



**Universidade do Estado do Rio de Janeiro**

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Ciências Econômicas

Andréa Perez Pinto da Silva

**Fatores inibidores do desenvolvimento do mercado de dívida  
corporativa no Brasil**

Rio de Janeiro

2014

Andréa Perez Pinto da Silva

**Fatores inibidores do desenvolvimento do mercado de dívida  
corporativa no Brasil**



Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós- Graduação em Ciências Econômicas – PPGCE / UERJ, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Professor Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Rio de Janeiro

2014

CATALOGAÇÃO NA FONTE  
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

S586 Silva, Andréa Perez Pinto da.  
Fatores inibidores do desenvolvimento do mercado de  
dívida corporativa no Brasil / Andréa Perez Pinto da Silva. –  
2014.  
95 f.

Orientador: Luiz Fernando Rodrigues de Paula.  
Dissertação (mestrado) – Universidade do Estado do Rio  
de Janeiro, Faculdade de Ciências Econômicas.  
Bibliografia: f.93-95.

1. Economia – Brasil – Teses. 2. Mercado de capitais –  
Teses. 3. Dívida pública – Teses. I. Paula, Luiz Fernando de,  
1959- II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro.  
Faculdade de Ciências Econômicas. III. Título.

CDU 336.76(81)

Autorizo apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial  
desta dissertação, desde que citada a fonte.

---

Assinatura

---

Data

Andréa Perez Pinto da Silva

**Fatores inibidores do desenvolvimento do mercado de dívida  
corporativa no Brasil**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós- Graduação em Ciências Econômicas – PPGCE / UERJ, da Universidade Estadual do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Aprovada em 28 de março de 2014.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula (Orientador)  
Faculdade de Ciências Econômicas - UERJ

---

Prof.Dra. Gabriela Fernandez Sanchez  
Faculdade de Ciências Econômicas - UERJ

---

Prof.Dr. Rogerio Sobreira Bezerra  
Fundação Getúlio Vargas - FGV

Rio de Janeiro

2014

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha família.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, em primeiro lugar, aos meus pais, por todo o apoio dado as minhas escolhas ao longo da vida.

Ao meu orientador, Luiz Fernando de Paula, pela paciência, presteza e atenção despendidas.

Agradeço aos membros da Banca Examinadora, por se disporem a contribuir com o trabalho aqui proposto.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), que me possibilitou o privilégio de uma bolsa de estudos durante o curso.

Agradeço ao meu marido por compreender as minhas angústias, reclamações e ausência em diversos momentos, principalmente aos finais de semana.

Às minhas amigas do mestrado da UERJ, Íris e Maíra, sempre presentes nos momentos de estudo, compartilhando cadernos, angústias e pretensões.

Finalmente, agradeço ao meu filho (ainda por nascer) por ter dividido comigo momentos de muito sono e enjoo em frente ao computador. Mas, ainda assim, permitindo que eu defendesse a presente dissertação semanas antes de nascer.

## RESUMO

SILVA, A. P. P. *Fatores inibidores do desenvolvimento do mercado de dívida corporativa no Brasil*. 2014. 109 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Centro de Ciências Sociais, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

Esta dissertação objetiva responder a seguinte pergunta: por que o mercado de dívida pública brasileiro parece inibir o desenvolvimento do mercado de dívida privada? A experiência internacional mostra que, em diversos países, esse movimento ocorreu de forma contrária ao Brasil, de forma que o mercado de títulos públicos atuou como forte aliado do desenvolvimento e consolidação do mercado de títulos privados e não como limitador. Para responder tal questionamento é feito neste trabalho uma análise do perfil do mercado de títulos do Brasil e uma tentativa de desvendar quais são os fatores inibidores do desenvolvimento do mercado de dívida corporativa no país.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Dívida pública. Dívida privada. Mercado de dívida corporativa brasileiro. Debêntures.

## ABSTRACT

SILVA, A. P. P. *Inhibiting factors of the development of the corporate debt market in Brazil*. 2014. 109 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Centro de Ciências Sociais, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

This dissertation aims to answer the following question: Why the Brazilian public debt market does inhibit the development of the private debt market? International experience shows that this movement goes into the opposition direction, so that the public debt market acted as a strong ally of the development and consolidation of the corporate bond market and not limiting it. To answer these questions, this dissertation makes an analysis of the Brazilian's bond market and seeks to unravel what are the inhibiting factors for the development of its corporate debt market.

Key words: Capital markets. Public debt market. Private debt market. Brazilian corporate debt market. Debentures.

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1 -</b>	Taxa de Crescimento do Crédito: Bancos Públicos X Privados ...	23
<b>Gráfico 2 -</b>	Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da China (em US\$ bilhões) .....	34
<b>Gráfico 3 -</b>	Estoque do mercado de títulos de dívida pública da Índia (em US\$ bilhões) .....	36
<b>Gráfico 4 -</b>	Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da Coréia do Sul (em US\$ bilhões) .....	37
<b>Gráfico 5 -</b>	Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, do Chile (em US\$ bilhões) .....	42
<b>Gráfico 6 -</b>	Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, do México(em US\$ bilhões) .....	44
<b>Gráfico 7 -</b>	Percentual da Dívida Pública por Tipo de Título .....	49
<b>Gráfico 8 -</b>	Composição da Dívida Pública Federal por Indexador - Julho de 2013 .....	50
<b>Gráfico 9 -</b>	Distribuição dos Vencimentos da Dívida Pública por Prazo .....	51
<b>Gráfico 10 -</b>	Evolução do estoque de títulos públicos em poder público (em R\$ bilhões) .....	51
<b>Gráfico 11 -</b>	Detentores dos títulos públicos (Julho 2013) .....	52
<b>Gráfico 12 -</b>	Evolução da Rentabilidade dos Títulos Públicos – IMA Geral (% acumulado em 12 meses) .....	53
<b>Gráfico 13 -</b>	Emissões de Debêntures (R\$ Milhões) .....	60
<b>Gráfico 14 -</b>	Evolução do número de emissões por trimestre e volume médio captado por emissão (de 1995 a 2009) .....	61
<b>Gráfico 15 -</b>	Distribuição do Estoque de Debêntures por Indexador .....	62
<b>Gráfico 16 -</b>	Fontes de Financiamento do Investimento na Indústria e Infraestrutura .....	62
<b>Gráfico 17 -</b>	Atividade econômica e emissão de debêntures (1995-2012) .....	72
<b>Gráfico 18 -</b>	Variação IPCA (% a.a.) X Taxa de Juros Over /Selic (1995-2012) .....	76
<b>Gráfico 19 -</b>	<i>Spread</i> da NTN-B 2020 sobre o IPCA .....	77

<b>Gráfico 20</b> -	Prazo Médio do Estoque de Debêntures X Prazo Médio do Estoque de Títulos Públicos (em anos) .....	79
<b>Gráfico 21</b> -	Prazo e Duração Média da Dívida Pública Federal (Jan 1997 – Jul 2008) .....	85

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1 -</b>	Emissões de Valores Mobiliários no Brasil (R\$ Milhões) .....	59
<b>Tabela 2 -</b>	Emissões de debêntures registradas no Novo Mercado de Renda Fixa .....	64
<b>Tabela 3 -</b>	Emissões de debêntures incentivadas pela Lei 12.431 (até junho 2013) .....	66
<b>Tabela 4 -</b>	Maturidade Média do Estoque de Títulos Públicos (em anos) .....	78
<b>Tabela 5 -</b>	Comparativo Volume da Dívida Indexado à Taxa Flutuante (US\$ Bilhões) .....	80

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABMI	<i>Asian Bond Market Initiative</i>
ABS	<i>Asset-Backed Securities</i>
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BCB	Banco Central do Brasil
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI	Depósito Interfinanceiro
FAT	Fundo de Amparo aos Trabalhadores
FGV	Fundação Getúlio Vargas
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICVM 476	Instrução CVM nº 476 (ICVM 476),
IED	Investimento Externo Direto
IGP-M	Índice Geral de Preços de Mercado

IMA	Índice de Mercado Anbima
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
K	Capital
L	Trabalho
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LFTE	Letras Financeiras do Tesouro Estadual
LFTM	Letras Financeiras do Tesouro Municipal
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MPME	Micro, pequenas e médias empresa,
NMRF	Novo Mercado de Renda Fixa da ANBIMA
NTN	Notas do Tesouro Nacional
PIB	Produto Interno Bruto
SBIF	<i>Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras</i>
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
TBF	Taxa Básica Financeira
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TR	Taxa Referencial

## SUMÁRIO

	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>14</b>
<b>1</b>	<b>A IMPORTÂNCIA DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO PARA O DESENVOLVIMENTO DA ECONOMIA E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>19</b>
1.1	A importância dos diversos agentes do sistema financeiro para o financiamento da economia.....	19
1.2	As vantagens de um mercado de títulos corporativos desenvolvido.....	24
1.3	<b>Conclusão .....</b>	<b>29</b>
<b>2</b>	<b>EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS SOBRE O DESENVOLVIMENTO DA DÍVIDA EM PAÍSES EMERGENTES.....</b>	<b>31</b>
2.1	<b>O mercado de dívida asiático.....</b>	<b>32</b>
2.1.1	<u>O mercado de títulos da China .....</u>	<u>34</u>
2.1.2	<u>O mercado de títulos da Índia .....</u>	<u>35</u>
2.1.3	<u>O mercado de títulos da Coreia do Sul.....</u>	<u>37</u>
2.2	<b>O mercado de dívida da América Latina .....</b>	<b>38</b>
2.2.1	<u>O mercado de títulos do Chile .....</u>	<u>40</u>
2.2.2	<u>O mercado de títulos do México .....</u>	<u>43</u>
2.3	<b>Conclusão .....</b>	<b>45</b>
<b>3</b>	<b>OS TÍTULOS DE RENDA FIXA NO BRASIL .....</b>	<b>47</b>
3.1	<b>O mercado brasileiro de títulos públicos .....</b>	<b>48</b>
3.2	<b>O mercado de títulos privados .....</b>	<b>53</b>
3.3	<b>As debêntures .....</b>	<b>54</b>
3.4	<b>O mercado de debêntures no Brasil .....</b>	<b>58</b>
3.5	<b>Iniciativas brasileiras para promover o mercado de títulos privados de renda fixa .....</b>	<b>62</b>
3.6	<b>Conclusão .....</b>	<b>67</b>
<b>4</b>	<b>DETERMINANTES DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE TÍTULOS PRIVADOS NO BRASIL .....</b>	<b>69</b>
4.1	<b>Contexto macroeconômico .....</b>	<b>69</b>

4.2	<b>Contexto institucional</b> .....	72
4.3	<b>As características da dívida pública brasileira</b> .....	75
4.3.1	<u>Taxas de juros</u> .....	75
4.3.2	<u>Estrutura e prazo da dívida pública</u> .....	77
4.3.3	<u>Liquidez dos títulos</u> .....	81
4.4	<b>Títulos públicos versus títulos privados: complementaridade ou competição?</b> .....	83
4.5	<b>Conclusão</b> .....	86
	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	88
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	93

## INTRODUÇÃO

A presente dissertação objetiva responder a seguinte pergunta: por que o mercado de dívida pública brasileiro parece inibir o desenvolvimento do mercado de dívida privada? A experiência internacional mostra que, em diversos países, esse movimento ocorreu de forma contrária ao Brasil, de forma que o mercado de títulos públicos atuou como forte aliado do desenvolvimento e consolidação do mercado de títulos privados e não como limitador. Para responder tal questionamento será realizada neste trabalho uma análise do perfil do mercado de títulos do Brasil e uma tentativa de desvendar quais são os fatores inibidores do mercado de dívida corporativa no país.

Durante as últimas décadas, o cenário financeiro sofreu mudanças significativas em todo o mundo. A profundidade e diversidade do sistema financeiro, com a criação de novos produtos, aumentaram acentuadamente nas maiores economias desenvolvidas. A intermediação financeira cresceu a um ritmo notável, a oferta de serviços e instrumentos financeiros atingiu novas dimensões, assim como a integração financeira entre as diversas nações.

Embora o crescimento do mercado de capitais também tenha sido notado nos países em desenvolvimento, ele foi bastante concentrado nos centros financeiros globais e nas economias desenvolvidas. Na década de 1990, a adoção das ideias do Consenso de Washington estimulou que os países emergentes atraíssem capital internacional de diferentes maneiras: liberalizando seus sistemas financeiros, privatizando empresas estatais, melhorando o clima para os fluxos de capitais através de estabilização macroeconômica e de ambientes de negócios mais favoráveis. Essas medidas permitiram o aumento do fluxo de capitais para esses países.

Em particular, os países emergentes tentaram empreender uma série de reformas para fomentar o desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários nacional, incluindo nova legislação, novos títulos e comissões de câmbio, o reforço do marco regulatório e de supervisão e melhor infraestrutura de negociação, custódia, compensação e liquidação de valores mobiliários.

Como consequência, observou-se uma mudança na composição dos fluxos de capitais para as economias emergentes, fazendo com que o capital privado se

tornasse uma relevante fonte de recursos, especialmente na forma de investimento estrangeiro direto, resultando em fusões, aquisições e privatizações. O movimento foi acompanhado pela internacionalização dos serviços financeiros, de modo que emissores e investidores pudessem acessar intermediários financeiros internacionais, e também possibilitou a entrada de recursos de investidores em busca de retornos maiores e diversificação global.

No entanto, a consolidação do sistema financeiro não ocorreu de forma homogênea em todos os países que adotaram as medidas sugeridas pelo Consenso de Washington e nem todos os países conseguiram desenvolver o seu mercado de capitais, em especial o mercado de dívida privada. No caso brasileiro, as medidas adotadas contribuíram em muitos aspectos para uma melhora no ambiente financeiro, mas, no entanto, elas não foram suficientes para o desenvolvimento e amadurecimento do mercado de capitais em toda a sua amplitude.

Há algumas décadas fala-se em desenvolver o mercado títulos privados de renda fixa no Brasil como opção de financiamento de longo prazo, especialmente para a infraestrutura. Antes da estabilização econômica, em meados da década de 1990, acreditava-se que o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos no Brasil não era factível num cenário de alta inflação, endividamento interno e externo e baixo crescimento econômico. No entanto, duas décadas se passaram após a reestruturação macroeconômica do país, fazendo com que a expectativa de que o mercado de dívida se desenvolvesse continuasse frustrada. No ano de 2006, Garcia e Salomão (2006, p. 2) já questionaram o problema:

O que talvez a maioria dos analistas não imaginasse era que a condição necessária representada pela inflação baixa e controlada fosse tão distante da condição suficiente, sendo tão difícil atingir o alongamento. (...) Não obstante, os progressos no alongamento dos mercados de renda fixa público e privado têm se situado bastante aquém do que se esperava e, como será mostrado, também aquém do que outros países emergentes lograram obter.

Há quase oito anos, Garcia e Salomão (2006) apontaram que, mesmo com o fortalecimento dos fundamentos macroeconômicos na economia brasileira, como uma inflação baixa e controlada, o exame das variáveis econômicas brasileiras mostrava grande discrepância algumas experiências internacionais bem sucedidas de alongamento da dívida. Como diagnóstico, os economistas apontaram alguns fatores como responsáveis pela dificuldade do desenvolvimento do mercado de

títulos corporativos no Brasil, entre eles: a inflação brasileira ainda não estava em patamares tão reduzidos quanto necessário; a taxa real de juros ainda encontrava-se em níveis muito elevados e a obtenção do *investment grade* junto às agências classificadoras de risco era ingrediente fundamental para o desenvolvimento financeiro das economias emergentes.

Desde então, conforme dados do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e de taxa de juros divulgada pelo Banco Central do Brasil (BCB), a taxa Selic caiu quase sete pontos percentuais, indo de uma média de 15,2% ao ano em 2006 para 8,5% ao ano em 2012; a taxa real de juros reduziu-se de 12% ao ano para quase 3% ao ano nesse mesmo período. Mas a inflação do período de 2006 a 2012, que de um modo geral vinha apresentando acentuada queda desde o início do Plano Real, acelerou-se no período, ainda que tenha se mantido abaixo do teto da meta estabelecida pelo BCB.

Em abril de 2008, o Brasil foi considerado grau de investimento pela agência de avaliação *Standard & Poor's*. As outras agências de classificação de risco de crédito posteriormente seguiram a classificação: em maio de 2008, a agência *Fitch* anunciou o grau de investimento para o Brasil e em setembro de 2009 foi a vez da *Moody's*.

