investimentos em infraestrutura. Dentre essas medidas destaca-se a redução, pela metade, do valor mínimo de emissão das LFs não subordinadas, de R\$ 300 mil para R\$ 150 mil, permitindo que elas sejam oferecidas no mercado de varejo. Já as LFs subordinadas passaram a poder ser oferecidas em ofertas públicas, mas essas operações ficaram restritas ao piso de R\$ 300 mil¹².

Além disso, foram também criados benefícios para as LFs emitidas com prazo superior a quatro anos. De fato, as LFs com prazo superior a 48 meses e que não possuam taxa DI na composição da sua remuneração podem incorporar opções de recompra ou revenda, combinadas ou não com a modificação de seu encargo financeiro, caso não exercida a opção. Além disso, foi permitida a realização de trocas de papéis no mercado pelo emissor por papéis de prazo mais longo.

Por fim, a captação de recursos para infraestrutura foi estimulada pela abertura da possibilidade de emissão de LFs pelos bancos de investimento estaduais e regionais, o que na prática beneficia principalmente o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG), o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (BANDES) e o Banco de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE). O BNDES já possuía a autorização desde a Resolução n. 3933 de 2010 do CMN para emitir LFs, fixando como limite para esse lançamento o montante equivalente ao seu patrimônio de referência, ou seja, o total de capital em ações e lucros retidos. Isso reduziu a necessidade de empréstimos da União para que a instituição continuasse a aumentar o financiamento dos investimentos no país.

De fundamental importância nesse contexto foi o BNDES ter assumido a gestão de sua tesouraria no primeiro semestre de 2014, como resultado do processo de ingresso da instituição no Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), operado pelo BCB. Até então, a gestão de sua tesouraria era terceirizado para várias instituições, com destaque para o BB. Com isso, a instituição não apenas reduziu custos como também assumiu maior autonomia no que se refere à gestão financeira. A questão fundamental é que essa decisão abriu espaço para captações no mercado doméstico via emissão de títulos de dívida bancário, entre eles, CDBs e LFs. Ainda não ocorreu nenhuma emissão de títulos dessa natureza, mas a expectativa é que o banco priorize as LFs aos CDBs, em função da não incidência de compulsório sobre as LFs e dos prazos mais compatíveis desse instrumento com as suas operações.

¹² As LFs com cláusula de subordinação são as últimas a serem pagas em caso de falência do emissor. A mudança ocorreu sob forte resistência do BCB, que temia que a medida sufocaria o mercado de CDBs, o que, entretanto, é pouco provável, em função das características distintivas desses papéis, como a possibilidade de resgate antes do vencimento e a garantia do FGC.

No primeiro semestre de 2014, o CMN aprimorou a Resolução n. 4.123 de 2012 por meio da Resolução n. 4.330, autorizando os bancos a recomprar até 3% do total emitido com cláusula de subordinação, além de 5% quando esses papéis não apresentam essa cláusula que já era previsto para permanência em tesouraria e venda posterior, incluindo instituições do mesmo conglomerado econômico. Antes, o BCB exigia que os papéis subordinados somente fossem recomprados pelas instituições emissoras depois de um prazo de cinco anos. Ao permitir a recompra dos títulos de dívida nessas condições, espera-se que os bancos atuem como uma espécie de formador de mercado para os seus próprios papéis, o que pode estimular as negociações no mercado secundário.

A Resolução n. 4.330 ainda regulamentou a Lei n. 12.838 de 2013 e ajustou as LF para adequá-las às recomendações dos Acordos de Basileia III, que definem requisitos mínimos de capital para os bancos. A implementação dessas recomendações exigiu a criação de um título de dívida passível de compor o patrimônio de referência (PR) dos bancos, ou seja, aquele que serve de base para definir o volume de ativos que essas instituições podem carregar. Para que esse título possa compor o PR, ele deverá ser extinto se o capital principal da instituição, formado apenas por recursos dos acionistas, cair abaixo de determinado valor dos ativos ponderados pelo risco, o qual depende da parte do PR que esse título irá compor, se o nível 1 ou o nível 2. Nesse caso, a Resolução n. 4.330 permitiu que as LFs com cláusula de subordinação pudessem incorporar também uma cláusula de extinção para compor o nível 2. Para que elas pudessem compor o nível 1, foi permitido a incorporação de uma cláusula de perpetuidade, o que significa que elas podem ser emitidas sem prazo de vencimento, cabendo ao banco decidir o momento de devolução do principal. A medida também facultou às instituições a emissão de LFs com cláusula de subordinação com correção pela variação cambial. Embora essa não seja uma condição necessária para que esses papéis componham o PR da instituição, isso torná-los-ia mais atrativos aos investidores estrangeiros. É importante ressaltar que a correção pela variação cambial pode ser adotada apenas pelos papéis destinados a compor o PR, sendo proibida para outros fins.

2.3 Mercado de títulos de dívida corporativa

Depois dos títulos bancários, predominam entre os títulos de dívida privados os títulos corporativos e, em especial, as debêntures. Debêntures são títulos de dívida pré ou pós-fixados de médio e longo prazos emitidos por empresas não-financeiras que sejam sociedades anônimas com garantia de seu patrimônio e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira que funciona como intermediária entre essas empresas e o mercado. Ela garante ao comprador juros periódicos e reembolso do principal na data de seu vencimento, não dando direito à participação nos resultados, como no caso das ações. Assim sendo, quem investe em debêntures torna-se credor da empresa que as emitiu, e não coproprietário, como no caso das ações. As empresas podem resgatá-las antecipadamente, se a escritura de emissão assim facultar. Elas ainda podem ser conversíveis em ações.

A despeito dos avanços recentes, as debêntures ainda respondem por uma parcela reduzida do financiamento das empresas no Brasil. Entre as fontes externas de financiamento das empresas, prevalecem os empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), já que o banco empresta em condições mais favoráveis que o resto do mercado em termos de custos e prazos, o que somente é possível em função das fontes de recursos do banco, composta basicamente de recursos de poupança compulsória e, mais especificamente, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e das contribuições Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-Pasep), e de aportes do Tesouro Nacional.

Em relação ao mercado de debêntures, depois da forte contração verificada em 2008 e 2009, na esteira dos efeitos adversos da crise global, verificou-se retomada significativa das emissões entre 2010 e 2014, tendo atingido o pico em 2012, a saber, R\$ 125 bilhões (Tabela 10). Esse processo decorreu do contexto de recuperação econômica, então em curso, e foi estimulado por eventos pontuais nesse período, como a Copa do Mundo de futebol ou as eleições presidenciais no país. Com a deterioração do contexto econômico e político a partir de 2015, esse mercado foi o que sofreu os maiores reveses entre os diferentes segmentos do mercado de renda fixa. De fato, os demandantes passaram a exigir condições mais rigorosas do que os ofertantes estavam dispostos a aceitar, em termos de custos e prazos, bem como de garantias. Como consequência, parte desses demandantes preferiu recorrer a outros

papeis, a começar pelos títulos de dívida pública, ao passo que parte desses ofertantes preferiu não captar novos recursos ou recorrer ao mercado internacional, via emissão de bônus.

Vale salientar que parte importante do crescimento do mercado de debêntures decorreu da decisão estratégica de arbitragem regulatória dos bancos. De fato, no período que concentra grande volume de lançamentos, as empresas de *leasing*, que, em sua maioria são controladas por bancos, responderam pela maior parte das emissões. As empresas de *leasing* são as únicas instituições financeiras com autorização para emitir debêntures no mercado. Essa era uma forma dos bancos captarem recursos sem a necessidade de realizar depósitos compulsórios junto ao BCB e contribuições para o FGC, como ocorria com as demais formas de captação, incluindo os CDB¹³.

Tabela 10: Emissão de debêntures – % do total

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total (R\$ milhões)	69.464	48.073	24.049	27.614	53.047	61.716	124.996	90.473	94.768	74.522	77.019
Debêntures	34,6	31,1	37,0	100,0	99,8	82,2	72,0	77,9	78,9	95,0	74,0
Debêntures <i>leasing</i>	65,4	68,9	63,0	0,0	0,2	17,8	28,0	22,1	21,1	14,7	26,0

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Entretanto, uma série de medidas dificultou essa estratégia de arbitragem regulatória dos bancos. Em 2009, as operações com debêntures de *leasing* passaram a ser objeto de depósitos compulsórios e, pouco tempo depois, as LFs passaram a ser isentas desses depósitos. Nesse caso, para os bancos tornou-se preferível captar recursos de longo prazo diretamente, emitindo LFs, do que indiretamente, emitindo debêntures por meio das empresas de *leasing*. Por isso, houve um crescimento mais expressivo dos papéis emitidos por empresas que não são do setor de *leasing* desde 2009 (Tabela 10). Apenas mais recentemente é que essas empresas de *leasing* voltaram a emitir papéis para captar recursos no mercado. De fato, depois que foi criado o depósito compulsório, os bancos encontraram uma forma de driblar a regulação. Afinal, os bancos podem deixar de recolher o compulsório a qualquer momento, simplesmente desfazendo a operação e deixando os recursos no balanço da empresa de *leasing*.