Apesar do recuo expressivo na taxa de juro real brasileira e da obtenção de *investment grade* pelo país, percebe-se que a dinâmica do endividamento interno brasileiro não evoluiu com a velocidade e vigor esperados. Nota-se apenas um tímido aumento na utilização dos títulos privados de renda fixa como opção de financiamento para as empresas. Como lembrança dos tempos de alta e volátil inflação, o mercado de dívida brasileiro persiste limitado ao curto prazo, com liquidez concentrada em poucos ativos e especializado em financiar o setor público. Para Coutinho (2007), a definição de “longo prazo” no mercado brasileiro é de títulos com um ano ou um pouco mais que isso, constituindo claramente uma anomalia do ponto de vista das decisões de investimento de empresas e famílias.

Na tentativa de explicar por que o mercado brasileiro de títulos corporativos ainda é pouco profundo quase vinte anos após a implementação do Plano Real, em julho de 1994, alguns autores apontam que, embora o mercado de títulos públicos contribua para o desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa, em muitos casos parece existir concorrência entre os mercados.

A questão da concorrência é consequência de inúmeras características dos títulos públicos brasileiros que parecem limitar o desenvolvimento do mercado de títulos privados. Como resultado, tem-se nos títulos públicos uma combinação de baixo risco de crédito, alta rentabilidade, alternativas de indexação que limitam o risco de taxa de juros, alta liquidez acabam exigindo que os títulos privados ofereçam remuneração extremamente elevadas que muitas vezes não podem ser suportadas pelas empresas. Paula e Faria Jr.(2012), tem uma posição mais rígida ao acreditar que, no caso brasileiro, não há complementaridade, mas apenas concorrência entre os títulos públicos e privados.

Constata-se ainda que o mercado de títulos corporativos de renda fixa ainda é bastante limitado no Brasil, especialmente quando comparado ao mercado de renda variável e ao sistema bancário. O mercado de crédito bancário é essencial para o financiamento das micro, pequenas e médias empresas (MPME), que no ano de 2012 representaram 99% dos estabelecimentos nacionais e faturam o equivalente a 21% do Produto Interno Bruto (PIB), de acordo com o IBGE e com o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae), porém ele não é suficiente para fornecer todo o financiamento necessário a essas empresas que não conseguem financiamento via mercado de capitais.

No Brasil, as instituições públicas como o BNDES, o Banco do Nordeste (BNB), a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil (BB) têm significativa representatividade no crédito concedido. Se por um lado isso contribui para a manutenção da oferta de crédito em períodos de baixa liquidez, como ocorrido na crise de 2009, por outro, levanta-se a questão do impacto que pode ter sobre as contas públicas. De modo a complementar o crédito concedido pelos bancos públicos, o financiamento de longo prazo dos investimentos requer uma maior multiplicidade de fontes, como a que pode ser obtida através do desenvolvimento do mercado de capitais.

Sendo assim, o objetivo desta dissertação é analisar mais detalhadamente o mercado de títulos, com destaque especial para as debêntures, por ser o título privado de renda fixa mais importante e com maior base de dados disponível para análise. O período de análise será desde 1994, após a implantação do Plano Real, com foco para os anos mais recentes. O trabalho será desenvolvido através de revisão bibliográfica sobre o tema dos títulos públicos e privados, análise de artigos,

monografias e teses que apoiam essa abordagem, além de consulta e análise de dados disponíveis no mercado.

Assim, o primeiro capítulo mostra através de revisão bibliográfica, a importância do financiamento de longo prazo e o papel do mercado de capitais no fornecimento do crédito. O segundo capítulo analisa algumas experiências internacionais bem-sucedidas de alongamento da dívida e desenvolvimento do mercado de títulos privados. O terceiro capítulo da dissertação, por sua vez, detalha as características e definições dos principais títulos de renda fixa disponíveis no mercado brasileiro, tanto os títulos públicos, quanto privados. O quarto busca entender os principais determinantes do desenvolvimento do mercado de títulos privados no Brasil. Finalmente, nas considerações finais busca-se avaliar as questões importantes que permearam a dissertação: quais fatores impedem e estimulam o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos no Brasil? A composição da dívida pública determina ou inibe o desenvolvimento do mercado de títulos privados?

## **1 A IMPORTÂNCIA DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO PARA O DESENVOLVIMENTO DA ECONOMIA E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS**

O presente capítulo objetiva mostrar a importância do financiamento de longo prazo para a tomada de decisões estratégicas para o desenvolvimento de um país.

Investimentos em infraestrutura e ciência e tecnologia são apenas alguns exemplos de atividades econômicas que, por conta de certas características em termos de risco e de retorno, encontram dificuldade de obter financiamento. Tais projetos possuem alto risco e baixa rentabilidade, além de exigir intensos aportes de recursos na fase de construção e de extenso prazo para a amortização dos recursos na fase de exploração do empreendimento.

Neste cenário, será mostrado adiante o papel fundamental para a consolidação dos investimentos que o mercado de capitais assume, ao ser importante fonte de recursos financeiros de longo prazo e ao gerar externalidades positivas às economias que obtêm sucesso no seu desenvolvimento e consolidação.

### **1.1 A importância dos diversos agentes do sistema financeiro para o financiamento da economia**

Na história econômica, a importância da disponibilidade de crédito para o desenvolvimento econômico também foi apontada por diversos economistas. Para Schumpeter, o desenvolvimento econômico é motivado por três fatores: a inovação tecnológica, a presença do empresário empreendedor e o acesso ao crédito. Já a teoria keynesiana, coloca a disponibilidade de crédito como fundamental para viabilizar os investimentos produtivos, tidos como o motor do crescimento econômico.

Para Couto e Trintim (2012), a concessão de crédito de longo prazo é um instrumento eficaz para o crescimento econômico de um país, pois contribuiu para elevar a demanda efetiva da economia e, conseqüentemente, aumentar o volume da produção e do emprego.

A dificuldade encontrada pelas economias modernas, em especial no caso das economias emergentes, que enfrentam cenários de maior incerteza, é: como obter tais recursos para financiar as decisões de gastos dos agentes? É nesse contexto que o sistema financeiro destaca-se como intermediador financeiro e alocador de recursos escassos entre poupadores e devedores. Mas não há unanimidade entre as interpretações teóricas sobre a influência que o sistema financeiro exerce sobre o crescimento econômico. Questiona-se se o desenvolvimento do sistema financeiro gera impactos sobre o crescimento da economia ou se a própria dinâmica da atividade produtiva molda o desempenho e evolução do sistema financeiro.

A importância do sistema financeiro para o financiamento do crescimento econômico já era abordada no início do século XX por Schumpeter. O economista destacou a importância do processo de inovações nas economias capitalistas e a importância do crédito como elemento fundamental para o processo de desenvolvimento econômico.

*The essential function of credit in our sense consists in enabling the entrepreneur to withdraw the producers goods which he needs from their previous employments, by exercising a demand for them, and thereby to force the economic system into new channels. Our second thesis now runs: in so far as credit cannot be given out of the results of past enterprise or in general out of reservoirs of purchasing power created by past development, it can only consist of credit means of payment created ad hoc, which can be backed neither by money in the strict sense nor by products already in existence.(SCHUMPETER, 1934, p. 106 apud PAULA, 2012, p. 3).*

Nas ideias de Schumpeter, o acesso ao crédito é tido como um dos elementos básicos do processo de desenvolvimento econômico, por ser fundamental ao processo de inovação. O crédito torna-se um fator necessário ao desenvolvimento, quando as inovações são feitas por novos empreendedores que não têm recursos suficientes para desenvolvê-las e nem os seus próprios meios de produção. Desse modo, através da criação dos meios de pagamento e do crédito bancário, os empresários inovadores podem obter emprestados os recursos necessários para permitir que o processo de inovações ocorra.

A abordagem keynesiana e pós-keynesiana também reconhece a importância do setor financeiro como propulsor do desenvolvimento econômico. Isso porque, quando da decisão de investir, os empresários devem tomar recursos junto ao sistema financeiro por um período determinado a certa taxa de juros. Durante a

maturação do investimento, que oferece retornos de longo prazo, as firmas precisam se refinar ou rolar suas dívidas. Dessa maneira, um cenário de condições econômicas deterioradas ou no qual o sistema financeiro seja pouco desenvolvido pode dificultar ou inviabilizar a continuidade dos investimentos. Por outro lado, um sistema financeiro bem desenvolvido permite maior diversificação de riscos e amplia a oferta de crédito, criando um ambiente propício a realização de investimentos.

Posteriormente, com a predominância dos modelos neoclássicos de crescimento, Scatolin et al (2001 apud MANOS, 2006) apontou que as discussões sobre a influência do sistema financeiro para o financiamento do crescimento econômico perdeu espaço no ambiente econômico, em especial por conta dos modelos de crescimento baseados nas ideias de *Solow*, nos quais os fatores tradicionalmente endógenos à função de produção, Capital (K) e Trabalho (L), eram considerados lineares, homogêneos e produziam rendimentos constantes, fazendo com que somente um choque exógeno de tecnologia fosse capaz de afetar a taxa de crescimento de longo prazo da economia.

Já o posicionamento de Modigliani e Miller (1958) defende a ausência de correlação entre o sistema financeiro e o crescimento econômico. Os autores defendem que a estrutura de capital da empresa não impacta seu valor de mercado. Assim, o fato de as empresas procurarem diferentes formas e fontes de financiamento não é relevante, de modo que o mercado de capitais não exerce influência positiva ou negativa sobre o desenvolvimento econômico.

Embora não exista consenso entre os diversos estudiosos, nenhuma das formulações teóricas a respeito da relação entre sistema financeiro e crescimento econômico deve ser descartada. Fato é que, por definição, o sistema financeiro caracteriza o conjunto de instituições que asseguram a circulação do dinheiro, canalizando poupança para o investimento nos mercados financeiros e permitindo acesso ao crédito àqueles que necessitam de recursos para a realização de investimentos.

É nesse contexto que surge a figura da instituição financeira, como protagonistas na oferta de crédito para as empresas. Mas em se tratando do financiamento ao investimento produtivo de longo prazo, Couto e Trintim (2012) apontam que as instituições financeiras privadas não atuam na concessão do crédito de longo prazo devido aos riscos e incertezas, baixos retornos, grande volume de recursos e maiores prazos de financiamento.

Assim, nas economias emergentes, que costumam ser marcadas por grandes incertezas e alta volatilidade no fluxo de capitais, os bancos públicos colocam-se como alternativa para atender as demandas de financiamento não supridas pelo setor financeiro privado. Diversas economias emergentes possuem bancos que atuam como agentes de fomento na economia. É o caso do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no Brasil, do *China Development Bank* na China, do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), principal fonte de financiamento multilateral da América Latina, ou do *Asian Development Bank*, que atende os países asiáticos.

Além de atuarem com uma função social de reduzir a pobreza e miséria nos países emergentes, os bancos de desenvolvimento cumprem papel crucial no apoio a projetos de investimento que demandam altos volumes de recursos e cujos retornos são obtidos apenas a longo prazo, fornecendo linhas de financiamento de prazos mais longos e com taxas abaixo daquelas praticadas pelas instituições financeiras privadas. Dessa maneira, auxiliam no desenvolvimento das economias, alocando recursos de modo a eliminar os gargalos do desenvolvimento econômico e social nos países emergentes.

No Brasil, a presença dos bancos públicos no financiamento produtivo de longo prazo sempre foi bastante relevante. De acordo com Torres Filho e Costa (2012, p. 17):

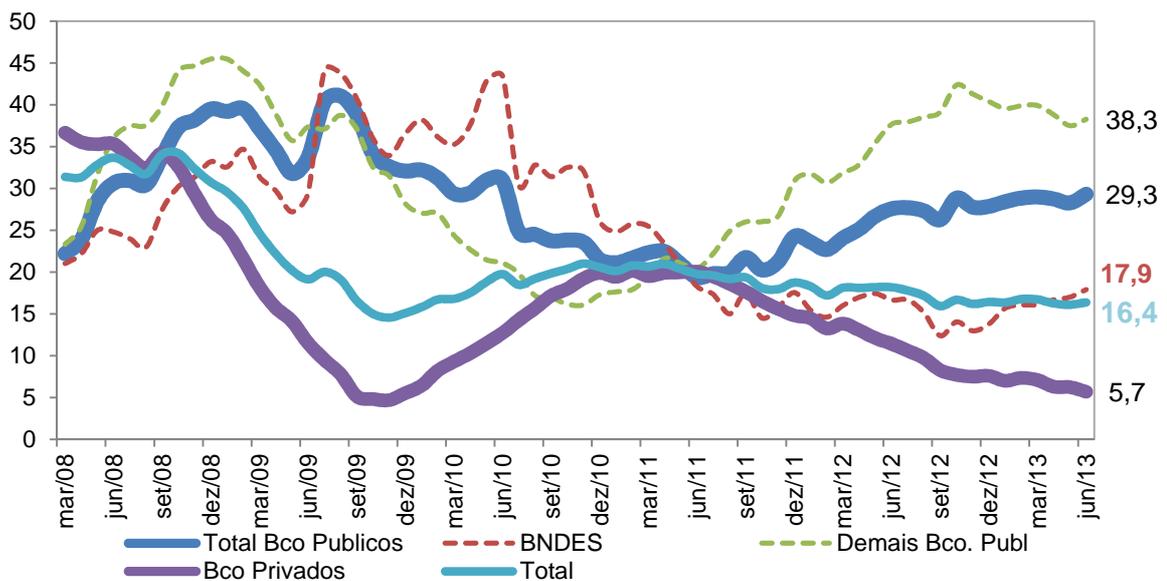
o crédito bancário de longo prazo em moeda nacional às empresas industriais e relacionadas à infraestrutura sempre foi no Brasil uma atividade quase exclusiva do BNDES. Em 2009, dois terços dos empréstimos de mais de cinco anos dos bancos brasileiros, incluindo tanto as operações com as empresas quanto com as famílias, era financiado com recursos desse banco de desenvolvimento. Do restante, outros vinte pontos percentuais eram detidos por dois outros bancos públicos, Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco do Brasil, mas eram em sua maioria direcionados para o crédito habitacional.

Destaca-se ainda o papel dos bancos públicos como agente anticíclico da economia, que atuam de forma a compensar os desequilíbrios do mercado de crédito, que é considerado de alta volatilidade e pró-cíclico, fazendo com que os volumes emprestados aumentem nos períodos de crescimento e se retraiam em momentos de desaceleração econômica.

No Brasil, tal papel pode-se ser claramente evidenciado a partir do segundo semestre de 2008, quando os bancos públicos brasileiros atuaram de modo a compensar os efeitos adversos da crise financeira internacional. Para Rocca (2010),

as condições adversas de liquidez foram minimizadas através de um mecanismo de atuação compensatória possibilitado pela multiplicidade de fontes de financiamento tais como bancos privados, bancos públicos, mercado de capitais e mercado internacional, como se pode evidenciar no gráfico a seguir:

Gráfico 1 – Taxa de Crescimento do Crédito: Bancos Públicos X Privados



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2013.

Nota-se no gráfico 1 que durante a crise econômica de 2008 a 2010, os bancos públicos brasileiros cumpriram papel anticíclico de extrema relevância para a retomada do crescimento econômico, expandindo suas operações de crédito, oferecendo melhores condições de financiamento, sobretudo para empresas de menor porte, que não conseguiam mais acessar ou renovar suas operações com bancos comerciais. A aceleração nas operações de financiamento por parte dos bancos públicos não apenas evitou que o choque externo de liquidez se propagasse com maior intensidade pela economia brasileira, como também permitiu que muitos projetos de investimento em curso não fossem paralisados.

Para Torres Filho e Costa (2012), outro fator que afeta o crescimento do crédito ofertado pelo BNDES é o seu papel como instrumento de política de governo. Verifica-se que durante a crise financeira, o BNDES atuou tanto de modo a sustentar o investimento quanto de forma a compensar a retração do crédito por parte do

sistema financeiro privado. A abrupta aceleração do crescimento das aplicações do banco de desenvolvimento gerou uma pressão por recursos que não pode ser acomodada pelas fontes tradicionais de financiamento, principalmente, o Fundo de Amparo aos Trabalhadores (FAT). Assim, o Tesouro realizou volumosos aportes de maneira a sustentar os níveis de crédito concedidos pelo BNDES.