A partir de 2016, essas operações compromissadas entre os bancos e seus clientes com prazo inferior a 30 dias passaram a estar sujeitas a cobrança de IOF, mas, uma vez que a cobrança apenas é válida pra emissões realizadas após a medida, os bancos decidiram prorrogar a data de vencimento das emissões que estavam em andamento, postergando, assim, até onde puderam, esse pagamento. Entretanto, a limitação definitiva sobre a estratégia de arbitragem regulatória dos bancos ocorreu pouco tempo depois naquele ano, quando os bancos foram proibidos de realizar novas operações compromissadas com seus clientes usando debêntures de suas empresas de *leasing*. Além de serem proibidos de realizar novas operações desse tipo, os bancos precisaram reduzir em 50% o estoque dessas operações até o primeiro semestre de 2017, sendo que as emissões já realizadas pelos bancos somente poderiam ser renovadas até o segundo semestre daquele ano e, no máximo, por mais doze meses. Embora inviabilize a estratégia de arbitragem regulatória dos bancos, a proibição de operações compromissadas pelos bancos com clientes usando debêntures emitidas por suas empresas de *leasing* eliminou uma importante fonte de captação de recursos por essas instituições. Entre os cinco maiores bancos do país, apenas a CEF não fez uso desse expediente, sendo que, para o Itaú Unibanco e para o Bradesco, ele é a principal forma de captação de recursos (Pinheiro e Marques, 2016a, 2016b).

¹³ Funcionava da seguinte forma: os papéis emitidos pela empresa eram adquiridos pelas tesourarias dos bancos controladores. A empresa emissora recebia o dinheiro e transferia a parcela não utilizada para o banco, por meio de um depósito interfinanceiro. Assim, o banco reavia os recursos investidos sem a necessidade de ceder as debêntures adquiridas. Ele, então, realizava com seus clientes uma operação de venda desses papéis com compromisso de recompra. Assim, no momento da venda, é como se o banco estivesse tomando emprestado desses clientes para depois reembolsar o principal mais um rendimento no momento da recompra. Essa operação era semelhante a de um depósito a prazo, mas sem as suas desvantagens para o emissor, que não precisava realizar recolhimento compulsório nem contribuir para o FGC, e com vantagens para o investidor, que recebia um rendimento maior do que se aplicasse em um CDB, por exemplo. Dessa forma, parte do importante do crescimento da emissão de títulos de dívida corporativos eram, na realidade, títulos de dívida bancária, que diretamente nada tinham a ver com o oferecimento de recursos para as empresas, ainda que indiretamente pudessem até fazer isso, ao permitir aos bancos captar recursos em condições mais adequadas ao alongamento de seus ativos (Lucchesi e Bautzer, 2006).

Importa destacar, pois, que diversas medidas foram adotadas na última década para que as empresas fossem incentivadas a captar recursos no mercado de dívida corporativa. A primeira grande iniciativa de estímulo foi a criação da opção de oferta pública de debêntures com esforços restritos pela CVM por meio da Instrução n. 476 de 2009. Com regras mais simples para emissão, o prazo de estruturação para uma emissão chega a cair à metade, ou seja, de quatro para dois meses. Pelas novas regras, a instituição intermediária apenas pode ofertar debêntures a, no máximo, 50 investidores. Outra limitação é que os compradores não podem passar de 20 dentre esses 50. Somente podem adquirir esses papéis os chamados “investidores qualificados”, isto é, os investidores pessoa física ou jurídica que possuam um patrimônio de, no mínimo, R\$ 300 mil. Essas emissões não têm necessidade de registro na CVM e não precisam manter uma área de relações com investidores e arcar com publicações oficiais, ao contrário das emissões convencionais. De fato, não há sequer esforço de venda, já que normalmente a totalidade do lote emitido acaba sendo adquirida pela instituição financeira que coordenou a oferta. Também é prática comum neste segmento a adoção do regime de garantia firme, no qual a instituição financeira se compromete a adquirir toda a parcela da operação que não for distribuída aos clientes. Tal como mostra a Tabela 11, a medida parece ter sido bem sucedida, já que maior parte das emissões de debêntures realizadas nos últimos anos ocorreu mediante esforços restritos (Costa, 2013, 2015).

Tabela 11: Emissão de debêntures por modalidade

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Volume (R\$ milhões)							
Registradas	15.635	3.180	15.047	10.945	3.674	10.640	1.853
Esforços restritos	33.058	45.320	74.531	58.501	70.225	53.882	55.167
Dispensadas	600	-	-	-	870	-	-
Emissores (Nº)							
Registradas	19	9	18	16	8	9	4
Esforços restritos	109	144	225	256	278	195	143
Dispensadas	1	-	-	-	2	-	-

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

A segunda grande iniciativa de estímulo ao mercado de títulos de dívida corporativa foi o aperfeiçoamento do marco regulatório, por meio da MP 517, de 2010, convertida na Lei 12.431 de 2011. Em 2010, foram constituídos grupos de trabalho, formados por representantes de entidades interessadas no desenvolvimento do mercado, as quais produziram relatórios descrevendo a situação atual e fazendo recomendações, as quais deram origem ao pacote de estímulos adotado pelo governo. A lei visava estimular a emissão de títulos de dívida corporativos em moeda nacional. O intuito era atrair investidores nacionais e estrangeiros para essas operações. As medidas atuaram tanto no mercado primário como no mercado secundário (Freitas, 2011).

Para estimular a oferta de títulos de dívida corporativos, foram realizadas modificações na Lei 6.404 de 1976 - a chamada “Lei das Sociedades Anônimas”. Dentre as mudanças, a mais importante foi a eliminação do limite de emissão de títulos de renda fixa, o qual passou a ser determinado pela assembleia de acionistas, e não mais pelo capital social da empresa. Além disso, foi atribuído ao conselho de administração da empresa de capital aberto mais flexibilidade nas decisões relativas à emissão de valores mobiliários, incluindo as debêntures (Torres e Macahyba, 2012).

Para estimular a demanda de títulos de dívida corporativos no mercado primário, foi concedida isenção de imposto de renda para investidores estrangeiros nos rendimentos produzidos por títulos de dívida corporativos de prazo médio ponderado de no mínimo quatro anos e vinculados a projetos de investimento, desde que adquiridos a partir de janeiro de 2011 até dezembro de 2015. Isso eliminou um tratamento assimétrico que existia em relação aos títulos de dívida públicos. Como visto, os rendimentos pagos por títulos de dívida públicos federais auferidos por investidores estrangeiros estavam isentos de imposto de renda desde 2006. Isso explicava, em alguma medida, porque os investidores

estrangeiros concentravam as suas aplicações em títulos de dívida pública e possuíam uma participação bastante reduzida no caso dos títulos de dívida corporativos.

Especificamente no que se refere aos projetos de investimento em infraestrutura, foram concedidos incentivos fiscais para residentes e estrangeiros sobre o rendimento das debêntures emitidas por Sociedades de Propósitos Específicos (SPE) de prazo médio ponderado de no mínimo quatro anos e com prazo mínimo de 180 dias para o pagamento do primeiro cupom. As SPE são uma reunião de investidores, tal como em um consórcio.

De acordo com as novas regras, investidores não residentes e residentes pessoas físicas tiveram isenção do IR, ao passo que investidores residentes pessoas jurídicas tiveram uma redução da alíquota de 22,5% para 15%. Os papéis devem ser remunerados por taxas prefixadas e, no caso das taxas pós-fixadas, não podem estar atrelados à taxa DI. É também vedada a recompra pelo emissor nos dois primeiros anos. Coube ao decreto n. 7.603/2011 regulamentar as condições para a aprovação dos projetos que poderiam receber o benefício. Seriam considerados prioritários os projetos destinados à implementação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de setores de logística (portos, aeroportos, ferrovias, rodovias, hidrovias), transporte urbano, energia, telecomunicações, saneamento etc. Por meio da MP 651/2014, o governo estendeu o prazo do incentivo fiscal para emissões associadas a projetos de investimento em infraestrutura realizadas até o fim de 2020 e anunciou a ampliação dos setores que podem captar com isenção, incluindo educação, saúde, hídrica e irrigação, entre outros, desde que com a aprovação dos ministérios setoriais correspondentes¹⁴.

Espera-se que o efeito dessas medidas sobre o mercado de títulos corporativos seja potencializado pelo avanço das concessões realizadas pelo governo nos últimos anos. O governo avançou nesse processo para tentar dividir com o setor privado os custos do financiamento dos investimentos em infraestrutura, os quais são cruciais para enfrentar alguns dos gargalos da economia brasileira, em um contexto de forte ajuste das contas públicas. Em 2014, foram assinados 103 contratos de concessão, o maior número da série histórica, que havia atingido seu último recorde em 2012, quando foram assinados 75 contratos no âmbito do lançamento do Plano de Investimento em Logística (PIL) e que incluiu a concessão de alguns dos mais importantes aeroportos brasileiros, quais sejam, os aeroportos internacionais de São Paulo (Cumbica), de Campinas (Viracopos) e de Brasília. A estimativa de investimento dessas concessões era de R\$ 63,8 bilhões, parte das quais seria financiada por meio da emissão de debêntures beneficiadas pelos incentivos fiscais concedidas pelo governo (Declodt, 2015).

No primeiro semestre de 2015, o governo anunciou um novo pacote de concessões. Trata-se da segunda versão do PIL lançado em 2012 e que deveria gerar investimentos de mais de 190 bilhões, segundo estimativas do governo. O BNDES deveria ter grande peso nos investimentos totais, podendo chegar a 70% do valor dos projetos de rodovias, portos e aeroportos, e até 90% das ferrovias, em função do maior volume e risco dos investimentos (Peres e Simão, 2015).

O BNDES também afirmou, na ocasião, que deve assegurar um estímulo adicional à emissão de debêntures associadas aos projetos de infraestrutura no âmbito do PIL. À época, o banco indicou oferecer um bônus no financiamento em TJLP desde que a empresa que ganhe a concessão emita, no mínimo, 10% de debêntures de infraestrutura no caso de rodovias e portos. No caso dos aeroportos, a concessão do bônus depende que a empresa emita, no mínimo, 15% de debêntures. O banco indicou, ainda, assegurar uma demanda mínima para as debêntures emitidas, por meio do BNDESPar. A participação poderia ser de até 30% do volume da emissão, como uma sinalização de que o banco compra o risco do projeto. A ideia era estimular o mercado e dividir com ele a demanda pelos papéis.

Em que pese a importância dos incentivos concedidos à emissão de debêntures associados a projetos de investimento, em geral, e em infraestrutura, em particular, a questão fundamental é se os

¹⁴ Dessa forma, desde a implementação da Lei 12.431, o principal tributo em vigor no mercado de debêntures é o IR. O IR incide sobre rendimentos periódicos e sobre a venda ou resgate dos papéis com alíquota de 22,5% a 15% conforme o prazo desde a aquisição. Para investidores estrangeiros, o IR incide apenas sobre os rendimentos periódicos com alíquota fixa de 15%. Para debêntures incentivadas, pessoas físicas e investidores estrangeiros são isentas do pagamento de IR e pessoas jurídicas estão sujeitas a alíquota fixa de 15%.

investidores que foram beneficiados por essas medidas, dentre os quais se destacam os investidores estrangeiros e os investidores nacionais pessoas físicas, irão se sentir estimulados a abrir mão da rentabilidade, liquidez e segurança dos títulos públicos e outros papéis, em favor de títulos associados a projetos que ainda não foram levados a cabo. Além disso, os investidores institucionais, que poderiam ser grandes demandantes desses papéis, ainda encontram um conjunto de regras bastante restritivas no que se refere aos investimentos em títulos de dívida privada, como limites de concentração por emissor (Bellotto, 2016).

A Lei 12.431 também buscou eliminar alguns dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado secundário de títulos de dívida corporativos, relacionados às distorções do sistema de tributação dos rendimentos dos papéis negociados nesse mercado. Além de suprimir a cobrança de IOF nas operações de compra e venda de títulos privados com prazo de até 30 dias, modificou-se a tributação sobre os rendimentos periódicos pagos aos investidores, estabelecendo que a negociação dos títulos fora da data de pagamento do cupom não irá gerar tributação adicional¹⁵.

Finalmente, a Lei 12.431 também criou o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura e o Fundo de Investimento em Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovações, os quais deverão aplicar no mínimo 90% de seus patrimônios em ativos emitidos por SPE, vinculadas a projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. Criados em 2003, os Fundos de Investimento em Participações (FIP) são fundos cujos recursos sob sua administração são investidos em títulos emitidos por empresas em troca de participação do investidor no processo decisório dessas empresas. Eles investem em empresas que possuem grande potencial de crescimento. Assim, eles mantêm o investimento enquanto a companhia prospera e se valoriza, para vender a sua participação com lucros exponenciais mais à frente¹⁶ (Costa, 2013, 2015).

Além dos incentivos fornecidos pela Lei 12.431, um conjunto de iniciativas foi adotado nos últimos anos para que o BNDES estimule o financiamento privado de longo-prazo via emissão de títulos de dívida corporativos no mercado de capitais. Além da revisão de suas políticas operacionais, com redução de 10% em sua participação máxima nos projetos de investimento, o banco atuou como investidor via BNDESPar. Ele aperfeiçoou as condições para a aquisição de debêntures em ofertas públicas e lançou um novo programa de aquisição de papéis. Nesse novo programa, o banco apenas adquiriria títulos com vencimento mínimo de dois anos e cujos recursos fossem utilizados para reestruturação dos passivos e para a realização de investimentos.

Além disso, o banco participa do mercado de títulos de dívida corporativos como emissor de papéis desde 2006, também por meio do BNDESPar. O banco se vale dessa prerrogativa não apenas para captar recursos, mas para estimular o próprio desenvolvimento do mercado de títulos corporativos em função das características dessas emissões. Dentre elas, destacam-se o esforço de pulverização, para contemplar o maior número de investidores possíveis, incluindo os investidores de varejo, a rentabilidade indexada a indicadores diferentes da taxa DI, para estimular a emissão de títulos que não estejam direta ou indiretamente atrelados à taxa básica de juros, e a contratação de formadores de mercado, para estimular a liquidez desses papéis por meio do desenvolvimento do mercado secundário. O BNDESPar é a primeira emissora de debêntures no mercado brasileiro a ter duas instituições atuando como formador de mercado (Bradesco e BB) e o segundo emissor a recorrer a esse tipo de instrumento para garantir liquidez a seus papéis (Lopes, Antunes e Cardoso, 2007).

¹⁵ Até então, um investidor que adquirisse no mercado secundário um título que pagasse rendimentos periódicos seria penalizado pela bitributação do rendimento, já que o imposto era recolhido *pro rata tempore* no momento em que o papel trocava de proprietário e novamente pelo seu valor integral na data do pagamento do cupom (Torres e Macahyba, 2012).

¹⁶ Regra geral, existem dois tipos principais de FIP, quais sejam, os Fundos de *Private Equity* e os Fundos de *Venture Capital*. Vale lembrar, *Private equity* é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que não são listadas na bolsa de valores. São constituídos de acordos contratuais privados entre investidores e gestores. Já o *Venture Capital* é o investimento na fundação de uma empresa nova ou na expansão de uma empresa pequena já existente

Já em 2015, foi lançado um novo modelo de crédito do BNDES, por meio do qual o governo passou a vincular o acesso a novas linhas subsidiadas do banco à captação de recursos com títulos de dívida corporativos no mercado. A medida busca incentivar o financiamento de longo prazo em um contexto de rigoroso ajuste fiscal, sem a necessidade de elevar a TJLP, já que isso elevaria os custos financeiros das empresas que já contrataram os empréstimos, o que poderia levar a renegociações e, até mesmo, inadimplências. Segundo o novo modelo, as empresas interessadas no financiamento contratam diretamente com o BNDES apenas parte do montante necessário para viabilizar o projeto de investimento. O restante seria obtido via operações no mercado de capitais. A colocação dos títulos será feita por meio de oferta pública e o prazo médio deverá ser superior a 48 meses. Além das debêntures simples, a captação poderá ser realizada por meio de outros títulos de renda fixa, como títulos de cessão de crédito. Atualmente, as grandes empresas que recorrem a empréstimos do BNDES obtêm 50% dos recursos a TJLP. A proposta agora era manter os 50% do financiamento à taxa subsidiada, desde que as empresas se comprometam a levantar os outros 25% do valor pretendido com uma captação via debêntures. A intenção era que os demais 25% continuariam financiados pelo BNDES à taxa de mercado. Se a empresa optar por não realizar a emissão de títulos, o banco reduziria a parcela dos empréstimos a TJLP para 25%, enquanto os outros 75% seriam concedidos a juros de mercado. A expectativa, à época, era que a alternativa via mercado de capitais gerasse uma economia de dois pontos percentuais ao ano no custo do financiamento relativamente à alternativa sem a emissão (Pinheiro e Lima, 2015b, D'Agosto, 2015).

O novo modelo de crédito valerá para grandes grupos econômicos, com faturamento acima de R\$ 1 bilhão e que busquem empréstimos para projetos de pelo menos R\$ 400 milhões no BNDES. Ele valerá também para empresa que planejem recorrer primeiramente ao mercado, por meio da emissão de debêntures, e decidam complementar o financiamento com recursos do banco. No final da primeira metade de 2015, o BNDES já possuía 18 operações de crédito em análise, com um volume estimado de emissão de debêntures de R\$ 3 bilhões para a segunda metade do ano. A intenção era a de que essas operações fossem as primeiras realizadas nesse modelo (Pinheiro e Lima, 2015c).

O BNDES ainda lançou a Linha de Suporte à Liquidez, um novo instrumento que busca permitir ao emissor de debêntures de infraestrutura financiar o valor máximo equivalente a dois anos de juros a serem pagos aos investidores em títulos emitidos em ofertas públicas com o intuito de reforçar a percepção de segurança por parte dos investidores na capacidade dos emissores de honrarem os seus compromissos em um contexto cada vez mais desfavorável.

No final de 2015, a Resolução 4.449 alterou os limites que investidores institucionais têm de seguir para fazer aplicações em debêntures de infraestrutura. Esse limite passou de 30% da carteira para 75% no caso da previdência aberta e 80% no caso da previdência fechada, desde que as debêntures tenham até 30% da garantia em papéis do Tesouro.