O caso brasileiro pode ser usado como exemplo de que, embora os bancos públicos cumpram papel fundamental no desenvolvimento das economias emergentes, eles não podem ser fonte exclusiva de recursos de longo prazo. Conforme mencionado anteriormente, a alternativa do crédito privado oriundo dos bancos comerciais e múltiplos é frágil, vulnerável e sujeita às condições de liquidez da economia e em muitos casos restritas ao fornecimento de crédito de prazos mais curtos. Isso pode ser evidenciado entre os anos de 2008 e 2010 no gráfico 1, quando a crise de confiança resultante das condições de mercado secou a liquidez existente. Quando uma economia torna-se muito dependente do crédito bancário, ela fica sujeita à disposição desses agentes de emprestar, fazendo com que num momento de crise, esses agentes decidam não emprestar. Assim, as empresas não logram obter os recursos necessários ao investimento, culminando numa redução da demanda agregada através do efeito multiplicador.

## **1.2 As vantagens de um mercado de títulos corporativos desenvolvido**

Diante da limitação dos bancos públicos suprirem toda a necessidade de recursos necessários a uma economia em expansão e das limitações enfrentadas pelos bancos privados em fornecer recursos com longa maturidade a custos considerados razoáveis para as empresas, um mercado de capitais eficiente torna-se uma alternativa viabilizadora do financiamento de longo prazo. Tal mercado pode ainda propiciar às empresas a oportunidade de continuar seus investimentos ao captar recursos através da emissão de títulos corporativos de renda fixa no mercado, mesmo em momentos de ausência de liquidez, como uma crise financeira ou bancária.

Conforme destacado por Torres Filho e Costa (2012), os bancos, em lugar de manterem esses empréstimos em seus balanços, tornam-se agentes originadores e

distribuidores dessas operações junto a um mercado de capitais em forte expansão, através de inovações financeiras baseadas na securitização de suas carteiras. Isso permite a ampliação das possibilidades de obtenção de recursos junto a diversos agentes na economia.

Destaca-se também que os países emergentes, como o Brasil, estão com uma demanda cada vez mais robusta para investimentos em grande escala e financiamento de longo prazo. Diante deste cenário de alto crescimento nos investimentos em infraestrutura, é necessário que os países busquem outros instrumentos de financiamento para viabilizar a implementação dos projetos. Assim, explorar o mercado de títulos locais se coloca como importante alternativa, pois diversifica as fontes de financiamento dos emitentes, no processo de diminuir a sua dependência em relação aos bancos de desenvolvimento, ao mercado de ações e empréstimos bancários.

Turner (2002) destaca ainda que existem múltiplos interesses dos Bancos Centrais no desenvolvimento dos mercados de dívida pública e privada. Em primeiro lugar, os mercados de títulos do governo podem ajudar a financiar os déficits orçamentários de uma forma não inflacionária, aumentando, assim, a eficácia da política monetária. Além disso, os Bancos Centrais podem utilizar os mercados de dívida pública como aliados na condução da política monetária. Na visão de Turner (2002), os mercados de dívida geram maior estabilidade ao sistema financeiro, controlam os sistemas de compensação e de liquidação, além de, muitas vezes, supervisionar diretamente os bancos.

Em 2002, a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)<sup>1</sup> publicou um relatório, resultado de um questionário aplicado a 22 países emergentes de diferentes regiões geográficas e com históricos econômicos distintos, mostrando as inúmeras vantagens que um mercado de títulos eficiente pode oferecer à economia de um país:

- i. Menor custo de capital para as empresas;
- ii. Diminuição do risco de descasamento de maturidade e moeda;
- iii. Maiores possibilidades de investimento, trazendo maior bem-estar;
- iv. Melhor e mais eficiente precificação do risco de crédito; e

---

<sup>1</sup>Criada em 1983, a IOSCO conta com mais de 130 membros de 80 países e tornou-se o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores e de futuros.

v. Promoção da estabilidade financeira.

Ao acessar o mercado de capitais, as empresas conseguem reduzir o custo de capital por conseguirem financiamentos mais baratos no mercado de títulos corporativos do que nos bancos comerciais. Isso pode ocorrer seja por conta da desintermediação, ao permitir que as empresas acessem diretamente o investidor sem o intermédio direto do banco comercial; seja pela maior possibilidade de customização de suas dívidas, uma vez que os títulos corporativos permitem às empresas gerenciarem seu perfil de ativos e passivos de modo a minimizar os riscos de maturidade e moeda no seu balanço, reduzindo o custo total do capital.

Como consequência, a redução do risco de descasamento de maturidade e moeda se dá pela possibilidade das empresas emitirem títulos com prazos mais longos do que os empréstimos bancários e também emitirem títulos em moeda nacional. Pode-se buscar o casamento do término dos investimentos com o início do pagamento da dívida.

Quanto mais restrito o mercado de capitais de um país, mais limitado é o seu mercado de títulos, diminuindo as opções de investimento de poupadores a depósitos bancários, ações e ativos não financeiros, como o mercado imobiliário. A longo prazo, isso é prejudicial à economia do país. Ademais, restringe as opções de aplicação dos recursos dos fundos de pensão, que necessitam de ativos de prazos mais longo para seus investimentos. Já uma gama mais ampla de possibilidades de investimentos permite ao investidor encontrar uma melhor e mais eficiente alocação dos ativos.

As taxas de juros determinadas pelos bancos comerciais não refletem as verdadeiras oportunidades do custo de capital. Isso faz com que as empresas aloquem seus recursos de maneira ineficiente. Um mercado de títulos eficiente permite que o risco de crédito esteja refletido no preço dos títulos, isto é, títulos com maiores notas de crédito conseguiriam captar recursos com custo mais baixo do que títulos com menores notas de crédito, possibilitando uma melhor alocação do capital na economia.

Um mercado de capitais bem desenvolvido também pode ajudar a promover estabilidade financeira. Na ausência do mercado de títulos corporativos, os bancos públicos e privados são os grandes emprestadores e assumem grande parte do risco de crédito. O mercado de títulos contribui para um sistema financeiro mais

diversificado e a ampliação na base de investidores, ajuda na diluição e redução do risco de crédito do sistema bancário, contribuindo para o seu fortalecimento.

Outra vantagem apontada por Menon (2007) é a possibilidade do mercado de títulos da dívida doméstica, denominado em moeda local, minimizar alguns riscos associados ao Investimento Direto Estrangeiro (IDE). Os títulos em moeda local diminuem a exposição do devedor para dívidas em moeda estrangeira e, simultaneamente, são capazes de absorver os choques de volatilidade decorrentes de fluxos de IDE. Dessa maneira, o impacto de uma saída brusca de capitais não se torna tão devastador à economia do país. Por outro lado, a formação de um mercado de títulos em moeda local também atrai IDE para o país. Isso porque reduz a exposição ao risco dos investidores estrangeiros, quando estes estão dispostos a financiar projetos em determinado país.

Menon (2007) também destaca a possibilidade do mercado de títulos promover uma distribuição de recursos mais eficiente. Segundo o autor, do ponto de vista macroeconômico, a criação de um mercado de títulos em moeda local oferece uma alternativa e uma melhor relação de custo-eficiência ao financiamento do desenvolvimento da infraestrutura e de projetos de privatização, que normalmente têm longos períodos de *payback*.

Outro ponto que merece destaque é a possibilidade de que o desenvolvimento de um mercado de dívida privada possa mitigar o impacto negativo das crises financeiras ou reduzir a probabilidade de ocorrência de crises. Isso porque os mercados de dívida podem fornecer uma fonte alternativa de financiamento na ausência de liquidez de outros canais de financiamento, tais como financiamento bancário. Ademais, um mercado de dívida privada eficiente pode proporcionar uma melhor gestão de riscos. De acordo com MENON (2007) os impactos das entradas e saídas de capital no país podem ser minimizados por um mercado de títulos eficiente:

*An efficient domestic bond market would be able to temper some of the risks associated with foreign direct investments (FDI). Local-currency bonds diminish the borrower's exposure to foreign-currency debts, at the same time absorbing the related shocks and volatility arising from FDI flows; borrowers can lock in interest rates via issuance of local-currency debt papers. In this regard, the impact of a sudden outflow or reversal of foreign capital would not be as devastating. (MENON, 2007, p. 1).*

Após as crises financeiras ocorridas na década de 1990, o efeito de contágio e os canais de transmissão das crises financeiras em mercados emergentes foram amplamente estudados. Para JIANG et al (2002) o contágio das crises pode ocorrer através de uma série de canais, incluindo o setor real, os mercados financeiros e as instituições financeiras. De acordo com os autores, os estudos empíricos têm encontrado cada vez mais evidências indicando a importância de fatores financeiros na propagação dos choques. Os mercados financeiros, incluindo o mercado de dívida, podem fornecer um mecanismo de propagação das crises financeiras. Isso contradiz a visão de que os mercados de dívida são capazes de atenuar os efeitos negativos de uma crise, fornecendo uma fonte alternativa de financiamento em tempos de stress. Desse modo, isso sugere que os mercados de dívida podem fornecer tanto uma fonte alternativa de financiamento, quanto um canal de contágio e propagação de crises.

A visão de Philip Turner (2002) sobre as motivações para o desenvolvimento dos mercados é dividida em específicas e gerais. Enquanto as motivações específicas estão relacionadas em satisfazer de modo eficiente as necessidades de empréstimo, as motivações gerais relacionam-se ao melhor funcionamento dos mercados financeiros.

Como *razões específicas* para o desenvolvimento de um mercado de títulos, pode-se citar a necessidade de financiar os déficits fiscais e a necessidade de esterilizar grandes fluxos de capital. Com isso, percebe-se que os impulsos específicos para o desenvolvimento de mercados de títulos vêm principalmente do setor público. No entanto, o setor privado também precisa ter acesso a financiamentos de longo prazo, diretamente nos mercados de capitais ou através de mediação bancária.

Já as *razões gerais* para o desenvolvimento do mercado de dívida são inúmeras. A razão fundamental é fazer com que os mercados financeiros completos gerem taxas de juros de mercado que reflitam o real custo de oportunidade dos papéis em cada vencimento. Isto é essencial para investimentos eficientes e as decisões de financiamento. Ademais, a existência de uma ampla gama de instrumentos negociáveis ajuda de gestão de riscos, permitindo que a diminuição dos descasamentos entre ativos e seus passivos.

A inexistência dos mercados de títulos pode fazer com que as empresas tenham que financiar a aquisição de ativos de longo prazo incorrendo em dívidas de

curto prazo. Como resultado, suas políticas de investimento podem ser tendenciosas em favor de projetos de curto prazo e não de empreendimentos. A tentativa das empresas de recorrer ao mercado externo, na tentativa de compensar a falta de um mercado interno de dívida, pode expor a mesma a um risco cambial excessivo.

A segunda razão geral para o desenvolvimento de mercados de dívida é evitar a concentração de intermediação exclusivamente em bancos. Quando os bancos estão excessivamente alavancados, as economias tornam-se mais vulneráveis a crises. No entanto, pode-se esperar apenas dos mercados de capitais muito bem desenvolvidos que substituam os bancos. No caso dos países emergentes, a intermediação bancária continua a dominar.

Uma terceira razão geral para mercados de dívida de fomento é que esses mercados podem ajudar o funcionamento da política monetária. Um mercado financeiro que funcione bem é essencial para que a política seja transmitida de forma suave, como a política monetária depende cada vez mais de instrumentos indiretos de controle. Além disso, os preços no mercado de títulos de longo prazo fornecem informações valiosas sobre as expectativas de evolução macroeconômica prováveis e sobre as reações do mercado aos movimentos de política monetária.

### **1.3 Conclusão**

Dado o exposto no presente capítulo, pode-se perceber que as finanças têm desempenhado um papel cada vez mais importante para o financiamento do investimento e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Ao canalizar a poupança para a realização do investimento e permitir a criação de poder de compra novo na economia, o sistema financeiro contribui para o desempenho econômico por meio de diversos canais, tais como: mobilização da poupança, alocação de recursos para usos mais produtivos, transferência e compartilhamento de riscos. Nas economias modernas, as interrupções no fluxo de crédito são prejudiciais para a atividade econômica e causar aumento do desemprego, cancelamento dos planos de investimento e até mesmo recessão econômica numa economia.

Do ponto de vista macroeconômico, o mercado de títulos privados de renda fixa fornece uma alternativa para o financiamento dos projetos de infraestrutura,

cujos retornos são de longo prazo. O financiamento de longo prazo em larga escala dificilmente é suprido pelo financiamento bancário e o mercado de títulos pode promover uma melhor alocação dos recursos.

Por conta dos benefícios supracitados, o desenvolvimento do mercado de títulos públicos passou a ser uma demanda presente na política econômica de muitos países, a exemplo do Brasil.



## 2 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS SOBRE O DESENVOLVIMENTO DA DÍVIDA EM PAÍSES EMERGENTES

Um ponto comum e marcante entre muitos países emergentes sempre foi a estrutura do mercado de dívida, caracterizada pelo curto prazo, com tendência a taxas flutuantes ao invés de taxas fixas e geralmente denominada em moeda estrangeira. Por conta disso, os países emergentes têm direcionado esforços com objetivo de melhorar sua estrutura de títulos da dívida interna. O presente capítulo tem como objetivo avaliar as experiências do desenvolvimento do mercado de dívida privada em países emergentes selecionados.

Desde a década de 1980, observa-se, no mercado internacional, uma grande mudança na forma de intermediação dos recursos de longo prazo. Torres Filho e Costa (2012) destacam o papel precursor dos Estados Unidos que, até esta década, era o único país a ter um mercado relevante de títulos corporativos. Isso porque, desde a década de 1930, após a Crise de 1929, os Estados Unidos impuseram uma rigorosa separação entre as atividades de crédito bancário de curto prazo, exercida pelos bancos comerciais, e as operações de mercado de capitais. Na maior parte do mundo, o modelo adotado era com predomínio dos bancos universais, que exerciam múltiplos papéis (bancos comerciais, bancos de investimento, etc.).

Destaca-se, nas décadas de 1980 e 1990, os impactos da globalização financeira que, entre outras coisas, aumentou da concorrência nos mercados internacionais de capitais, a disponibilidade de instrumentos financeiros e fez com que, aos poucos, outros países fossem aderindo à ideia de emissão de títulos por empresas não financeiras.

A Europa aderiu com maior vigor ao mercado de papéis corporativos de longo prazo em 1999, após a entrada em vigor do Euro. Torres Filho e Costa (2012) ressaltam que após a liberalização e a internacionalização do mercado financeiro do Japão, em 1990, especialmente com a desregulamentação da Bolsa de Tóquio em 1998 foram fundamentais para que o país se tornasse o segundo maior mercado mundial de títulos corporativos, de acordo com informações do *Bank for International Settlements* (BIS).

Paula et al (2009) mostram duas considerações a respeito do crescimento do mercado de títulos de dívida nos países desenvolvidos e em desenvolvimento da

década de 1990 até 2008. A primeira é que o crescimento do mercado de títulos privados tem sido mais dinâmico em países em desenvolvimento, com destaque para os países asiáticos, do que em países desenvolvidos; embora, nominalmente, o mercado de títulos de dívida nos países em desenvolvimento ser muito menor do que o mercado de títulos de dívida dos países desenvolvidos. A segunda consideração é que a discriminação dos títulos de dívida entre público e privado mostra que nos países em desenvolvimento predominam as emissões de títulos públicos, ao passo que nos países desenvolvidos prevalecem emissões de títulos privados.

O objetivo do presente capítulo consiste em analisar a evolução do mercado de títulos de dívida de alguns países emergentes selecionados, entre a década de 1990 e os dias de hoje, período que foi fortemente marcado por crescimento e mudanças estruturais no sistema financeiro mundial. Para tanto, o texto está dividido mais três partes: na primeira fala-se da Ásia, com destaque para a China, Índia e Coreia do Sul; na segunda, o foco é a América Latina, destacando-se os mercados de dívida chileno e mexicano.

## 2.1 O mercado de dívida asiático

Após a crise monetária do sudeste asiático, na década de 1990, o mercado de dívida ganhou maior destaque nos países da região asiática. Segundo Paula et al (2009), antes da crise, o sistema de crédito era muito dependente dos bancos e estes, por sua vez, tinham parte de sua liquidez suprida pelos governos. Como resposta à crise, a necessidade de desenvolver os mercados de dívida locais e regionais tornou-se latente.