Em 2016, mudanças anunciadas nas regras de emissão de infraestrutura buscaram incentivá-las. A principal alteração foi a definição periódica de projetos de infraestrutura considerados prioritários, dispensando a aprovação do ministério setorial para a emissão das debêntures incentivadas. Até então, a necessidade de aprovação ocorria mesmo nos casos de concessão que já indicavam o seu caráter prioritário. Outro benefício foi a inclusão das despesas com outorga como passíveis de serem financiadas pelo caixa levantado com a colocação dos ativos, pois existiam dívidas se era possível usar os recursos das emissões para cobrir essas despesas. Outro benefício foi a regulamentação da liquidação antecipada dos papéis, pois, até então, se uma empresa emitisse debêntures a um custo alto por causa das condições difíceis de mercado, não haveria possibilidade de fazer uma nova operação em circunstâncias melhores para recomprar a anterior (Simão, 2016).

Essas novas regras seriam utilizadas no âmbito do Programa de Parceria de Investimentos (PPI) lançado no segundo semestre daquele ano e que tinha por objetivo acelerar o processo de concessão ou venda de empreendimentos públicos de infraestrutura ao setor privado por meio de medidas como o

aumento da segurança jurídica nesses processos, um dos problemas frequentemente considerados quando esses processos de concessões e vendas ao setor privado ganharam força¹⁷.

A despeito desses esforços, ainda é baixa a participação das debêntures de infraestrutura no financiamento de projetos nessa área, inclusive pelo fato de que muitas empresas têm postergado esses investimentos em função do contexto cada vez mais desfavorável. Desde 2012, esses papéis representam 19,6% do valor total das obras, que é de 59,5 bilhões. As principais áreas são de usinas termoeletricas (75% do total), portos (59,9%), transmissão (45,9%), ferrovias (28,7), rodovias (23), gás canalizado (20,3), usinas hidroelétricas (10,7), eólica (10,1) e aeroportos (10,1)

Outras propostas surgiram para tentar estimular o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida corporativos, dentre as quais se destaca a da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), que propôs a criação do Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF), cujo princípio é semelhante ao Novo Mercado criado no âmbito do mercado de ações, com o objetivo de assegurar a padronização, a pulverização e a redução do valor unitário dos papéis. O atendimento dos requisitos do NMRF pela empresa emissora é validado com a concessão de um selo, cujo objetivo é dar visibilidade aos atributos diferenciados do seu ativo. Integra, ainda, a proposta da Anbima, a criação de dois fundos voluntários e privados, a saber, o Fundo de Apoio à Liquidez e o Fundo Garantidor de Liquidez, com o objetivo de assegurar o desenvolvimento do mercado secundário desses papéis. Isso também seria feito por meio da criação do Sistema REUNE Anbima, que coleta e divulga preços das operações cursadas e ajuda a criar parâmetros de negócios (Cidade e Corradin, 2014).

Todas essas medidas certamente contribuiriam para o bom desempenho do mercado de títulos de dívida corporativos nos últimos anos. Entretanto, elas não foram capazes de evitar que o mercado sofresse desaceleração em função da deterioração do cenário econômico externo e, principalmente, interno, a partir de 2015, como mostra a Tabela 10. O aumento dos juros, a aceleração da inflação, a deterioração das contas externas e das contas públicas e a redução do crescimento desestimularam os ofertantes e demandantes desses papéis. De fato, os títulos públicos e, até mesmo, os títulos de dívida bancários têm se tornado novamente mais atraentes aos investidores, o que significa um aumento da concorrência para os emissores. De fato, esses papéis devem oferecer rendimentos muito elevados para compensar os atributos de seus concorrentes, como a maior liquidez e o menor risco.

Vale lembrar que o desempenho do mercado de debêntures de modo algum é indissociável do desempenho das empresas que as emitem. Por essa razão, as medidas de estímulo ao mercado de capitais devem ser acompanhadas do estímulo à competitividade dessas empresas, o que exige o desenvolvimento de uma política industrial consistente, que inclua incentivos financeiros, fiscais e alfandegários.

É importante ressaltar, ainda, que, tal como no caso dos títulos de dívida bancários, o mercado secundário de títulos de dívida corporativos ainda permanece subdesenvolvido, como mostra a Tabela 12. Ele apresentou crescimento, para o qual certamente contribuíram as medidas de estímulo adotadas nos últimos anos, mas o seu desempenho ainda permanece muito inferior ao do mercado secundário de ações e do mercado secundário de títulos de dívida pública, por exemplo. Isso constitui um forte obstáculo à continuidade do processo de expansão do mercado primário desses papéis.

Tabela 12: Negociação de debêntures – Volume anual – R\$ bilhões

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Debêntures	65,7	60,1	112,5	154,6	171,9	284,8	259,2

Fonte: CVM. Elaboração própria.

Outro aspecto que também explicita as limitações do mercado de títulos de dívida corporativos no Brasil diz respeito ao perfil dos papéis quanto aos seus indexadores. De fato, do ponto de vista das empresas, esses papéis deveriam assegurar a compatibilização entre os fluxos de rendimentos e os flu-

¹⁷ Em relação ao PIL, a carteira do PPI foi reduzida em 93,5%, passando de 170 para apenas 11 projetos de logística.

xos de rendimentos associados aos negócios no que se refere ao seu volume. Nesse caso, títulos prefixados ou indexados ao IPCA são mais adequados do que os títulos indexados à taxa DI, ante a possibilidade de modulações bruscas e inesperadas nos custos de captação. A indexação das debêntures à taxa de DI é uma forma de manter a atratividade desses papéis frente às alternativas existentes no mercado de capitais brasileiro, como os títulos de dívida públicos, os títulos de dívida bancários e os títulos de cessão de crédito. Mas esse expediente é muito negativo para as empresas que emitem esses papéis, já que o risco de variações na taxa de juros é integralmente assumido por elas, que ficam assim expostas a aumentos inesperados no seu custo de suas dívidas (Oliveira, 2010a).

Como mostra a Tabela 13, a maior parte das debêntures emitidas nos últimos anos foi indexada à taxa DI, ainda que essa parcela tenha se reduzido temporariamente durante o período de queda da taxa de juros. Uma vez que a taxa DI é referência para a maioria das operações ativas e passivas dos bancos, era de se esperar que as debêntures emitidas por empresas de arrendamento mercantil controladas por essas instituições fossem atreladas a ela. Entretanto, também as debêntures emitidas por empresas de outros setores são em sua maior parte atreladas a esse indicador.

Tabela 13: Composição das debêntures por indexador – % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
% do DI	22,1	38,2	26,2	19,8	36,6	40,8	56,3
DI + <i>spread</i>	58,6	53,4	52,3	61,6	44,6	43,2	33,7
IPCA	10,5	5,2	17,1	14,7	7,5	11,8	9,9
Câmbio	0,0	0,8	0,0	1,1	0,4	0,3	0,1
IGP-M	1,2	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
TJLP	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,4	0,0
Prefixados	0,0	0,0	3,8	2,7	10,1	1,5	0,0
TR	6,6	1,1	0,1	0,0	0,8	0,4	0,0
Outros	1,0	0,5	0,3	0,0	0,0	1,6	0,0

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Dentre os outros aspectos que explicitam limitações do mercado de títulos de dívida corporativos no Brasil, destaca-se também o perfil dos papéis quanto aos seus prazos. Do ponto de vista das empresas, esses papéis também deveriam assegurar a compatibilização dos prazos com suas operações ativas. Nesse caso, os títulos de maior maturidade seriam preferíveis aos de menor maturidade. Mas não é isso o que se verifica. Como mostra a Tabela 14, o prazo médio das debêntures emitidas no país nos últimos anos é de apenas 6 anos. Depois de ensaiar um aumento dos prazos nos últimos anos, com o aumento da participação das debêntures com prazos superiores a 10 anos, verifica-se um retrocesso considerável mais recentemente, com o aumento da participação das debêntures com prazos inferiores a 3 anos.

Tabela 14: Prazo médio das debêntures - anos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prazo médio (em anos)	5,0	5,2	6,1	5,8	5,4	4,7	4,4
Até 3 anos (% do total)	25,0	25,4	24,8	28,7	37,6	49,6	50,0
De 4 a 6 anos (% do total)	56,3	52,4	44,8	42,1	39,2	34,0	36,1
De 7 a 9 anos (% do total)	10,9	15,9	17,8	16,6	10,7	7,6	4,5
10 anos ou mais (% do total)	7,8	6,3	12,6	12,6	12,5	8,8	9,4

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Dessa forma, não bastasse os papéis estarem cada vez mais atrelados às variações na taxa DI, eles também possuem uma maturidade cada vez menor. Essa combinação torna as condições de captação pelas empresas nesse mercado restritivas. A despeito das melhoras verificadas nos últimos anos, do ponto de vista da empresa, esse perfil de dívida impõe restrições ao tipo de atividade que pode ser financiada por meio da emissão de debêntures no mercado. O financiamento de projetos de investimento de longa duração implicaria um descasamento entre prazos e maturidades de ativos e passivos, o que num cenário de elevação das taxas de juros aumentaria o risco de liquidez e, até mesmo, de sol-

vência da empresa. O resultado disso se manifesta na destinação dos recursos captados por meio da emissão de debêntures, apresentado na Tabela 15.

De fato, parcela crescente dos recursos captados pelas empresas foi direcionada ao capital de giro e para a recompra de debêntures nos últimos anos, ao passo que fração decrescente desses recursos foi destinada à reestruturação do passivo, o que inclui a transformação de dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo e o pagamento de compromissos assumidos anteriormente, ou seja, o *fund-ing*. Já o aumento da parcela dos recursos captados que foi destinada ao investimento constitui o principal avanço verificado no período, podendo estar relacionada ao fato de que as debêntures incentivadas pelo governo devem estar, necessariamente, associadas a projetos de investimento, em geral, e a projetos de investimento em infraestrutura, em particular, para serem elegíveis ao benefício.

Deve-se observar que esse processo foi interrompido em 2016, refletindo a estratégia das empresas de restringir os investimentos ao mínimo necessário diante de sua maior desconfiança em relação ao futuro e as maiores dificuldades de encontrar crédito nos bancos, sobretudo os créditos-ponte, isto é, aqueles que são utilizados para financiar o início das obras. De fato, as empresas dificilmente conseguem emitir debêntures para financiar investimentos antes de as obras terem sido iniciadas, uma vez que os projetos em fase operacional tendem a ter menores riscos, inclusive porque frequentemente já podem contar com a cobrança de tarifas e, assim, de um retorno mais estável e previsível.

Tabela 15: Destinação dos recursos captados via emissão de debêntures - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Aquisição de participação acionária	20,1	12,2	19,4	12,0	19,8	12,0	9,7
Investimento	4,5	4,6	3,7	11,9	14,4	15,6	13,4
Reestruturação do passivo	49,2	55,2	44,9	41,1	38,6	38,7	33,0
Capital de giro	18,9	22,4	18,5	14,6	18,0	16,2	14,3
Recompra ou resgate de debêntures	7,3	4,5	4,8	15,3	7,3	16,5	28,8
Outros	0,0	1,1	8,9	6,2	1,9	1,0	0,8

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Por fim, a concentração das emissões de debêntures em poucas empresas de poucos setores é outra grande limitação do mercado de títulos de dívida corporativos no Brasil, e que não foi superada nos últimos anos. Em geral, as empresas que tem acesso a esse mercado são nacionais ou estrangeiras de grande porte, e não as de pequeno e médio portes. Como mostra a Tabela 16, apenas dez setores respondem pela quase totalidade das emissões realizadas. E, ao que tudo indica, as medidas de estímulo a esse mercado acabaram por acentuar esse processo.

Tabela 16: Setores que emitiram debêntures - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Energia elétrica	19,0	18,0	15,8	22,9	23,3	17,7	23,0
Financeiro	2,3	1,9	2,9	0,2	12,6	10,9	5,3
Transporte e logística	17,6	10,2	14,5	15,6	11,0	16,0	17,6
Comércio varejista	5,9	6,6	6,1	5,5	8,4	4,5	6,4
Empr. e part.	8,9	6,4	12,2	5,1	5,9	16,4	21,8
Construção civil	18,3	12,0	6,3	9,3	5,5	1,9	5,0
TI e telecomunicações	12,6	12,8	9,4	8,9	5,4	1,8	2,5
Saneamento	3,5	2,8	2,7	4,2	4,9	4,0	1,8
Aviação e aeronáutica	0,0	1,7	0,1	0,5	2,9	2,2	0,3
Educação	0,5	1,4	0,2	1,0	2,2	0,6	0,4
Outros	11,4	26,2	29,8	26,6	18,1	24,0	15,9

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

De fato, a maior parte das emissões foi realizada por empresas do setor de infraestrutura, notadamente dos setores de logística, mas também de energia, telecomunicação e saneamento. Embora esse setor tenha tradicionalmente uma grande importância no total captado, é evidente que as medidas de incentivo ao mercado de títulos de dívida corporativos, somado ao avanço do processo de concessões,

tenham contribuído para reforçar a sua importância. A maior parcela das emissões de debêntures no período foi realizada sob o amparo da Lei 12.431, sendo algumas delas realizadas por empresas relacionadas aos principais setores concedidos à iniciativa privada, como rodovias, aeroportos, portos e ferrovias. Depois das empresas do setor de infraestrutura, destaca-se a participação das empresas do setor financeiro, sobretudo de arrendamento mercantil, que, como visto, voltaram ao mercado após terem reduzido significativamente as suas captações a partir das operações de arbitragem regulatória.

3.4 Mercado de títulos de cessão de crédito

Enquanto os mercados de títulos de dívida bancária e de títulos de dívida corporativa continuam a ser os mais importantes segmentos do mercado de renda fixa no Brasil, o mercado de títulos de cessão de crédito é certamente aquele que apresentou a maior expansão dentre os três na última década. Os títulos de cessão de crédito nada mais são do que títulos cujo rendimento é lastreado nos recebíveis decorrentes de operações de crédito de diferentes naturezas. Em princípio, qualquer fluxo de receita contratado ou projetado com características conhecidas ou determináveis e que permita a avaliação de risco e retorno pode lastrear os rendimentos de um título. O principal risco desses papéis está diretamente relacionado ao nível de inadimplência dos recebíveis que servem de lastro para essas operações. Ou seja, caso os devedores não honrem os seus compromissos junto à empresa originadora, os rendimentos dos papéis lastreados nesses compromissos serão afetados.

Nesse sentido, os títulos de cessão de crédito estão intimamente relacionados ao processo de “securitização” de recebíveis. De uma forma mais precisa, a securitização pode ser entendida de duas formas principais. A “securitização primária” se refere a captação de recursos via emissão de papéis vendidos diretamente aos investidores no mercado. Por sua vez, a “securitização secundária” diz respeito ao processo por meio do qual ativos originalmente não negociáveis são transformadas em ativos negociáveis no mercado. Grosso modo, as ações e os títulos de dívida bancária e corporativa incluem-se na primeira categoria, ao passo que os títulos de cessão de crédito incluem-se na segunda categoria, dado que consistem na transformação de recebíveis em lastro de valores mobiliários passíveis de compra e venda no mercado (Maia, 2008).

Algumas vezes, o processo de securitização secundária pode ser bastante sofisticado. Uma empresa pode vender a operação que deu origem aos recebíveis ao invés de mantê-la em seu balanço. Esse expediente é frequentemente utilizado pelos bancos como uma forma de contornar os requerimentos de capital estabelecidos pelos Acordos de Basiléia. Nesse caso, eles concedem os créditos, reúnem e vendem a companhias securitizadoras, que então emitem títulos lastreados nos recebíveis decorrentes daquelas operações. Com essa venda, eles obtêm recursos para conceder novos empréstimos, que podem ser reunidos e vendidos, reiniciando o processo (Borges, 2009).

Embora esse mecanismo possa constituir um incentivo para que os bancos concedam empréstimos de maiores prazos, a possibilidade de retirá-los do balanço pode constituir um incentivo para que eles assumam comportamentos mais arriscados. De fato, os bancos tinham de se preocupar com a análise e o acompanhamento dos créditos concedidos, pois isso determinava a qualidade de seu ativo. Uma vez que os bancos não precisam mais carregar os ativos até o seu vencimento, eles podem ser levados a afrouxar a sua avaliação dos riscos inerentes a cada operação de crédito. Uma vez vendidos, esses riscos são distribuídos por uma miríade de investidores, de modo que um evento de crédito pode ter um impacto sistêmico, gerando instabilidades e crises.

Assim, embora o processo de securitização de recebíveis possa constituir um poderoso incentivo a operações de crédito de prazos mais longos, ele pode potencializar o processo de fragilização da estrutura financeira. Isso apenas reforça a necessidade de regulação e supervisão dessas operações. Embora elas possam contribuir para o desenvolvimento do financiamento de longo prazo no país, o seu desenvolvimento deve se dar de forma rigorosamente controlada, a fim de assegurar que não se ampliem as condições para a deflagração de crises financeiras.

No Brasil, dentre os títulos de cessão de crédito, destacam-se os papéis relacionados aos setores imobiliário, agrícola, exportador e comercial. Existe uma grande variedade de instrumentos de cessão utilizados, mas os mais importantes são, certamente, os certificados e as letras (Torres Filho e Ma-

cahyba, 2012). As letras são emitidas pelos próprios bancos originadores do crédito. O banco vende o título, mas não retira do balanço os créditos em que eles são lastreados. Dessa forma, no caso das letras, os riscos são divididos entre o banco emissor e os investidores. Já os certificados são emitidos pela companhia securitizadora para os quais os bancos vendem os créditos em que esses títulos são lastreados, de modo que o risco é transferido unicamente para o investidor. Tanto as letras como os certificados são resultado do processo de securitização secundária, uma vez que, sendo títulos lastreados em operações de crédito, esses ativos acabam sendo passíveis de negociação. Entretanto, uma vez que implicam a retirada desses créditos e, portanto, dos riscos a eles inerentes, de seus balanços, os certificados representam uma forma mais sofisticada de securitização secundária que as letras. A Tabela 17 apresenta o estoque dos principais títulos de cessão de crédito existentes no país entre 2010 e 2016, revelando um aumento expressivo do valor nesse período, de R\$ 121,6 bilhões para R\$ 618,8 bilhões.