*The lesson drawn was that Asian countries need better diversified financial systems and specifically deep and liquid bond markets to supplement their banking systems. Better diversified financial markets would reduce financial fragility and enhance the efficiency of capital allocation. The development of bond markets would lengthen the tenor of debt and facilitate the placement of domestic-currency bonds, limiting maturity mismatches on corporate balance sheets. Corporations would be encouraged to disclose more information and follow internationally-recognized accounting practices, strengthening corporate governance. Borrowers would be distanced from lenders, anonymous and decentralized bond markets being hard to*

*influence, and markets would be better insulated from governments, limiting moral hazard and political interference.*(EICHENGREEN, 2004, p. 1).

Assim, desde a Crise Asiática, o mercado de títulos de dívida asiático começou a se desenvolver consideravelmente, tendo como principais referências: o Japão, a Coréia do Sul e a China.

O caso japonês é bastante peculiar entre os países desenvolvidos, pois de acordo com Watanabe (1994), o governo teve um papel bastante ativo no desenvolvimento do mercado nacional de títulos corporativos. Tudo começou na década de 1950, quando vultuosos volumes de recursos eram necessários à reconstrução do país no pós-guerra. Nessa época, o país ainda não tinha um mercado de capitais desenvolvido e o financiamento de longo prazo era visto como muito arriscado tanto para investidores, quanto para os intermediários financeiros. De modo a viabilizar os recursos necessários, o governo japonês começou por uniformizar os papéis, colocando todos eles com o mesmo cupom ou taxa de desconto. Posteriormente, ofereceu incentivos para criar uma sólida base de investidores e isso permitiu que o governo japonês obtivesse sucesso ao promover um mercado de títulos corporativos com bastante liquidez.

A experiência japonesa deveria ser usada como modelo para o desenvolvimento de instrumentos que forneçam *funding* de longo prazo, em especial para os projetos de infraestrutura.

Diante da Crise da Ásia de 1997, a liquidez dos financiamentos externos para a região secou, assim como o crédito bancário doméstico, fazendo com que as empresas se voltassem à captação de recursos por meio da emissão de títulos, como forma de viabilizar seus projetos de investimento.

Paula et al (2009) apontam que o desenvolvimento do mercado asiático de títulos de dívida, tanto primário quanto secundário, foi possível devido aos diversos esforços dos governos e das autoridades monetárias, dentre os quais:

- (i) a criação do *Asian Bond Market Initiative* (ABMI)<sup>2</sup>, cujo objetivo consistiu em criar condições para que os mercados de títulos de dívida sejam mais líquidos e tenham capacidade para absorver a poupança doméstica dos indivíduos, tornando-se, assim, menos dependentes do sistema bancário;
- e(ii) Introdução de reformas estruturais dos mercados financeiros, tais como aperfeiçoamento dos marcos regulatórios e da classificação de risco, adequação das regras contábeis, transparência das informações,

---

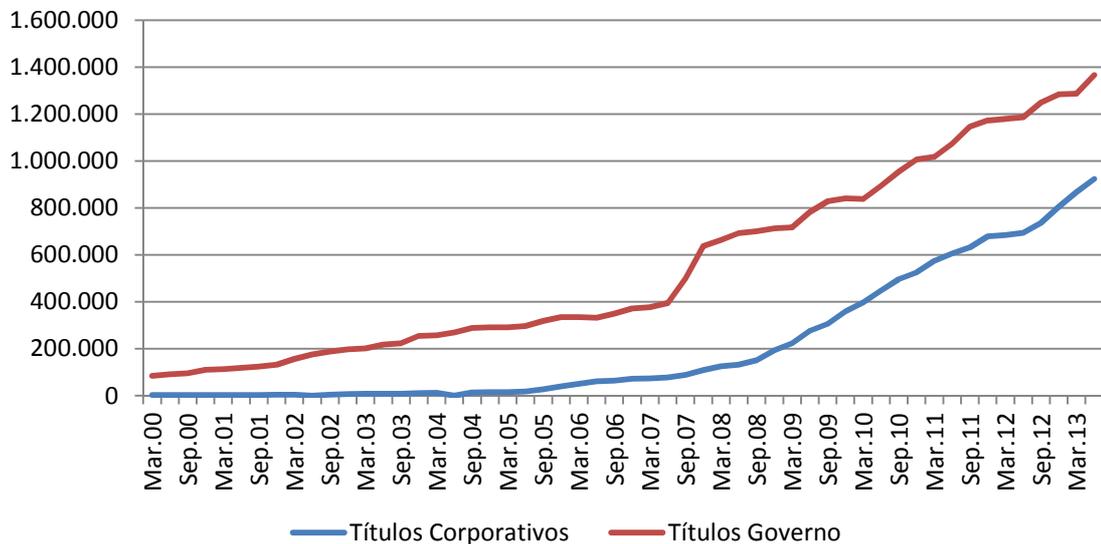
<sup>2</sup> O ABMI é formado pelos seguintes países: Brunei, Camboja, China, Coréia do Sul, Indonésia, Japão, Laos, Malásia, Myanmar, Filipinas, Singapura, Tailândia e Vietnam.

mecanismos de provisionamento, legislação tributária e garantias de emissão, entre outras. (PAULA et al, 2009, p. 56).

### 2.1.1 O mercado de títulos da China

O mercado chinês de títulos de dívida nunca foi um fator determinante para o crescimento econômico do país, visto que a China tem um mercado de títulos relativamente pequeno e sua média de crescimento anual nos últimos trinta anos fica próxima a 10% ao ano. Assim, o sistema financeiro chinês pode ser caracterizado como dominado pelo setor bancário, com forte participação estatal. O gráfico 2a seguir mostra que o crescimento do mercado de títulos de dívida chinês só deslançou a partir dos anos 2000.

Gráfico 2 – Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da China (em US\$ bilhões)



Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2013.

Xiaochuan (2006 apud PAULA et al, 2009) destaca como causas que restringiam o crescimento do mercado de títulos de dívida na China, até a metade dos anos 1990, as seguintes: (i) as emissões de títulos sofriam forte interferência do governo central – seja no tamanho das emissões ou nos preços; (ii) não existia um

sistema de análise de classificação de risco das companhias; (iii) os mecanismos de transparência e de informações eram precários; (iv) as autoridades monetárias requeriam garantias bancárias para emissão de títulos corporativos; (v) o grau de conhecimento do investidor era limitado; (vi) as regras para os *underwriters* não eram claras; e (viii) a lei de falência não assegurava garantias para o investidor. Diante disso tudo, os investidores não tinham uma real percepção de risco dos ativos.

A crise asiática foi o marco a partir do qual o mercado de títulos de dívida da China passou a crescer, após uma ligeira liberalização financeira e a introdução de mecanismos prudenciais e marcos regulatórios para reduzir os riscos dos investidores, desenvolver mecanismos de securitização e de garantias de crédito. No gráfico 2 nota-se o forte e contínuo aumento dos títulos emitidos pelo Governo já nos anos 2000 e, a partir de 2005, nota-se uma expansão das emissões de títulos corporativos, cujo crescimento passa acompanhar *pari passu* o aumento dos títulos públicos.

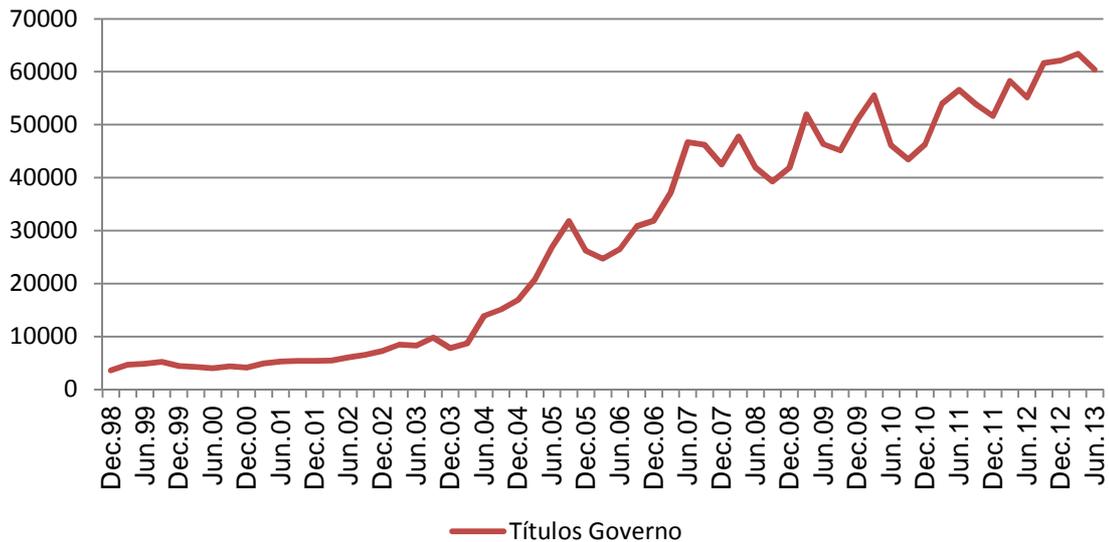
### 2.1.2 O mercado de títulos da Índia

Embora o mercado de dívida corporativa indiano exista desde a Independência, em 1947, a Índia tem um sistema financeiro dominado pelo sistema bancário. De acordo com Sharma e Sinha (2005), o domínio do sistema bancário pode ser medido pelo fato de que a proporção de empréstimos bancários em relação ao PIB, no ano de 2005, era de aproximadamente 36%, enquanto a de dívida corporativa para o PIB era de apenas 4%. Pela mesma medida, o mercado de títulos do governo era quase dez vezes maior que o mercado de dívida corporativa.

Para Sharma e Sinha (2005), algumas características do mercado primário limitam o desenvolvimento e a liquidez do mercado de títulos indiano. São elas: 1) estratégias de manter o papel até o vencimento, seguida pela maioria dos investidores institucionais; 2) emissões com baixos volumes; 3) imperfeições na estrutura tributária; 4) investimento obrigatório em títulos públicos; 5) falta de infraestrutura de mercado adequada; e 6) a incapacidade das empresas de médio porte pequeno e de acesso aos mercados de dívida.

Tais características impedem o crescimento do mercado secundário e, por conseguinte, a consolidação do mercado de títulos na Índia. Embora algumas medidas tenham sido tomadas pelos reguladores com o objetivo de promover o mercado de dívida corporativa, elas não foram suficientes, dado que o desenvolvimento do mercado secundário é condição fundamental para isso. Medidas como: a adoção de convenções de mercado padronizadas, relatórios e avaliações de mercado, nomeação de *market-makers* para títulos corporativos são fundamentais para criar um bom ambiente de negociações.

Gráfico 3 – Estoque do mercado de títulos de dívida pública da Índia (em US\$ bilhões)



Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2013.

O gráfico 3 mostra que, de acordo com o BIS, desde 2003, o mercado de títulos públicos indiano tem começado a se expandir, o que abre a possibilidade de uma futura expansão do mercado de títulos privados. Não há dados suficiente para uma comparação com o volume de títulos privados, mas é fato que, mesmo com o crescimento dos títulos públicos, o desempenho do mercado de dívida indiano continua bastante fraco. De acordo com Sharma e Sinha (2005), as empresas indianas têm maior facilidade de levantar fundos no mercado de capitais estrangeiros. Assim, o baixo desenvolvimento do mercado interno empurra os

emissores de melhor qualidade a optarem por emissões no exterior, acentuando assim os problemas de desenvolvimento do mercado de dívida corporativa da Índia.

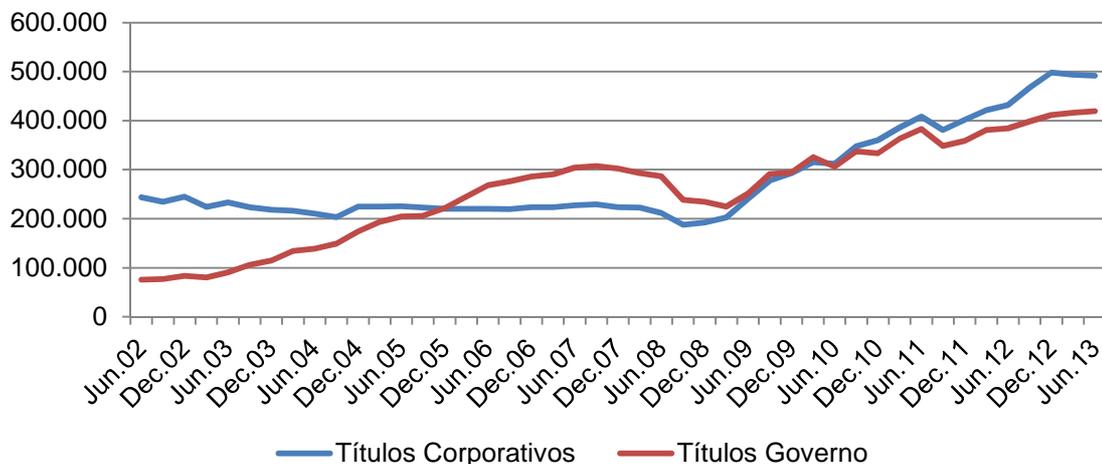
### 2.1.3 O mercado de títulos da Coréia do Sul

O mercado de títulos da Coréia do Sul é um dos mais importantes da Ásia e seu crescimento foi possível após a realização de um conjunto de mudanças estruturais, tais como:

(i) o governo elevou o volume de recursos públicos visando à reestruturação financeira e o Banco Central da Coréia do Sul emitiu títulos/dívidas de “estabilização monetária” para absorver uma quantidade expressiva do crescimento acelerado das reservas cambiais, (ii) as empresas foram “obrigadas” a emitir dívidas em função da relutância das instituições financeiras em estender, face à incerteza, os prazos de empréstimos para elas, (iii) foram emitidas uma quantidade expressiva de *Asset-Backed Securities* (ABS) e (iv) reformas microinstitucionais (marcos regulatórios, mecanismos prudenciais, transparência e diversificação das informações etc.), imprescindíveis para reestruturar o mercado financeiro. (LEE; KIM, 2006 apud PAULA et al, 2009, p. 59).

Nota-se no gráfico 4, a seguir, que desde 2002, os mercados de títulos públicos e privados da Coréia do Sul têm uma correlação bastante forte, o que sugere haver uma complementaridade entre eles.

Gráfico 4 – Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da Coréia do Sul (em US\$ bilhões)



Na Coreia do Sul, as mudanças estruturais e os esforços do governo permitiram ao investidor um maior monitoramento das taxas dos títulos, maior transparência, possibilitando o crescimento expressivo do mercado de títulos sul coreano a partir do final da década de 1990. Paula et al (2009) ressaltam ainda que o sucesso não se deu apenas em termos de expansão do estoque do volume de títulos de dívida, mas, também, em termos de eficiência e “qualidade” dos seus títulos. Segundo os autores, atualmente, os mercados primário e secundário são pujantes e dinâmicos e a maior parte dos títulos corporativos emitidos têm a classificação de risco máxima, de AAA.

## **2.20 mercado de dívida da América Latina**

Passada a crise da dívida da década de 1980, os países latino-americanos recuperaram a partir dos anos 1990 o acesso aos mercados externos como forma de viabilizar seus financiamentos. Simultaneamente, a intermediação financeira doméstica ficou altamente dependente dos bancos comerciais. Borensztein et al (2008) destacam que tal estratégia tinha vários inconvenientes. Em primeiro lugar, os investidores dos mercados internacionais têm preferência por títulos denominados em moedas internacionais, como o dólar, tornando os emissores de títulos vulneráveis ao descasamento cambial e dificuldade de financiamento quando as taxas de câmbio atingiam patamares elevados. Ademais, a dependência bancária aumentava a vulnerabilidade da economia a crises bancárias sistêmicas.

Ao longo dos últimos 20 anos, no entanto, foi possível observar uma série de mudanças que transformaram os mercados de dívida da América Latina. Borensztein et al (2008) apontam (i) o Plano Brady, (ii) a estabilização monetária e macroeconômica, (iii) as reformas estruturais, (iv) a abertura da conta comercial do balanço de pagamentos, e (v) a liberalização financeira como pontos fundamentais para a transformação dos mercados de títulos de dívida latino-americanos. O primeiro reestruturou as dívidas externas, criou um mercado de dívida soberana para os países latino-americanos e restabeleceu a confiança dos investidores; o segundo reduziu a volatilidade dos mercados, minimizou o cenário inflacionário e permitiu uma melhor precificação dos ativos; o terceiro criou um marco regulatório aos fundos

de pensão, permitindo sua expansão e aperfeiçoamento. Enquanto os últimos pontos permitiram um aumento considerável do fluxo de Investimento Externo Direto (IED) para os países latino-americanos.

Tovar e Quispe-Agnoli (2008) apontam que uma das mudanças mais notáveis na América Latina foi a expansão do financiamento interno em relação ao financiamento externo, o que permitiu que os mercados de capitais domésticos se expandissem e tornassem mais profundos, diversificados e menos dependentes de financiamento bancário. Ademais, a estabilização financeira das economias latino-americanas possibilitou que os mercados de títulos em moeda local se tornassem uma fonte alternativa de financiamento, em detrimento dos financiamentos denominados em dólar.

Tais mudanças tornaram a estrutura dos fluxos de capitais de alguns países da América Latina menos voláteis do que no passado e reduziram a exposição cambial dos emissores locais. Todavia, Paula et al (2009) destacam que os mercados latino-americanos de títulos de dívida ainda apresentam problemas, não apenas em relação aos países desenvolvidos, mas também em comparação com os países em desenvolvimento da Ásia, quais sejam: (i) as emissões dos títulos de dívida ainda são concentradas em títulos governamentais, são essencialmente de curto prazo e a maioria dos títulos é de renda variável; (ii) os demandantes de títulos preferem remunerações que tenham como referência a inflação ou a variação cambial; (iii) a inadimplência do segmento ainda é elevada; (iv) o número de ofertantes de títulos é baixo; (v) ainda há problemas de escândalos corporativos; e (vi) a infraestrutura (marcos regulatórios, legislação, tributação etc.) ainda é defasada (PAULA et al, 2009).

A seguir, serão apresentados dois estudos de caso do mercado de títulos na América Latina. O primeiro é o caso chileno, cuja dívida corporativa é pujante e relativamente bem desenvolvida. O segundo é o caso do México, que desenvolveu o seu mercado de títulos públicos, mas não conseguiu fazer com que o mercado de títulos privados acompanhasse o crescimento à mesma velocidade.

### 2.2.1 O mercado de títulos do Chile

O Chile passou por duas etapas de reforma do seu sistema financeiro. A primeira ocorreu entre 1975 e 1981, quando o sistema financeiro chileno sofreu uma expansão significativa, como resultado de um amplo conjunto de reformas estruturais introduzidas no país desde 1970, incluindo as reformas do regime comercial, o sistema de segurança social, a regulamentação dos serviços básicos, a legislação do mercado de trabalho, serviços sociais e a privatização de empresas estatais. Neste momento, entretanto, a liberalização das taxas de juros e a eliminação dos controles de crédito não foram coordenadas, nem acompanhadas por um sistema de regulação adequado.

Quando da recessão ocorrida na década de 1980, a ausência de um sistema de regulação prudencial fez com que quase todos os intermediários financeiros fossem liquidados. Como resultado, os formuladores de políticas introduziram um sistema de regulação prudencial. Assim, na década de 1980, o Chile embarcou em uma segunda fase de reformas, aumentando significativamente os poderes de supervisão e controle da “*Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras*” (SBIF).

Cifuentes, Desormeaux e González (2002) apontam que a reforma regulatória mais importante foi a promulgação da “*Ley General de Bancos*”, que estabeleceu as atribuições e forma de organização da SBIF. As reformas também criaram um novo sistema de fundos de pensão, criou a Superintendência de Valores e Seguros, com o objetivo de regular os emissores de títulos e valores mobiliários, incluindo a bolsa de valores e seguradoras. A reforma previdenciária chilena implicou uma grande mudança para o mercado financeiro do país. Isso gerou uma grande demanda por inovações regulamentares e institucionais, que acabaram gerando uma externalidade positiva para outros agentes no mercado financeiro, uma vez trouxe benefícios ao mercado financeiro, tornando-o mais moderno e transparente.

Como resultado das políticas de ajuste estrutural e da melhora no ambiente externo a partir de meados da década de 1980, o Chile iniciou, de acordo com Cifuentes, Desormeaux e González (2002), o mais longo período de crescimento sustentado da sua história, com média de 7,7% por ano entre 1985 e 1995. Em paralelo, o mercado de capitais chileno cresceu notavelmente em tamanho,

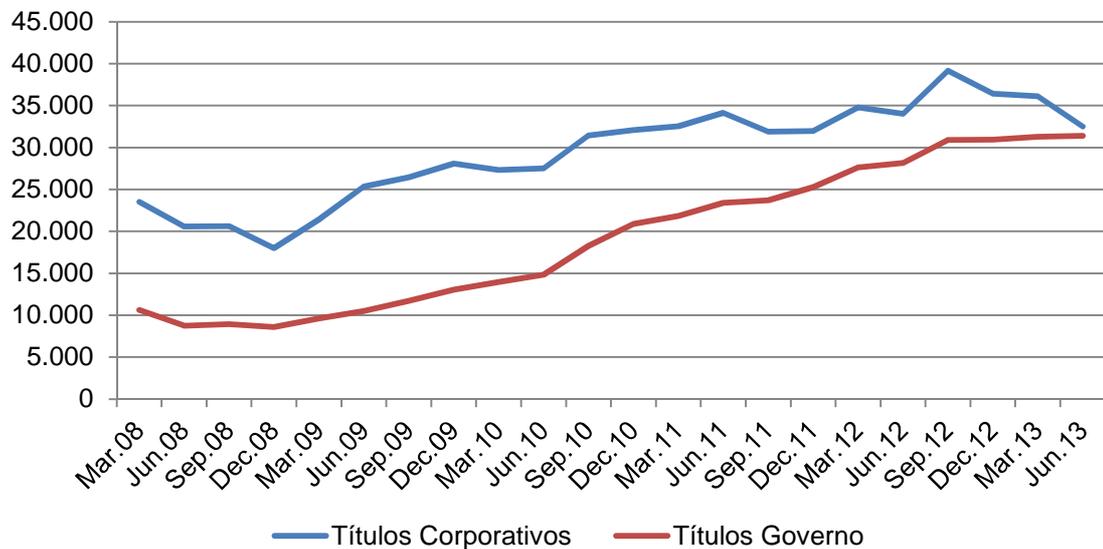
profundidade e liquidez. As transações no mercado acionário cresceram mais rapidamente do que o PIB, assim como transações no mercado de renda fixa e intermediação financeira (Notas Promissórias e outros títulos de curto prazo). Tal expansão não pode ser explicada somente pelo crescimento econômico, mas também está profundamente relacionada ao aumento do número de fundos geridos por investidores institucionais e aos influxos de capital estrangeiro.

Historicamente, o Chile é uma economia com um setor público superavitário e, por conta disso, não é comum o governo emitir títulos de dívida no mercado local para financiar seus gastos. No entanto, segundo Cifuentes, Desormeaux e González (2002), o governo chileno já emitiu alguns títulos no mercado internacional com o propósito de estabelecer um *benchmark* de risco soberano e, com isso, facilitar a colocação de dívida do setor privado chileno nesses mercados.

O Banco Central do Chile é atualmente o maior emissor de títulos públicos no mercado local. Os títulos são utilizados como mecanismo para regular a base monetária através de operações de mercado aberto e para determinar uma curva de rendimentos de referência para a economia. Os títulos de dívida emitidos pelo Banco Central do Chile têm vencimentos de curto e longo prazos e são denominados tanto em moeda local, quanto estrangeira.

Em relação aos títulos corporativos, o Chile é considerado bastante desenvolvido para os padrões latino-americanos. Pode-se notar no Gráfico 5, que o estoque de títulos corporativos do mercado chileno é historicamente superior ao de títulos do governo, embora a diferença tenha diminuído significativamente nos últimos anos, mostrando uma maior taxa de crescimento dos títulos públicos em relação aos privados.

Gráfico 5 – Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, do Chile (em US\$ bilhões)



Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2013.

O gráfico anterior mostra que o volume de títulos públicos e privados no Chile vem crescendo substancialmente e têm motivado as empresas a buscar financiamento no mercado local. Nota-se uma redução no estoque de dívida pública e privada durante a crise financeira de 2008, com posterior retomada do crescimento, em especial do volume de títulos públicos.

Conforme Cifuentes, Desormeaux e González (2002), a maturidade dos títulos também cresceu ao longo dos anos. Títulos com 30 anos de maturidade já eram comuns no ano de 2002. A dívida corporativa já é um instrumento de negociação padrão no Chile. A razão para isso é que os emissores de dívida corporativa conseguem criar produtos que atendem às demandas do mercado que não são abrangidas pelo Banco Central do Chile, que é o maior emissor de dívida pública do país.

O estudo do mercado de títulos do Chile mostra que a dívida privada não vem necessariamente naturalmente como consequência do crescimento do mercado de títulos públicos, mas é uma opção disponível para os formuladores de políticas no que diz respeito ao tipo de sistema de financiamento que pretende promover.

### 2.2.2 O mercado de títulos do México

Durante muitos anos o México, como a maior parte da América Latina e os outros países de nossa amostra, passou por períodos de instabilidade financeira, com inflação alta e volátil. A inflação média no México entre 1989 e 1998 atingiu a casa dos 20% anuais, e logo após a desvalorização do peso mexicano, em dezembro de 1994, a inflação anual passou de 7% em 1993 para 52% em 1994 e 28% em 1996. (GARCIA; SALOMÃO, 2006, p. 20).

A forma encontrada pelo México para viabilizar o financiamento do Governo era através de títulos de curto prazo com cupom zero ou títulos variáveis, indexados à inflação, ao petróleo e ao dólar. O controle inflacionário do país foi obtido através de políticas fiscal e monetária restritivas.

Em relação ao desenvolvimento dos mercados da dívida interna do país, o Banco Central do México teve papel fundamental e ativo. Ao invés de limitar sua atuação à manutenção de taxas de inflação baixas e estáveis, condições necessárias para o desenvolvimento dos mercados de dívida, ele também tomou medidas importantes, tais como o uso de títulos públicos como instrumento de política monetária, o desenvolvimento de sistemas de compensação e liquidação rápidos e confiáveis, a modificação do quadro legal e regulamentar e o incentivo à transparência do mercado.

Sidaoui (2002) destaca que as iniciativas de desenvolvimento do mercado de dívida mexicano datam do final da década de 1970, quando o número de transações de mercado e os montantes envolvidos eram bem pequenos, os títulos tinham vencimentos de curto prazo, não havia mercado secundário e o governo determinava as taxas pelas quais os papéis eram negociados.

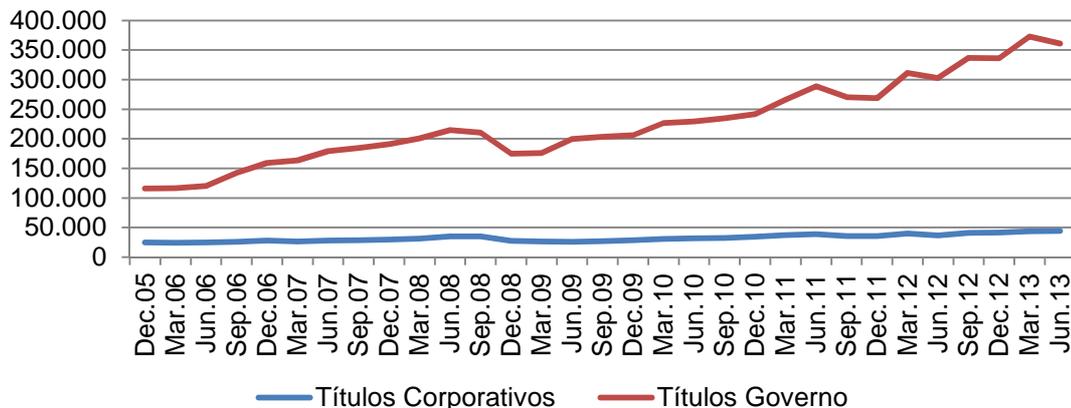
No início da década de 1980, quando o governo permitiu que os bancos e corretoras apresentassem propostas em leilões públicos de títulos, os mercados secundários começaram a se desenvolver lentamente. Foi durante esse período que o Banco Central do México começou gradualmente a utilizar títulos públicos comercializáveis na condução da sua política monetária. Comprando e vendendo títulos públicos, o Banco do México controlava a liquidez dos mercados monetários.

De acordo com Garcia e Salomão (2006), até a década de 1980, o sistema financeiro mexicano era predominantemente bancário e aos poucos passou por uma série de mudanças, resultando no aumento da importância do mercado de capitais.

Ao longo dos anos, a composição e o prazo médio de vencimento dos títulos públicos denominados em pesos foram mudando em resposta aos vários episódios de instabilidade financeira, que alteravam a percepção de risco dos investidores. Em resposta às melhoras nas condições econômicas e à redução da inflação, os títulos mexicanos tiveram sua maturidade aumentada, permitindo que Governo mexicano emitisse com sucesso títulos de cinco e dez anos com cupom fixo. Isso permitiu uma melhora na qualidade da dívida mexicana, com títulos de prazo mais longo e redução de emissões a taxas flutuantes no estoque de dívida pública.

O mercado de títulos mexicano ainda é majoritariamente composto por títulos público, como se pode notar no gráfico 6, que cresceu de forma significativa a partir de 2006, enquanto que os títulos corporativos tiveram um crescimento bem mais modesto.

Gráfico 6 – Estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, do México (em US\$ bilhões)



Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2013.

O mercado de títulos corporativos mexicano ainda é muito pouco desenvolvido, em especial no que se refere à liquidez, eficiência e variedade de instrumentos. Garcia e Salomão (2006) destacam que a ausência de liquidez faz com que os investidores tenham que manter sua posição até o fim da maturidade, o que faz com que estes prefiram instrumentos de curto prazo. Apenas investidores institucionais compram títulos com maturidade de médio e longo prazo. Além disso, os autores ressaltam que o mercado corporativo mexicano é extremamente segmentado, inexistindo um mercado central para títulos corporativos.

Embora o México não tenha conseguido desenvolver seu mercado de títulos privados de dívida, foi possível obter uma melhora significativa do perfil da dívida emitida pelo Governo. Isto é, a estabilidade conquistada permitiu que o governo reduzisse a dependência em relação à dívida externa e não só aumentasse o tamanho e a maturidade da dívida doméstica, como também mudassem o perfil da dívida, tornando-a predominante pré-fixada.

### **2.3 Conclusão**

A partir das experiências internacionais dos países selecionados, percebe-se que não há um padrão para fomentar o desenvolvimento do mercado de títulos. A China conseguiu expandir seu mercado de títulos privados em paralelo com o seu mercado de títulos públicos, após uma ligeira liberalização financeira e a introdução de mecanismos prudenciais e marcos regulatórios para reduzir os riscos dos investidores, desenvolver mecanismos de securitização e de garantias de crédito. A Índia até hoje tem um mercado de títulos precário por conta de falhas tributárias, ausência de liquidez no mercado, falta de infraestrutura para negociação, etc. A Coréia do Sul, que tem um imponente mercado de títulos corporativos, obteve sucesso após mudanças estruturais e os esforços do governo, que permitiram ao investidor um maior monitoramento das taxas dos títulos, maior transparência e, como consequência melhorou o perfil da sua dívida com títulos mais longos e prefixados. O México, embora não tenha conseguido desenvolver seu mercado de títulos corporativos, conseguiu obter uma melhora significativa do perfil da dívida emitida pelo Governo, alongando sua maturidade e tornando-a predominante pré-fixada.

O estudo dos mercados de títulos da Coréia do Sul e do Chile mostram que o desenvolvimento do mercado de dívida privada não vem necessariamente como consequência natural do crescimento do mercado de títulos públicos. Mas sim, como uma opção disponível para os formuladores de políticas no que diz respeito ao tipo de sistema de financiamento que pretende promover no país.