É evidente que o mercado de títulos de cessão de crédito cresceu consideravelmente nos últimos anos. Dos quatro principais setores originadores, as cessões de crédito imobiliário e agrícola e, dentre eles, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito Agrícola (LCA), criadas com o objetivo de fomentar o crédito para o agronegócio e para a habitação em 2004, se destacam em relação aos demais setores e instrumentos. Trata-se de títulos emitidos por instituições financeiras lastreadas em créditos imobiliário e agrícola e que podem ter remuneração pré ou pós-fixada. Esses papéis não podem ser resgatados a qualquer momento, uma vez que eles possuem um prazo mínimo legal, mas podem ser negociados livremente em mercados secundários (Costa, 2013, 2015).

Tabela 17: Estoque de títulos de cessão de crédito - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total (R\$ milhões)	121.600	179.393	219.985	291.202	510.044	605.526	618.778
LCA	10,8	10,7	10,1	10,0	29,2	31,9	30,5
LCI	24,1	26,1	28,3	33,2	31,4	33,7	32,6
CCI	20,0	24,4	24,2	22,8	16,9	16,1	17,3
CRI	15,6	15,5	15,2	15,6	10,9	10,0	11,9
CCB	14,9	12,6	11,2	9,2	6,9	3,6	2,1
NCE	8,2	5,7	5,9	4,6	2,2	2,2	1,7
Outros	6,4	5,0	5,1	4,8	2,5	2,4	3,9

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Dentre os principais emissores das LCI e das LCA no país na última década, destacam-se os bancos públicos – mais especificamente, a CEF e o BB. Isso não era esperado. Em primeiro lugar, porque embora os bancos privados também tenham aumentado a sua captação por meio da emissão de LCI e LCA, eles foram mais conservadores na concessão de novos empréstimos, de modo que esse aumento das emissões dessas letras foi puxado pelos bancos públicos, para fazer frente ao forte aumento da sua carteira de crédito em um momento de redução de seus *spreads*. E, em segundo lugar, porque CEF e BB possuem, respectivamente, expressivas carteiras de crédito imobiliário e agrícola, as quais não possuem equivalente entre os bancos privados.

Além do contexto externo e interno bastante favoráveis, esses papéis passaram a contar com uma série de características que acabaram tornando-os atrativos aos bancos enquanto instrumentos de captação no período. Em primeiro lugar, a LCI e a LCA não estão sujeitas a recolhimento compulsório. Em segundo lugar, esses papéis estão majoritariamente atrelados à taxa DI, mas, ao contrário de outros papéis, a sua remuneração é normalmente inferior à essa taxa. Em terceiro lugar, essas letras estão protegidas pelo FGC para aplicações de até R\$ 250 mil, em caso de falência do banco emissor. E, em quarto lugar, elas receberam isenção de IR sobre rendimentos periódicos e na venda ou resgate dos títulos para pessoa física residente e para investidores estrangeiros¹⁸ (Cutait, 2014; Seabra, 2015a).

¹⁸ Os principais tributos em vigor no mercado de títulos de cessão de crédito são o IR e o IOF. O IR incide nos rendimentos periódicos e na venda ou resgate com alíquotas entre 22,5% e 15% continua sendo válido para as pessoas jurídicas residen-

Assim sendo, do ponto de vista dos bancos emissores, os principais incentivos das LCI e LCA são a desnecessidade do recolhimento compulsório e a remuneração menor que a taxa DI. Já do ponto de vista do investidor, os principais incentivos são a isenção de IR e a garantia do FGC. Assim, essas letras foram capazes de atrair não apenas os grandes emissores, mas também os pequenos, ou seja, elas possuem grande aceitação no mercado de varejo, inclusive porque não há um valor unitário mínimo legal. Os bancos emissores podem decidir livremente qual é esse valor. Em geral, enquanto as LCI exigem aplicação mínima de R\$ 10 mil, as LCA exigem aplicação mínima de R\$ 100 mil.

No primeiro semestre de 2015, entretanto, novas medidas foram adotadas no mercado de títulos de cessão de crédito, as quais afetaram as LCI e, principalmente, as LCA. Para as duas letras, o governo aumentou o prazo mínimo de resgate das aplicações para 90 dias. Esse prazo era zero, no caso das LCA, e de 60 dias, no caso das LCI. O objetivo, com isso, era eliminar a assimetria na atratividade das duas letras decorrente do fato de que as LCA, ao contrário das LCI, possuíam liquidez diária. Além disso, o governo também atrelou a totalidade da aplicação dos recursos captados pelos bancos por meio de LCA em operações de crédito ao agronegócio. Até então, os bancos podiam utilizar esses recursos livremente, desde que os títulos fossem lastreados em recebíveis associados a créditos ao agronegócio. A nova regra prevê um período de transição de um ano, durante o qual os bancos poderão usar 50% dos recursos captados livremente (Pinheiro e Marques, 2015).

Essas medidas, somadas a um contexto externo e interno cada vez mais desfavorável, reduziu o ritmo de crescimento da oferta e da demanda por LCI e LCA no período mais recente. Há, inclusive, dificuldades técnicas para a emissão de novos papéis, em função da falta de recebíveis que sirvam de lastro a essas operações. De fato, diante da forte redução dos créditos agrícolas e imobiliários levada a cabo não mais apenas pelos bancos privados, mas, agora, também pelos bancos públicos, diante do rigoroso ajuste recessivo, torna-se cada vez mais difícil estruturar as letras. O recuo das LCA e das LCI que haviam crescido rapidamente nos últimos anos explica o crescimento relativo de outros mecanismos mais tradicionais de captação de recursos pelos bancos mais recentemente, como é o caso dos CDBs e também das LFs (Seabra, 2015b; Aguiar, 2016).

Dentre os demais títulos de cessão de crédito, destacam-se os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), isto é, títulos pré ou pós-fixados emitidos por companhias securitizadoras. Ao contrário das letras, no caso dos CRIs, os bancos realizam operações de crédito imobiliário e vendem a essas companhias, que então emitem papéis com rendimentos proporcionais ao fluxo de caixa gerado pela quitação desses créditos e os submetem à avaliação de agências classificadoras de risco. Os tomadores do financiamento efetuam o pagamento ao banco originador do crédito, que então os repassa à securitizadora. Esses recursos são, então, utilizados para o pagamento dos investidores dos CRI. Esses papéis podem ser baseados em empreendimentos performados e não performados, a depender se os créditos em questão estão relacionados a imóveis já concluídos ou não, e a sua emissão cresceu consideravelmente diante da expansão do crédito habitacional nos últimos anos, sobretudo no âmbito do programa Minha Casa, Minha Vida do governo federal (Freitas, 2012).

Do ponto de vista dos emissores, os principais incentivos dos CRIs é que eles não estão sujeitos ao recolhimento compulsório, possuem prazos médios maiores, que podem chegar a até 30 anos, sendo que os menores são de 3 anos, e apresentam remuneração majoritariamente atrelada a índices de preços, ao invés da taxa DI. Já do ponto de vista do investidor, os principais incentivos são a isenção de IR para pessoas físicas e investidores estrangeiros.

Em que pese a importância dessas vantagens dos CRIs para os emissores e investidores, esses papéis também apresentam desvantagens. Embora apresentem valor unitário livremente pactuado entre as partes, ele é destinado principalmente a investidores mais qualificados, o que significa aplicações iniciais de R\$ 300 mil, condição que reduz sua atratividade aos pequenos investidores. Além disso, não apresentam a proteção do FGC. Por fim, esses papéis apresentam mercados secundários menos desen-

tes, já que pessoas físicas residentes e investidores estrangeiros estão isentos. Já o IOF de 1% ao dia sobre o valor de resgate para operações de até 30 dias continua sendo válido apenas para LCI para investidores residentes.

volvidos que os demais títulos de captação de recursos pelos bancos. Tudo isso ajuda a explicar porque eles não são “substitutos perfeitos” das LCI e das LCA.

Para isso, ainda contribuíram as medidas adotadas pelo governo no primeiro semestre de 2015 para evitar uma contração ainda maior do crédito imobiliário. O BCB anunciou a liberação de parte dos depósitos compulsórios para o financiamento imobiliário. Entretanto, juntamente com essa medida, a autoridade monetária restringiu as regras que obrigam os bancos a direcionar parte dos depósitos de poupança para esse tipo de operação. Agora, apenas os CRI com lastro em financiamentos realizados no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) podem ser usados para atender o nível mínimo estabelecido. Anteriormente, era permitido o uso de papéis com lastro em qualquer financiamento imobiliário, e não apenas em crédito habitacional.

Isso eliminou os incentivos que permitiam aos bancos destinarem menos recursos para esse fim e que tinham como origem a Resolução n. 3.932/2010, por meio da qual o BCB autorizou as instituições financeiras integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo a computar os créditos securitizados no cálculo dos 65% dos recursos captados em depósito de poupança que devem ser necessariamente direcionados para o financiamento imobiliário. Nesse caso, tais créditos seriam mantidos em sua totalidade no balanço do banco no primeiro mês subsequente à cessão e, a partir do segundo mês, seriam deduzidos à base de 1/36 por mês. Dito de outra forma, a medida permitia que o banco, ao vender o crédito imobiliário, não tivesse que retirar o valor desse crédito do cálculo do direcionamento dos depósitos de poupança. Assim, as instituições financeiras do SBPE poderiam levantar recursos para a concessão de novos créditos por meio da securitização dos créditos imobiliários em carteira sem descumprir a exigibilidade dos depósitos de poupança.

Em 2016, o governo voltou a incentivar os CRI como forma de incentivar a expansão do crédito imobiliário. Dessa vez, ele permitiu que o FGTS adquirisse CRI com o objetivo de assegurar um aporte de recursos nos bancos para que eles pudessem emprestar mais. O principal destino desses recursos seria a CEF, uma vez o fundo costuma adotar como critério de alocação de recursos a participação de mercado dos bancos no segmento de crédito imobiliário. Pouco tempo depois, o governo também alterou a regra de que os bancos eram obrigados a destinar imediatamente para o crédito imobiliário 65% dos depósitos de poupança, sob pena de que a parcela que não foi emprestada ficasse retida no BCB na forma de depósitos compulsórios. Assim, se o banco vendesse parte da sua carteira de crédito, ele teria que realizar imediatamente novas operações de crédito para não ter seus recursos retidos, o que nem sempre é possível, desestimulando a venda dessa carteira. Agora, eles poderiam vender a carteira, mas não precisariam realizar novos empréstimos dentro de um prazo de doze meses. Assim, eles vendem as suas carteiras, obtém o dinheiro e têm tempo para realizar operação de empréstimos antes que esses recursos tenham de ser recolhidos junto ao BCB (Simão, 2016).

Em 2016, entretanto, o grande destaque foi a CRA, que, até então, tinha uma importância apenas marginal entre os títulos de cessão de crédito. Isso em razão de assegurar rendimentos maiores e prazos menores aos investidores, em um contexto em que o agronegócio passou a ser um dos únicos setores que ainda apresentava desempenho favorável. As emissões de CRA ganharam força depois da decisão da CVM de autorizar a emissão de CRA lastreadas em debêntures emitidas pelo Burger King para que a rede de restaurantes pudesse comprar insumos dos produtores rurais. Na prática, a decisão mostrou que as CRA não precisam ser lastreadas em pagamentos realizados pelos produtores rurais, mas apenas que a operação de crédito que serve de lastro a esses papéis envolva esses produtores de alguma forma. Isso abre espaço para que mais empresas não diretamente relacionadas ao agronegócio possam captar recursos por meio da emissão desses papéis (Meibak, 2016a, 2016b; Seabra, 2016).

Outro instrumento de captação de recursos bastante relevante, além das letras e certificados associados ao processo de securitização secundária no mercado financeiro brasileiro, são os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Esses fundos caracterizam-se pela obrigação de aplicar pelo menos 50% de seus recursos em aquisição de direitos creditórios. Dessa forma, os próprios fundos realizam o processo de securitização, adquirindo recebíveis da empresa originadora e transformando esses recebíveis em lastro para o pagamento dos cotistas. De fato, os FIDC apenas captam recursos mediante distribuição de cotas cuja remuneração e resgate estão atrelados apenas ao desempenho dos

ativos integrantes do fundo. Eles normalmente possuem duas classes de cotas, para efeito de prioridade na amortização e no resgate, sendo que as cotas não-subordinadas têm prioridade em relação às cotas subordinadas. Dessa forma, as cotas subordinadas acabam funcionando como uma garantia às cotas não-subordinadas. Para compensar o seu maior risco, elas tendem a apresentar rendimento mais elevado. As cotas podem ser adquiridas apenas por investidores qualificados, ou seja, que possuem mais de R\$ 300 mil em aplicações, e o valor unitário mínimo é de R\$ 25 mil. Isso torna esses investimentos menos acessíveis ao mercado de varejo (Costa, 2013, 2015; Freitas, 2012).

A questão fundamental, portanto, é que a venda de recebíveis para esses fundos pode ser mais uma estratégia para que as empresas obtenham recursos no mercado, constituindo uma alternativa aos instrumentos tradicionais de captação, como as ações e os títulos de dívida. E, nesse caso, não apenas instituições financeiras podem fazer isso, mas também empresas dos mais diversos setores de atividade, como comercial, industrial, imobiliário etc., que vendem a esses fundos cheques e duplicatas, por exemplo, em troca de recursos para as suas operações. Evidentemente, como os papéis são lastrados em créditos diversos, o risco associado a essas aplicações é maior do que outras operações mais tradicionais, em função do perfil dos devedores das empresas originadoras.

A Tabela 18 apresenta as emissões de quotas de FIDC realizadas entre 2008 e 2016 no país. Essas emissões cresceram fortemente até 2011, beneficiando-se do período de crescimento da economia e, conseqüentemente, das operações de crédito realizadas por empresas e bancos. Entretanto, desde então, as captações de recursos por meio desse mecanismo recuaram consideravelmente. A deterioração das condições econômicas, juntamente com o baixo grau de profundidade desse mercado, certamente contribuiu para isso¹⁹. De fato, os emissores estão mais cautelosos de adquirir recebíveis de empresas, de modo que eles comprem menos recebíveis e pagam menos pelos que comprem. As que possuem mais chances de vender mais recebíveis a preços mais elevados são as grandes empresas ou as empresas com receitas mais estáveis e previsíveis (Silva, 2016).

Tabela 18: Emissões de quotas de FIDC – R\$ bilhões

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Quotas de FIDC	12,9	10,3	14,0	17,4	6,6	8,2	9,6	5,6	3,6

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

3 Conclusão

No segmento de renda fixa do mercado de capitais, os títulos públicos se destacam em relação aos títulos privados. Nos últimos anos, diversas medidas foram tomadas para estimular o mercado de títulos privados, mas sua ampliação, até aqui, foi bastante condicionada pela existência de circunstâncias excepcionais. Para que o mercado de títulos de dívida privada torne-se funcional ao desenvolvimento econômico e social do país, são necessárias reformas estruturais ainda mais profundas que aquelas que foram implementadas até o momento.

Em sua teoria de escolha de ativos, formulada no capítulo 17 de sua Teoria Geral, Keynes (1936) mostrou que a alocação da riqueza entre classes alternativas de ativos, com diferentes graus de liquidez e rentabilidade, depende do grau de preferência pela liquidez assumido pelos atores econômicos em determinado momento. Grau de preferência pela liquidez este, frise-se, determinado pelo estado geral de expectativas prevalecente, formado em ambiente de incerteza.

Considerando o conceito de taxa própria de juros elaborado por Keynes em sua teoria de escolha ou de precificação de ativos, o ponto a ser destacado, à luz da discussão proposta nesse artigo, é

¹⁹ A redução da captação de recursos por meio desses fundos também decorreu das taxas cobradas pelos investidores após os problemas envolvendo os fundos do banco Cruzeiro do Sul e do banco BVA, por exemplo. Ademais, as mudanças nas regras dos FIDC estabelecidas pela Instrução n. 531 de 2013 pela CVM aumentaram as exigências em relação ao produto e forçaram a adequação dos emissores potenciais. A instrução busca trazer maior transparência ao mercado, com o objetivo de evitar os problemas envolvendo os produtos verificados nos casos dos bancos que sofreram intervenção do BCB.

que a existência de um ativo que combina elevado rendimento e alto prêmio de liquidez concorre para restringir o desenvolvimento de outros mercados de ativos. No caso do Brasil, em particular, os títulos públicos, ao combinarem elevados retornos monetários e não-monetários (prêmio de liquidez), acabam desestimulando o desenvolvimento do mercado de títulos privados.

Por isso, uma reforma importante para permitir o aprofundamento sustentado do mercado de títulos de dívida privada no Brasil deve considerar as disfuncionalidades causadas pelo patamar elevado da taxa básica de juros, referência a formação das taxas de juros praticadas pelas empresas e pelos bancos. No Brasil, a administração da taxa de juros é voltada para do cumprimento da meta preestabelecida para a inflação. Entretanto, os mecanismos de formação de preços no Brasil e a obstrução dos canais de transmissão da política monetária fazem com que as taxas de juros tenham de ser excessivamente elevadas para alcançar esse objetivo.

Juntamente com medidas orientadas para permitir a redução da taxa Selic, faz-se necessário reformar o mercado de títulos de dívida pública. A elevada rentabilidade e liquidez oferecida pelos títulos públicos fazem com que os bancos e as empresas tenham de oferecer papéis em condições bastante desvantajosas. Isso pressupõe a revisão de algumas das principais heranças do período de elevada inflação no Brasil, particularmente no que diz respeito à institucionalidade da indexação financeira.

O desenvolvimento do mercado de títulos de dívida privada exige, ainda, o aprofundamento do mercado secundário para a negociação desses papéis. O mercado secundário proporciona a liquidez necessária para reforçar a atratividade dos papéis emitidos no mercado primário. Por isso, para que ocorra o desenvolvimento do mercado primário de títulos é fundamental a existência de um mercado secundário profundo, de sorte a permitir a negociação desses ativos no menor tempo e com a menor perda de valor possíveis. Afinal, a possibilidade de se desfazer de uma parte ou da totalidade de suas aplicações de prazo mais longo antes que ele alcance a sua plena maturidade em condições vantajosas aumenta consideravelmente o interesse dos investidores por esses papéis.