Como pontos em comum nos países que lograram sucesso no desenvolvimento do mercado de títulos corporativos, percebe-se que eles realizaram

reformas com o objetivo de melhorar o ambiente de negociação dos títulos. Pode-se destacar:

- (i) A existência de um sistema de classificação de risco confiável, de modo que os investidores avaliem corretamente o risco dos papéis;
- (ii) Transparência nas informações divulgadas ao mercado, facilitando a avaliação e precificação de cada ativo;
- (iii) Presença de autoridades que regulem o mercado, impondo regras claras para a negociação dos títulos;
- (iv) Infraestrutura de negociação, possibilitando que os títulos sejam negociados com transparência no mercado secundário.

Diante disso, nota-se que o mercado de títulos não necessita somente de um tratamento preferencial para crescer, mas de um ambiente favorável à sua expansão, com transparência e infraestrutura de negociação, garantias aos investidores e possibilidade de negociação dos ativos num mercado bem regulado.

### 3 OS TÍTULOS DE RENDA FIXA NO BRASIL

O presente capítulo apresenta as principais características que definem os títulos de renda fixa e faz uma análise do funcionamento dos mercados de títulos públicos e privados no Brasil. Dentro do mercado de títulos privados, as debêntures são abordadas com maior profundidade por serem o título privado de renda fixa de maior importância no país e com mais informações disponíveis para a realização de uma análise. Assim, primeiramente faz-se uma caracterização do que são as debêntures e, em seguida, um panorama do funcionamento do mercado de debêntures no Brasil.

Os títulos de renda fixa são documentos que comprovam um empréstimo feito pelo investidor ao emissor e que obrigam este último ao pagamento do principal adicionado de certa rentabilidade, num prazo pré-determinado.

Conforme a natureza do emissor, os títulos podem ser:

- i. Públicos, quando emitidos por órgão da administração central ou de outras instâncias administrativas de um país;
- ii. Privados emitidos por instituições financeiras, como os Certificados de Depósito Bancário (CDB) ou o Depósito Interfinanceiro (DI); ou
- iii. Privados emitidos por instituições não financeiras, tais como debêntures, notas promissórias<sup>3</sup> e letras de câmbio comerciais.

O prazo dos títulos de renda fixa varia bastante e depende das condições da economia do local onde foram emitidos. No Brasil, papéis com prazo superior a um ano são definidos como títulos de longo prazo. Outro conceito importante é a *duration*<sup>4</sup> dos títulos que é uma forma de calcular o prazo médio de um fluxo de caixa, levando em consideração o valor do dinheiro no tempo. De modo simplificado, é o tempo médio que o investidor precisa aguardar para receber o valor investido num título de renda fixa.

Os conceitos de *duration* e prazo médio diferem quando a dívida é indexada. Para um bônus cupom zero, a *duration* do investimento é o prazo que resta para o

---

<sup>3</sup>As notas promissórias são títulos de dívida emitidos por empresas, que podem, ou não, ser financeiras e tem um prazo de duração curto, são indicados para investidores interessados em aplicações de curto prazo.

<sup>4</sup> Alguns autores usam duração como nomenclatura em português para o termo *duration*.

seu vencimento. Quando o título paga cupom de juros ou possui fluxos de amortização, o prazo médio tende a se distanciar da *duration* e, nesse caso, a *duration* torna-se menor do que o prazo médio do título.

Quanto ao modo de pagamento de juros, os títulos podem ser:

- i. Prefixados, quando o rendimento é conhecido no momento da emissão;
- ii. Pós-fixados, rendimento somente é conhecido no futuro; ou
- iii. Mistos, quando paga juros de modo diferente em períodos distintos.

### **3.1 O mercado brasileiro de títulos públicos**

Os títulos públicos têm por objetivo geral captar recursos para financiar o déficit orçamentário. Alternativamente, podem ser emitidos para refinaranciar a dívida pública, como, por exemplo, alongar seu perfil, viabilizar investimentos, dentre outras funções.

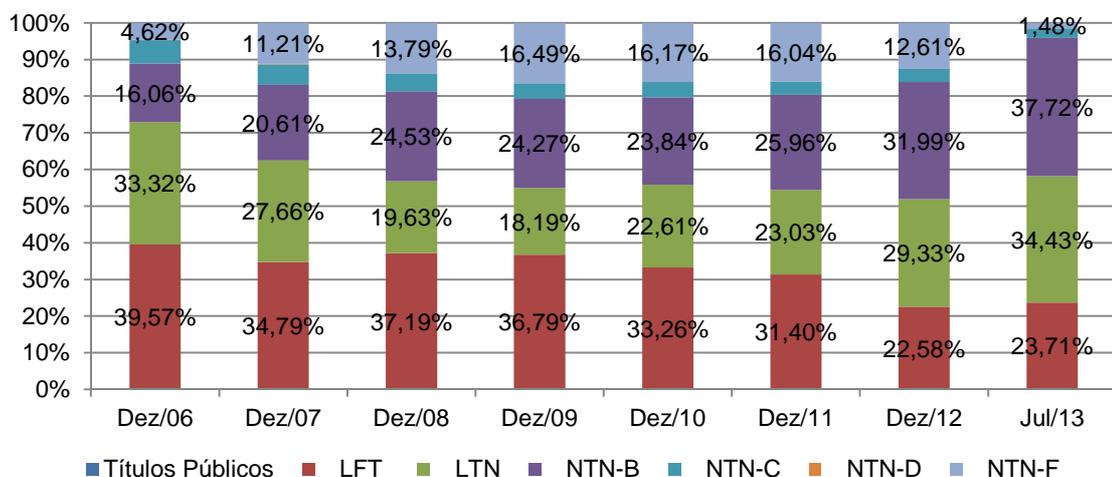
No Brasil, as negociações com títulos públicos federais são mais comuns, pois representam um tipo de investimento de risco bastante reduzido. Os títulos públicos são considerados os ativos de menor risco da economia de um país por serem 100% garantidos pelo Governo. Os estados e municípios podem emitir Letras Financeiras do Tesouro Estadual (LFTE) e a Letras Financeiras do Tesouro Municipal (LFTM), respectivamente, enquanto o Governo Federal pode emitir pelo Tesouro Nacional as Letras do Tesouro Nacional (LTN), as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e as Notas do Tesouro Nacional (NTN).

As Letras do Tesouro de estados e de municípios são instrumentos emitidos com objetivo de captar recursos para, entre outras coisas, antecipar a receita orçamentária, girar a dívida pública, financiar programas e obras prioritárias, necessários ao desenvolvimento econômico-social do respectivo estado ou município. A remuneração das LFTE e LFTM tem como base a Taxa Selic, divulgada diariamente pelo Banco Central. A emissão dos títulos deve ser objeto de autorização legislativa do respectivo estado ou município, estando sujeita à aprovação do Senado Federal.

As LFT emitidas pelo Governo Federal também possuem rendimento pós-fixado definido pela taxa Selic. As LTN têm rendimento prefixado definido pelo deságio sobre o valor nominal. As NTN-B possuem juros de cupom e valor nominal atualizado pela variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE. As NTN-C possuem juros de cupom e valor nominal atualizado pela variação do Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). As NTN-D possuem juros de cupom e valor nominal atualizado pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos. As NTN-F tem rendimento prefixado definido pelo deságio sobre o valor nominal, porém com pagamento semestral de cupom, diferenciando-se da LTN. As NTN-H possuem juros de cupom e valor nominal atualizado pela Taxa Referencial (TR), obtida a partir da Taxa Básica Financeira (TBF), por meio de um redutor definido pelo Bacen.

O gráfico 7 mostrado a seguir apresenta a distribuição do estoque de títulos públicos em poder público que compõe a Dívida Pública Federal por tipo de título desde o ano de 2006. Pode-se observar um aumento relativo no percentual de títulos indexados à inflação, como as NTN-B, e uma redução significativa das LTF. No ano de 2006, as LTF, títulos indexados à Selic, representavam quase 40% do estoque de títulos disponível no mercado. Hoje este percentual encontra-se abaixo de 25%, mostrando uma melhora significativa na composição da dívida pública.

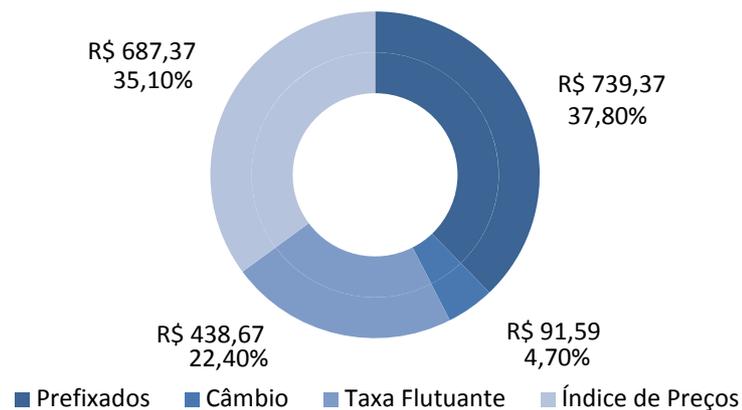
Gráfico 7 – Percentual da Dívida Pública por Tipo de Título



Fonte: SECRETARIA NACIONAL DO TESOURO, 2013.

Considerando a totalidade da dívida pública federal, mais de 20% do seu estoque está indexado à taxa flutuante. Em julho de 2013, os títulos prefixados e indexados a índices de preços eram maioria, representando 73% do estoque de títulos, como mostra o gráfico 8.

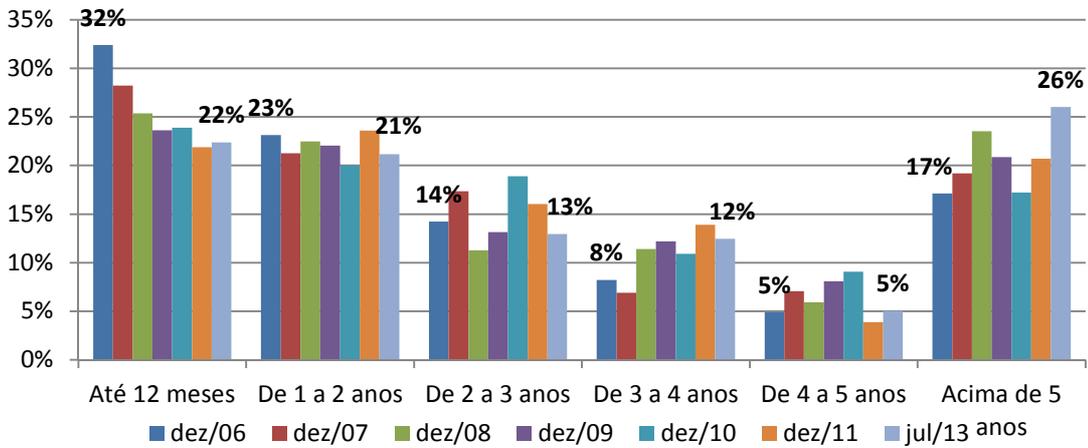
Gráfico 8 – Composição da Dívida Pública Federal por Indexador - Julho de 2013



Fonte: SECRETARIA NACIONAL DO TESOURO, 2013.

Em relação ao prazo da dívida pública, pode-se observar no Gráfico 9 um alongamento do prazono período recente. No ano de 2006, 32% do volume da dívida pública tinha prazo inferior a 12 meses e apenas 17% tinha vencimento superior a cinco anos. Atualmente 26% da dívida brasileira têm prazo superior a cinco anos e um volume superior a 40% da dívida tem prazo inferior a dois anos. Ainda que o Governo brasileiro tenha trabalhado em busca do alongamento do perfil da dívida, percebe-se que existe ainda uma dificuldade para melhor estruturar a dívida pública emitindo títulos de prazos mais longos.

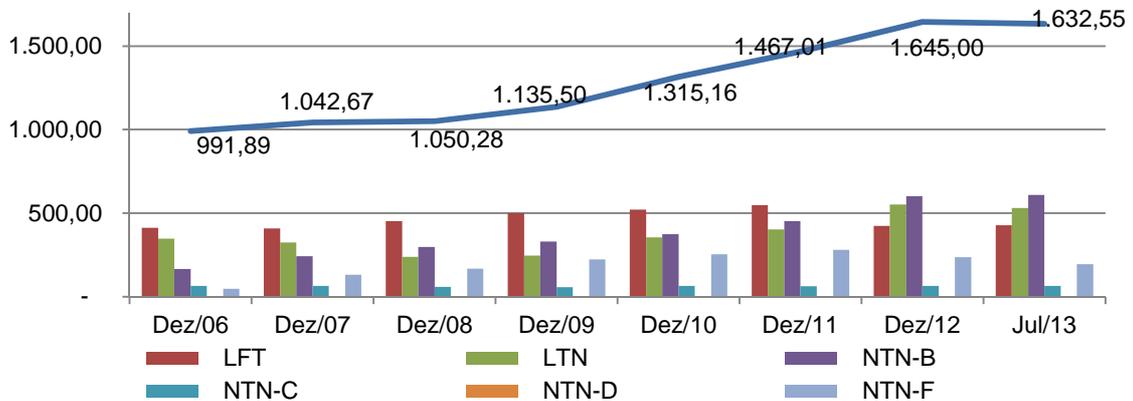
Gráfico 9 – Distribuição dos Vencimentos da Dívida Pública por Prazo



Fonte: SECRETARIA NACIONAL DO TESOURO, 2013.

Se por um lado observou-se uma melhora na composição da dívida pública nos últimos anos, através do alongamento de prazos e da redução relativa dos títulos indexados à Selic, por outro o estoque de títulos públicos também cresceu consideravelmente. De acordo com o Tesouro Nacional, o estoque de títulos públicos saltou de R\$ 991 bilhões, em 2006, para R\$ 1.645 bilhões em dezembro de 2012. O crescimento se deve especialmente ao aumento do estoque dos títulos indexados à inflação, NTN-B e NTN-C. O estoque de títulos prefixados também teve tendência de alta em seu volume, enquanto as LFTs mantiveram-se próximo ao mesmo patamar, com uma pequena alta no estoque e posterior redução.

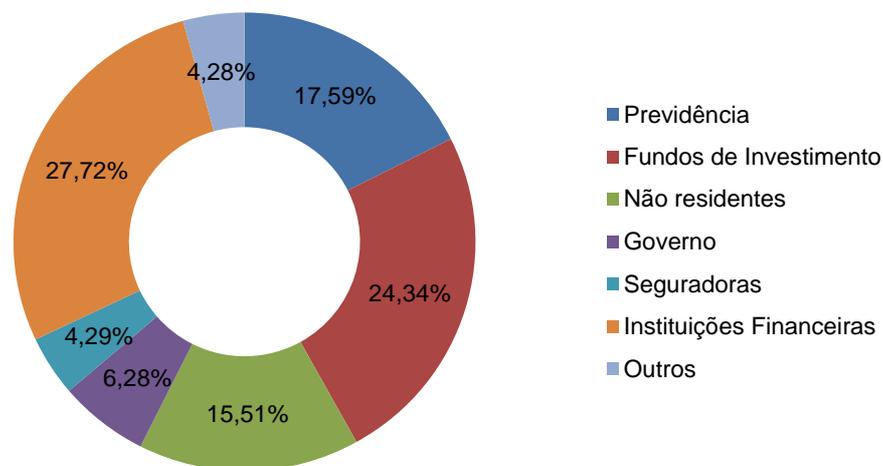
Gráfico 10 – Evolução do estoque de títulos públicos em poder público (em R\$ Bilhões)



Fonte: SECRETARIA NACIONAL DO TESOURO, 2013.

Em relação ao perfil do investidor que adquire os títulos públicos, o gráfico 11 detalha como estão alocados os tais títulos. As categorias Instituições Financeiras e Fundos de Investimento detêm mais de 50% dos títulos públicos. Em seguida, as instituições de Previdência detêm 17% e os investidores não-residentes detêm 15%, enquanto o restante é detido pelo próprio Governo, Seguradoras e outros investidores. Segundo o Tesouro Nacional, os investidores não-residentes têm preferência por títulos prefixados, de modo que detêm em sua carteira 78,75% de títulos com este perfil. Já as carteiras dos investidores Previdência e do Governo são compostas majoritariamente por títulos vinculados a índices de preços. A exceção dos grupos Previdência e Seguradoras, cuja preferência é por títulos de prazos mais longos, todos os outros grupos tem mais da metade da carteira com títulos de prazo inferior a três anos.

Gráfico 11 – Detentores dos títulos públicos – Julho 2013



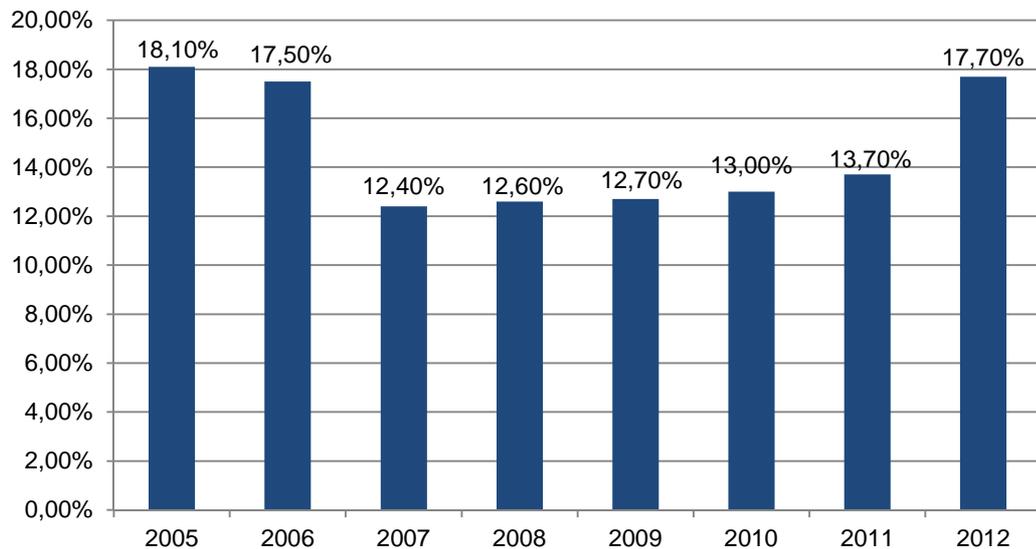
Fonte: SECRETARIA NACIONAL DO TESOURO, 2013.

Com a finalidade de acompanhar a rentabilidade dos títulos públicos, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), em parceria com o Tesouro Nacional, criou o Índice de Mercado Anbima (IMA). O IMA é uma família de índices de renda fixa, que representa a evolução da carteira de títulos públicos federais a preços de mercado, com abrangência aproximada de 97% desse segmento de mercado. Assim, o índice afere a

rentabilidade da carteira teórica formada pelos títulos públicos em circulação no mercado. Atualmente, o índice é considerado um parâmetro eficiente para avaliar a evolução da rentabilidade dos títulos públicos.

O gráfico 12 mostra a evolução da carteira teórica do IMA-Geral, que é composta de todos os títulos elegíveis, representando a evolução do mercado como um todo. Pode-se notar que, além de serem seguros ao investidor, os títulos públicos oferecem alta rentabilidade aos seus detentores. Nos últimos sete anos, a rentabilidade mínima foi de aproximadamente 12% ao ano.

Gráfico 12 – Evolução da Rentabilidade dos Títulos Públicos – IMA Geral (% acumulado em 12 meses)



Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2013.

### 3.2 O mercado de títulos privados

Através da colocação de títulos no mercado, as instituições financeiras e não financeiras privadas buscam captar os recursos necessários junto ao público.

Entre as instituições financeiras, os títulos mais populares para a captação de recursos são o Depósito Interfinanceiro (DI) e o Certificado de Depósito

Bancário(CDB)<sup>5</sup>. O título de prazo mais curto é o Depósito Interfinanceiro, instrumento de captação e repasse de dinheiro entre instituições financeiras no mercado, que pode ter duração de até 120 dias. Os Certificados de Depósitos Bancários são títulos escriturais de prazo um pouco maior por meio dos quais os bancos comerciais e múltiplos captam recursos junto ao público.

As instituições não financeiras frequentemente demandam recursos adicionais para a realização de novos projetos, pagamento de dívidas ou aumento de capital de giro. Desse modo, elas podem utilizar recursos próprios, via geração interna de fluxos de caixa positivos ou lucros retidos; ou recorrer ao capital de terceiros, emitindo ações ou assumindo dívidas como: debêntures, notas promissórias<sup>6</sup>, *eurobonds*, etc. As notas promissórias são títulos de curto prazo emitidos por sociedades anônimas não financeiras (de capital aberto ou fechado) com objetivo de captar recursos para capital de giro. Já as debêntures são títulos de médio e longo prazos, também emitidos por sociedade anônima de capital aberto ou fechado, em que o titular possui um direito de crédito contra a empresa emissora. A discussão sobre debêntures, objeto desse trabalho, será aprofundada a seguir. Os *eurobonds*, por sua vez, são títulos emitidos no exterior, em moeda estrangeira, negociados no mercado internacional e representam importante fonte de recursos de longo prazo a uma taxa de juro relativamente baixa.

### 3.3 As debêntures

De acordo com os dispositivos legais, a debênture é um valor mobiliário emitido pelas sociedades anônimas, representativo de uma fração de um empréstimo (Lei nº 6.385/76, art. 2º, I) com origem em um contrato de mútuo pactuado entre a companhia emissora e os compradores (debenturistas representados pelo agente fiduciário), e que confere a estes o direito de crédito contra a primeira, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado (Lei nº 6.404/76, art. 52). A companhia emissora pode efetuar mais de uma emissão – cada uma delas pode ser dividida em séries, sendo as da mesma série de igual valor nominal e conferindo a seus titulares os mesmos direitos (Lei nº 6.404/76, art. 53). Definição do livro “Debêntures”(Estudos Especiais. Produtos de Captação) da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA, 2008, p. 50).

---

<sup>5</sup>As instituições financeiras ainda podem emitir Letras Financeiras, Letras de Câmbio, Letras Hipotecárias, Letras Imobiliárias e Recibos de Depósitos Bancários.

<sup>6</sup> As notas promissórias também são conhecidas como *Commercial Papers*.

Em linguagem mais simplificada, as debêntures são títulos de dívida emitidos por sociedade anônima de capital aberto ou fechado e que conferem aos seus detentores direitos de crédito contra a companhia emissora. Elas consistem em um instrumento de captação de recursos no mercado de capitais que possibilita às empresas financiar seus projetos.

As debêntures são títulos com perfil de médio e longo prazo e representam um mecanismo interessante de captação de recursos às empresas, uma vez que oferece aos seus emissores a possibilidade de customização de sua dívida. Além disso, assim como as ações, dão à emissora maior flexibilidade na utilização dos recursos, já que a destinação dos recursos pode ter variados usos, sejam investimentos em novas instalações, seja o alongamento do perfil das dívidas, seja o financiamento de capital de giro etc.

Por ser uma maneira melhor gerenciar suas dívidas, podendo ser customizada conforme o fluxo de caixa individual de cada companhia e para usos bastante diversos, as debêntures ganharam a condição de valor mobiliário mais utilizado no âmbito do mercado financeiro.

Do lado do investidor, aquele que subscreve a debênture é conhecido vulgarmente como debenturista.<sup>7</sup> Este disponibiliza os recursos correspondentes ao valor dos títulos emitidos à companhia emissora, com a promessa de receber juros periódicos e o pagamento do principal investido, no prazo contratado, nas condições definidas pela escritura de emissão.<sup>8</sup> Assim como um empréstimo, a debênture assegura aos debenturistas o direito de crédito contra a companhia emissora.

A distribuição de debêntures pode ser pública ou privada. As emissões públicas são direcionadas ao público em geral e somente pode ser realizada por companhias abertas, com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), já as emissões privadas são voltadas a um grupo restrito de investidores e não exige o registro na CVM.

As emissões públicas vinculadas a um Programa de Distribuição de Valores Mobiliários são amparadas pela Instrução CVM nº 400, de 29/12/2003 e determinam que a companhia esteja sempre assessorada por uma ou mais instituições intermediárias, que serão responsáveis pelas informações, verificações, distribuição

---

<sup>7</sup> O debenturista também pode ser chamado de debenturista proprietário ou titular da debênture.

<sup>8</sup> A escritura de emissão é o instrumento que especifica as condições sob as quais a debênture será emitida, os direitos e os deveres dos debenturistas e da emissora.

e, em alguns casos pela estruturação da debênture. Além disso, é necessária a contratação de agente fiduciário<sup>9</sup>, que deve representar os interesses dos debenturistas junto à companhia emissora. O agente fiduciário representa os interesses dos titulares das debêntures e são responsáveis por verificar o cumprimento das condições pactuadas na escritura, além de serem responsáveis pela elaboração de relatórios de acompanhamento.

As debêntures também podem ser distribuídas “com esforços restritos”, de acordo com a Instrução CVM nº 476, de 16/01/2009, que sujeita a emissão a regras mais simples. Nesse caso, no entanto, a oferta somente poderá ser dirigida a no máximo cinquenta investidores qualificados<sup>10</sup> e subscrita por até vinte investidores. Além disso, nessa hipótese, há restrições para as negociações.

A emissão das debêntures poderá ser efetuada com ou sem garantias. De acordo com o estabelecido na Lei nº 6.404, de 15/12/76, as garantias oferecidas têm como objetivo assegurar aos debenturistas o cumprimento da obrigação principal, podendo ser cumulativas e substituídas desde que registrado na escritura de emissão. Os principais tipos existentes são:

- i. Debêntures com Garantia Real: envolve o comprometimento de bens ou direitos que não poderão ser negociados sem a aprovação dos debenturistas, para que a garantia não fique comprometida. São exemplos de garantias reais: móveis e imóveis dados em hipoteca, alienação e cessão fiduciária, penhor ou anticrese pela companhia emissora, por seu conglomerado, ou mesmo por terceiros;
- ii. Debêntures com Garantia Flutuante: assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora, mas não impede a negociação dos bens que compõe esse ativo;
- iii. Debêntures Quirografárias: o debenturista não tem nenhuma garantia ou preferência no caso de liquidação da companhia, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores quirografários da emissora;

---

<sup>10</sup> São considerados investidores qualificados, de acordo com a Instrução CVM nº 409, de 19/08/2004, as instituições financeiras, as entidades de previdência, os fundos de investimento destinados a investidores qualificados e as pessoas físicas e jurídicas que possuam investimentos financeiros acima de 300 mil reais e atestem por escrito sua condição de investidor qualificado.

- iv. Debêntures Subordinadas: são aquelas que estão especificamente subordinadas a outros tipos de dívida. Embora os detentores de dívida subordinada estejam abaixo de todos os outros credores de longo prazo quanto à liquidação e o pagamento de juros, suas reivindicações precisam ser satisfeitas antes que as dos acionistas comuns e preferenciais.

Outras garantias comumente usadas são as garantias acessórias, classificadas como: fidejussória (fiança ou aval prestados, geralmente por acionistas controladores da emissora ou uma das empresas integrantes do seu grupo); privilégios e preferências (decorrentes da posição creditícia que a debênture subordina-se, relativamente ao ativo da emissora); ou *covenants* (um conjunto de obrigações que a companhia emissora assume com o objetivo de assegurar, direta ou indiretamente, o cumprimento da obrigação principal, ou seja, o pagamento da dívida perante ao debenturista).

Quanto à classe, as debêntures são classificadas em: simples, nos casos em que não podem ser convertidas em ações da companhia emissora; ou conversíveis, quando possuem cláusula permitindo a conversibilidade em ações em um prazo determinado ou a qualquer tempo, conforme descrito na escritura de emissão<sup>11</sup>.

A forma estabelece se as debêntures são nominativas ou escriturais. No primeiro caso, há emissão de certificado onde consta expressamente o nome do titular da debênture, enquanto no segundo, não há emissão de certificado e as debêntures são mantidas em conta depósito em alguma instituição financeira, em nome do titular.

A forma de remuneração das debêntures é bastante abrangente e em muitos casos é acrescida de um prêmio que visa a fornecer remuneração adicional àquela proporcionada pela correção monetária ou pelos juros remuneratórios, objetivo de adequar a rentabilidade das debêntures às condições de mercado. O investidor pode receber seus rendimentos em juros fixos ou variáveis, sendo que as seguintes formas de remuneração são as mais frequentes: taxas de juros prefixadas; taxas de juros pós-fixada (DI, Selic); Taxa Referencial (TR); Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP); Taxa Básica Financeira (TBF); Atualização monetária (índice de preços) e

---

<sup>11</sup> De acordo com a ANBIMA, pode-se considerar ainda, para efeito de classe, debêntures, cuja escritura de emissão prevê a possibilidade de permuta por bens de qualquer natureza (ações, títulos de crédito, fração ideal de imóvel etc.), em condições preestabelecidas.

variação cambial. Importante ressaltar que uma mesma emissão de debêntures pode ter mais de uma forma de remuneração.

Na maioria dos casos, as debêntures têm prazos determinados, porém a legislação admite a emissão de debêntures sem data de vencimento determinada, denominadas debêntures perpétuas. No documento de sua emissão, geralmente, prevê-se que o vencimento ocorrerá somente nos casos de impossibilidade de pagamento de juros e de dissolução da companhia, ou de outras condições previstas na escritura de emissão (por exemplo, mudança de controle da emissora, perda de concessão ou direito, mudança de objeto da companhia, entre outras). Esses títulos mantêm as demais características das debêntures, admitindo, às vezes, a possibilidade de resgate antecipado.

### **3.4 O mercado de debêntures no Brasil**

Desde a estabilização da economia brasileira proporcionada pelo Plano Real, em 1994, o mercado primário de debêntures tem apresentado importante papel no financiamento do setor produtivo. Quando comparado a outras fontes de financiamento do mercado de capitais, como emissões de ações ou notas promissórias, as emissões de debêntures se mostraram como uma importante fonte de captações. Tal tendência tornou-se mais evidente a partir de 2005.

A tabela 1 mostra o volume de emissões de valores mobiliários no Brasil de 1995 até 2013. Os seguintes ativos são apresentados comparativamente: Ações, Debêntures, Notas Promissórias, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs)<sup>12</sup> e Fundos de Investimento em Direito Creditório (FIDCs)<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup>O CRI é um título de renda fixa baseado em créditos imobiliários (pagamentos de contraprestações de aquisição de bens imóveis ou de aluguéis), emitido por sociedades securitizadoras.

<sup>13</sup> Os FIDCs são fundos de investimento que aplicam a maior parte dos recursos em direitos creditórios. Os direitos creditórios vêm dos créditos que uma empresa tem a receber, como duplicatas, cheques, contratos de aluguel e outros. O direito de recebimento desses créditos é negociável, quer dizer, a empresa o cede a terceiros e isso é feito por meio de um FIDC.

Tabela 1 – Emissões de Valores Mobiliários no Brasil (R\$ Milhões)

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
1995	7.264,28	25.837,90	4.191,64	0,00	0,00
1996	28.148,51	25.744,71	1.531,25	0,00	0,00
1997	11.097,92	21.040,93	14.405,57	0,00	0,00
1998	15.875,01	25.686,99	34.321,38	835,22	0,00
1999	12.137,54	17.468,96	21.047,38	33,75	0,00
2000	32.514,50	21.011,05	18.231,43	412,32	0,00
2001	13.416,84	34.363,60	11.935,45	504,96	0,00
2002	12.947,46	30.806,39	8.158,40	299,27	420,98
2003	5.094,10	9.880,80	3.980,13	537,96	2.880,59
2004	15.663,29	16.452,67	3.835,15	689,68	8.787,22
2005	22.492,46	66.066,36	4.185,39	3.343,68	13.644,86
2006	47.112,20	104.532,87	7.943,35	1.612,36	21.462,16
2007	110.153,85	70.139,02	14.190,34	2.217,70	17.636,52
2008	48.721,71	33.590,51	35.530,60	6.716,98	17.987,38
2009	62.161,03	36.420,29	29.864,01	4.275,90	13.336,79
2010	190.018,27	66.118,54	23.690,80	9.599,22	17.347,38
2011	22.661,49	57.901,30	21.511,82	14.835,86	17.590,06
2012	16.029,51	99.143,09	25.391,64	11.614,11	6.790,68
2013	23.895,00	66.136,00	20.809,00	14.480,00	5.923,00
<b>TOTAL</b>	<b>697.404,97</b>	<b>828.341,98</b>	<b>304.754,75</b>	<b>72.008,97</b>	<b>143.807,62</b>

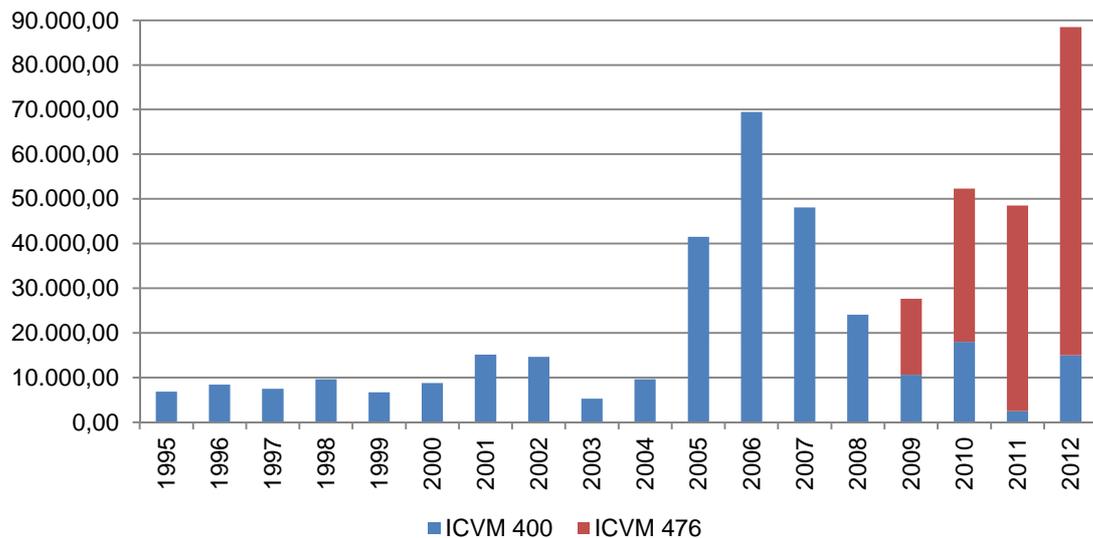
Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS e COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2013.