Para isso é necessário aumentar a baixa padronização desses papéis, o que permite a comparabilidade e a intercambialidade entre eles. Enquanto contratos, esses papéis devem ser explícitos quanto os direitos e deveres das partes envolvidas e permitir a correta avaliação dos riscos envolvidos na operação. Essa análise de risco pode contar com o apoio de agências especializadas, como as agências de *rating*, as quais são responsáveis por analisar as características do emissor dos títulos e informar ao público, por meio de um sistema de notas, as possíveis vantagens e desvantagens associadas a esses papéis. Tudo isso, evidentemente, deve ser acompanhado por um sistema legal que assegure o cumprimento dos contratos estabelecidos, solucionando conflitos e impondo sanções quando necessário.

É necessário, também, assegurar a participação de “formadores de mercado” (*market makers*), ou seja, instituições credenciadas que são obrigadas a abrir, de forma contínua, ofertas de compra e de venda de lotes mínimos dos ativos negociados. Elas são regulamentadas e supervisionadas para assegurar o seu correto funcionamento. Em um mercado que se caracteriza pela baixa liquidez, a presença desses atores, vale dizer, dessa institucionalidade, oferece segurança ao investidor que deseja se desfazer do papel antes do seu vencimento, estimulando a sua aquisição. Também podem assegurar um patamar mínimo para os preços desses papéis e reduzir a sua volatilidade.

Nem seria preciso afirmar, ademais, que o desenvolvimento do mercado secundário pressupõe a expansão da base de investidores, já que o aumento da quantidade e da diversidade de investidores é condição essencial para que as negociações com os ativos ganhem robustez. Em particular, isso implica fomentar a participação dos investidores institucionais nesse mercado, que possuem um grande patrimônio e cujos negócios sejam compatíveis com aplicações de prazos mais longos (Carvalho et al., 2009b). Até o final da década de 1990, a legislação que regulamentava a composição de suas carteiras apresentava um forte viés em favor dos títulos públicos, ao fixarem proporções mínimas de investimentos nesses ativos. Mesmo com a revisão dessa legislação, que tornou mais flexível a composição de suas carteiras, os fundos de pensão, as seguradoras e os fundos de investimento ainda demonstram clara preferência por compor suas carteiras, preponderantemente, com títulos públicos, pois os seus rendimentos permitem atingir suas metas atuárias propiciar alta liquidez e segurança.

Por fim, é interessante observar que o grau de desenvolvimento do mercado de derivativos e, em especial, dos mercados futuros, de opções e de *swaps*, também pode contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais e, em especial, do mercado de ações e títulos de dívida privados. Esses instrumentos podem servir a diferentes objetivos, os quais derivam das expectativas dos agentes a respeito do comportamento futuro de determinadas variáveis. Dentre esses objetivos, incluem-se a proteção contra variações adversas de preços, taxas ou índices. Assim sendo, esses instrumentos podem compensar a perda da proteção oferecida pelos títulos públicos, ao ajudar a lidar com a incerteza a respeito do comportamento de taxas e índices, facilitando a assunção de posturas mais agressivas nesses mercados. Evidentemente, as operações com esses instrumentos devem ser devidamente regulamentadas e supervisionadas, a fim de evitar excessos que possam comprometer a estabilidade financeira.

Referências bibliográficas

- AGUIAR, R. Falta de lastro prejudica operações com LCI e LCA. **Valor Econômico**, 2 de mai. 2016.
- BELLOTTO, A. Persiste o desafio de destravar infraestrutura. **Valor Econômico**, 26 de dez. 2016.
- BORGES, L. Securitização como parte da segregação de risco. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.8, n.12, pp.123-136, dez.1999.
- CAMPOS, E.; SIMÃO, E. Tesouro pode ajustar meta de gestão da dívida pública. **Valor Econômico**, 26 de jul. de 2016.
- CAMPOS, E.; BONFANTI, C. Estrangeiro ‘embolsa lucro’ e reduz fatia na dívida pública. **Valor Econômico**, 24 de nov. de 2016.
- CARVALHO, F.C. et al. Mercado de títulos brasileiro. In: CARNEIRO, R.; CARVALHO, F.C. (Orgs.). **Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2009.
- CIDADE, M.; CORRADIN, V. Fomentando o financiamento privado de longo prazo. **Texto para discussão da Anbima n.2**, fev.2014.
- COSTA, F. Financiamento interno de longo-prazo. **Texto para discussão n.2053 do IPEA**, 2015.
- _____. Inovações financeiras para o financiamento de longo prazo. **III Relatório de Pesquisa do Projeto Agenda Desenvolvimentista do IPEA**, 2013.
- CUTAIT, B. As letras que crescem e aparecem. **Valor Econômico**, 16 de jun. de 2014.
- D’AGOSTO, M. BNDES cola no mercado de capitais. **Valor Econômico**, 14 de abr. de 2015.
- DECLOEDT, C. Financiamentos de longo-prazo caíram 58% em 2014, diz Anbima. **Revista Exame**, 23 de abril de 2015.
- FREITAS, M.C. Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil. **Bol. de Eco. n.4**, mai.2011.
- _____. Desempenho do mercado de capital no Brasil. **Boletim de Economia n.15**, mai.2012.
- KEYNES, J. M. (1937) A teoria *ex ante* da taxa de juros. In: IPEA. **Clássicos da literatura econômica**. Rio de Janeiro: IPEA, 1992. p.335-341.
- KEYNES, J.M. (1936). **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo, SP: Abril, 1983.
- LOPES, C.F.; ANTUNES, L.; CARDOSO, M. A. Financiamento de longo prazo: mercado de debêntures e programa de emissão da BNDESPar. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.14, n.27, pp.43-70, jun.2007.
- LUCCHESI, C.; BAUTZER, T. Bancos utilizam debêntures para driblar recolhimentos obrigatórios. **Valor Econômico**, 23 de outubro de 2006.
- MAIA, G. Sistemas financeiros e securitização: implicações para a política monetária. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.15, n.30, pp.207-229, dez.2008.
- MANDL, C. Cinquentão, CDB perde espaço para novos títulos. **Valor Econômico**, 26 jul. de 2013.

- MEIBAK, D. Decisão sobre CRA do Burger King abre precedente para outras empresas. **Valor Econômico**, 11 de out. de 2016a.
- _____. Empresas captam R\$ 5 bi com título rural. **Valor Econômico**, 30 de mar. de 2016b.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale Univ. Press, 1986.
- OLIVEIRA, G.C. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, L.C.; CARNEIRO, R. (Orgs.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo, SP: Atitude e Publisher, 2010a.
- OLIVEIRA, G. C. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. **Economia Ensaios** (UFU. Impresso), Uberlândia, v. 24, p. 7-26, 2010b.
- OLIVEIRA, G.C; CARVALHO, C. E. Indexação financeira e comportamento procíclico da dívida pública mobiliária federal interna no Brasil. **Análise Econômica** (UFRGS), Porto Alegre, v. 28, p. 7-36, 2010.
- PERES, L.; SIMÃO, E. BNDES garante até 70% do financiamento do projeto de infraestrutura. **Valor Econômico**, 9 de junho de 2015.
- PINHEIRO, V. Banco médio amplia emissão pública de letras financeiras. **Valor Econômico**, 5 de maio de 2014.
- _____. Bancos captam com letras financeiras. **Valor Econômico**, 11 de dez. de 2013.
- PINHEIRO, V.; LIMA, F. BNDES prevê R\$ 3 bi em debêntures. **Valor Econômico**, 8 de jun. de 2015.
- PINHEIRO, V.; LIMA, F. BNDESPar poderá investir em debêntures do programa de concessões. **Valor Econômico**, 17 de junho de 2015.
- _____. Novo modelo de crédito do BNDES exige captação no mercado de capitais. **Valor Econômico**, 5 de junho de 2015b.
- PINHEIRO, V.; MARQUES, F. Captações com letras de crédito cai após mudança em regra. **Valor Econômico**, 22 de junho de 2015.
- _____. Bancos perdem poderoso instrumento de captação. **Valor Econômico**, 17 de out. de 2016a.
- _____. Imposto tira vantagem de banco captar via debênture de leasing. **Valor Econômico**, 3 de mai. de 2016b.
- SEABRA, L. Aplicações em LCI e LCA ultrapassam CDB. **Valor Econômico**, 12 de mar. de 2015a.
- _____. Cadê as LCAs e LCIs que estavam aqui? **Valor Econômico**, 24 de jun. de 2015b.
- _____. Na onda do CRA. **Valor Econômico**, 3 de mar. De 2016.
- SILVA, C. Captação com venda de recebíveis tem forte recuo. **Valor Econômico**, 25 de jan. 2016.
- SIMÃO, E. Regra do FGTS é alterada para viabilizar venda de CRI ao FGTS por bancos privados. **Valor Econômico**, 19 de setembro de 2016a.
- _____. Fazenda anuncia facilitação de emissão de debêntures de infraestrutura. **Valor Econômico**, 7 de mar. de 2016b.
- TORRES FILHO, E.; MACAHYBA, L. O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliações e propostas. **Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial**, 2012.