No período analisado, utilizando dados deflacionados pelo IPCA para o ano de 2013, os títulos privados de renda fixa alcançaram o volume de R\$ 1,13 trilhão, sendo R\$ 828 bilhões em debêntures e R\$ 304 em notas promissórias. Observa-se que até o ano de 2004, o volume médio de debêntures emitido anualmente era de R\$ 22 bilhões, não ultrapassando R\$ 34 bilhões no melhor ano, que foi 2001. De 2005 a 2013, o volume médio anual praticamente triplicou passando para R\$ 66 bilhões, com destaque para os anos de 2006 e 2012, quando o volume emitido foi de R\$ 104 bilhões e R\$ 99 bilhões, respectivamente. Importa ressaltar também o significativo crescimento dos instrumentos de securitização como os CRIs e FIDCs nos anos mais recentes.

No gráfico 13, a seguir, observa-se que parte do consistente crescimento no volume de emissões no mercado de debêntures brasileiro a partir do ano de 2009 se deve à criação da Instrução CVM nº 476 (ICVM 476), que foi editada pela Comissão

de Valores Mobiliários naquele ano, permitindo o acesso de companhias fechadas ao mercado de debêntures e agilizando o processo de emissão em ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição.

Gráfico 13 – Emissões de Debêntures (R\$ Milhões)



Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS e COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2013.

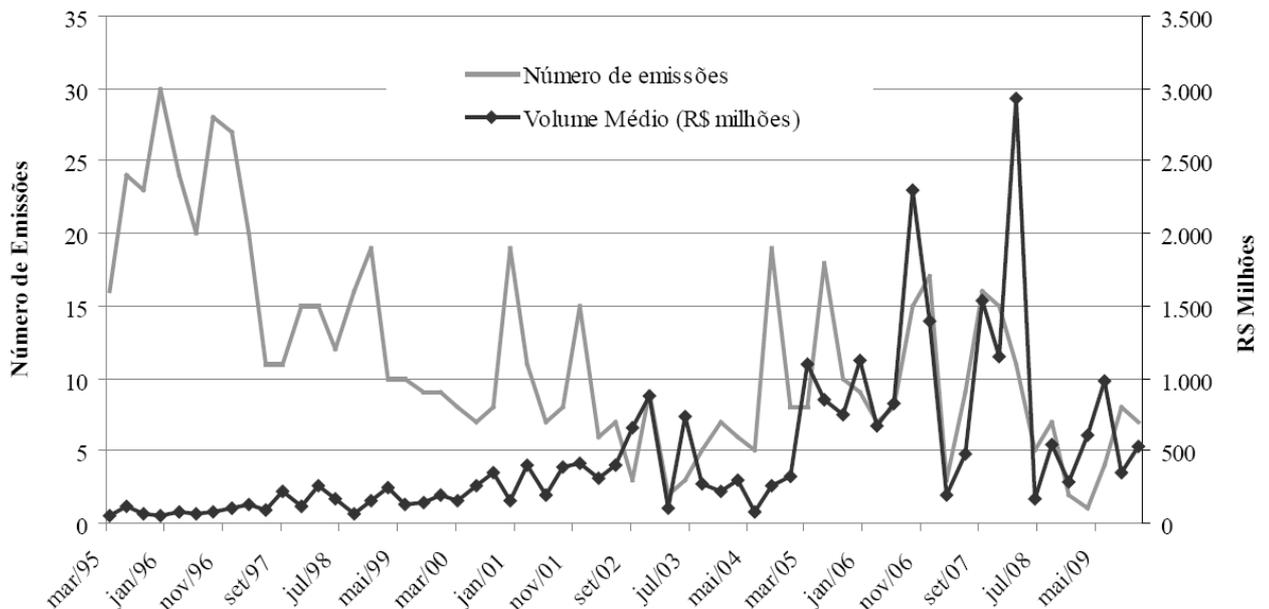
Importa ressaltar, no entanto, que muitas emissões amparadas da Instrução CVM nº 476 são operações de financiamento simples, caracterizadas como emissões de debêntures, concedidas pelos bancos comerciais com objetivo de arbitrar sobre incidência de IOF sobre outros tipos de operações de crédito.

As emissões via Instrução CVM nº 476 possuem alguns atrativos para as empresas, em especial àquelas de pequeno porte, pois contemplam menos exigências em comparação às emissões via Instrução CVM nº 400. Destacam-se a diminuição do tempo necessário para estruturar a operação (de quatro meses para dois meses) e a redução do custo de estruturação da oferta. Ademais, a Instrução CVM nº 476 permite que empresas de capital fechado realizem ofertas públicas de debêntures e não exigem a contratação de agência de classificação de risco de crédito para a realização da emissão. Como consequência, o número de investidores

participantes é significativamente menor<sup>14</sup> e, por conseguinte, a liquidez no mercado secundário desses papéis é reduzida.

Não obstante, embora o volume total emitido tenha aumentado de modo consistente, não houve grandes aumentos nos números de novas emissões. Entre 1995 e 2000, o número médio de emissões é maior do que o apresentado entre 2001 e 2012. Já o volume médio captado por emissão, durante a década de 1990, é muito pequeno quando comparado aos anos recentes, como se pode notar no gráfico 14, elaborado por Pimentel, Peres e Lima (2010).

Gráfico 14 – Evolução do número de emissões por trimestre e volume médio captado por emissão (de 1995 a 2009)

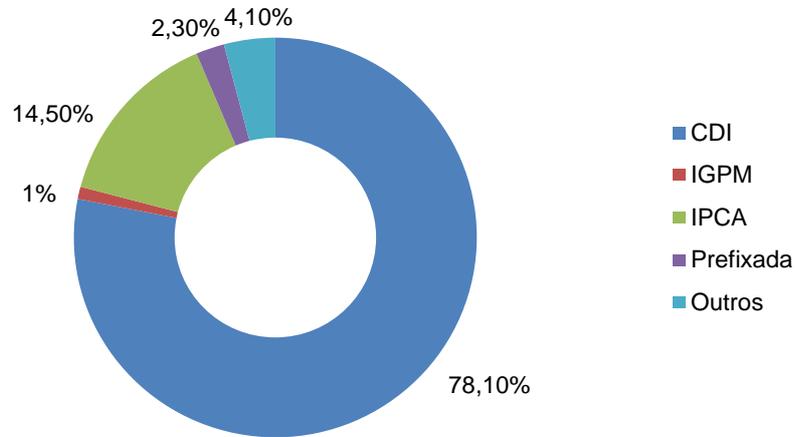


Fonte: PIMENTEL; PERES; LIMA (2010, p. 8).

Em relação à distribuição do estoque de debêntures por indexador, o gráfico 15 mostra que 78,10% delas estão indexadas ao CDI, sendo rentabilizadas em “% do CDI” ou em “CDI + *spread*”. Aproximadamente 15,5% estão indexadas a índices de preço como IPCA ou IGPM. E o restante se distribui entre prefixada (2,3%), Taxa de Juros de Longo Prazo (0,1%), dólar (0,1%) e outros indexadores (3,9%). A forte indexação ao CDI reflete a insegurança dos investidores em relação às oscilações da taxa de juros da economia brasileira.

<sup>14</sup> O número modal de participantes dessas emissões é de dois.

Gráfico15 – Distribuição do Estoque de Debêntures por Indexador

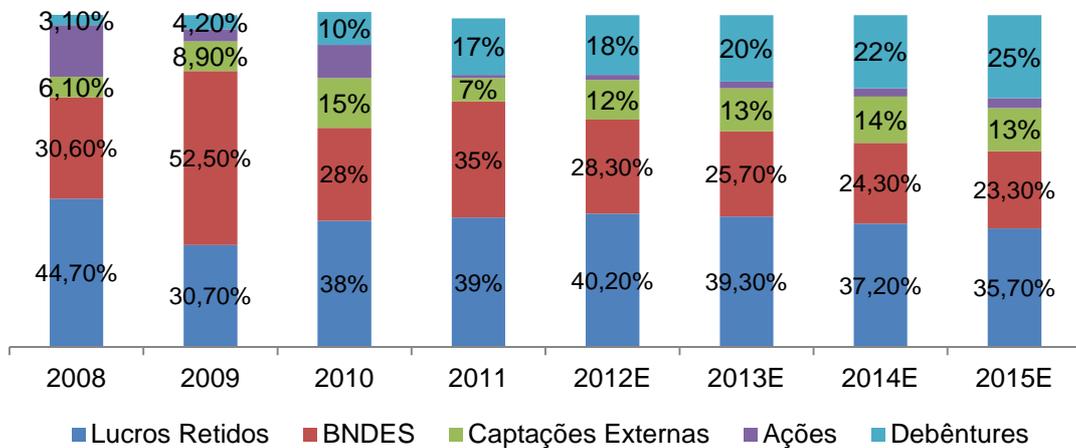


Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2013.

### 3.5 Iniciativas brasileiras para promover o mercado de títulos privados de renda fixa

O gráfico 16 mostra as principais fontes de financiamento dos projetos de indústria e infraestrutura no Brasil.

Gráfico 16 – Fontes de Financiamento do Investimento na Indústria e Infraestrutura



Fonte: COUTINHO, 2013.

Pode-se perceber, pela análise do gráfico 16, que o BNDES vem sendo desde 2008 a principal fonte de recursos para o financiamento de projetos de infraestrutura, após os lucros retidos das companhias. No entanto, diante das necessidades sem precedentes de financiamento de projetos de infraestrutura que precisarão ser implementados no país nos próximos anos, e da dificuldade do BNDES manter sua relevante participação como provedor de recursos para estes projetos, o Governo Federal percebeu a importância de fomentar o desenvolvimento de mecanismos de mercado para complementar as fontes de recursos para os projetos de infraestrutura.

Assim, com objetivo de ampliar as alternativas de financiamento disponíveis e promover o mercado de capitais como importante fonte de recursos de longo prazo, diversas ações vêm sendo conduzidas pelo Governo Federal, pelo setor privado e demais órgãos, para consolidar o mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil. Atenção especial vem sendo dedicada às debêntures. Os avanços regulatórios e de autorregulação realizados nos últimos anos permitiram ao mercado de capitais brasileiro beneficiar-se da estabilização macroeconômica, da redução da taxa de juros e da conjuntura internacional favorável.

Uma iniciativa concreta nessa direção foi o desenvolvimento do Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF) da ANBIMA, com foco na ampliação do papel do mercado de capitais como fonte de financiamento das empresas brasileiras e no desenvolvimento do mercado brasileiro de títulos privados de renda fixa. A adesão voluntária ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas assegura que as emissões públicas de títulos de renda fixa incorporem características que propiciem aumento da segurança, transparência e liquidez dos ativos.

Para fazer parte do NMRF da ANBIMA os ativos devem:

- Ter um nível mínimo de pulverização;
- Baixo valor unitário, de forma a incentivar a aquisição por pessoas físicas e o aumento da liquidez;
- Adotar formato padrão para os prospectos, com o objetivo de facilitar a análise do investidor e a comparação com outros ativos;
- Ter avaliação de risco de crédito com atualização anual;
- Ser remunerados a taxa prefixada, índice de preços ou outras taxas de juros de referência;

- Contar com formador de mercado e relatório de pesquisa em seu primeiro ano de emissão;
- Ser negociados em mercado de balcão organizado ou bolsa, garantindo critérios de negociação que assegurem transparência e competição.

Ao atender os requisitos estabelecidos no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Novo Mercado de Renda Fixa, o título passa a ter o selo do NMRF. O benefício, para o emissor, é dar maior visibilidade às características do ativo e facilitar o acesso a novos investidores, inclusive pessoas físicas, abrindo espaço para a captação de recursos em condições mais competitivas.

No entanto, vale destacar que nem sempre é fácil para as empresas aderirem a todas as exigências supracitadas. Desde a criação do selo e dos incentivos, em março de 2012, apenas cinco emissões conseguiram obter o selo do NMRF de melhores práticas da ANBIMA, sendo que uma delas perdeu o selo no momento da emissão, uma vez que a operação não atendeu às regras de concentração mínima por investidor, que limita a concentração máxima por investidor a 20% do volume da emissão. A Tabela 2 traz alguns detalhes de tais emissões. Por mais que as emissões sigam todas exigências previstas no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas, torna-se difícil para as empresas garantirem que terão a pulverização exigida pela ANBIMA no momento da emissão, uma vez que algumas variáveis como o número de investidores, a taxa e a distribuição do volume entre as séries só é conhecido após as propostas serem enviadas pelos investidores.

Tabela 2– Emissões de debêntures registradas no Novo Mercado de Renda Fixa

Emissão	Séries		Volume (R\$ MM)		Data de Emissão	Prazo	Remuneração	Taxa (%)	Status
	Total	NMRF	Total	NMRF					
3ª Emissão de CEMIG Geração e Transmissão	3	2ª	1.350,00	870,00	15/02/2012	7 anos	IPCA	7,68	Registrada
		3ª				10 anos	IPCA	6,00	
6ª Emissão de BNDESPAR	3	1ª	2.000,00	2.000,00	01/04/2012	4 anos	Prefixada	11,17	Registrada
		2ª				4 anos	TJ3	0,55	
		3ª				7 anos	IPCA	5,40	
2ª Emissão de Algar	2	2ª	293,99	232,60	15/09/2012	7 anos	IPCA	6,00	Registrada
3ª Emissão CEMIG Distribuição	3	2ª	2.160,00	1.750,00	15/02/2013	6 anos	IPCA	4,70	Registrada
		3ª				8 anos	IPCA	5,10	
3ª Emissão de TAESA	2	2ª e 3ª	1.600,00	-	-	-	-	-	Perdeu o Selo
Total NMRF				4.852,60					

Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2013.

A publicação da Instrução CVM nº 476 também trouxe mudanças significativas para fomentar o aumento das emissões de debêntures. Conforme dito anteriormente, tal instrução regulamenta a emissão de debêntures por empresas de capital fechado, dinamizando e reduzindo os custos do processo de emissão. Como resultado, pode-se perceber que o progresso na regulamentação de novos instrumentos e veículos ampliam o acesso de empresas de capital fechado aos recursos originados no mercado de capitais, permitindo que uma nova gama de emissores possa acessar o mercado de capitais para se financiar.

Outra importante e recente iniciativa do Governo Federal foi a Criação de Debêntures e Fundos de Debêntures Incentivados, a partir da Lei 12.431/2011. Em dezembro de 2010, buscando incentivar formas alternativas de financiamento de longo prazo para os projetos de infraestrutura e garantir os investimentos necessários para a manutenção do crescimento sustentável da economia brasileira, o governo editou a Medida Provisória nº 517/2010, posteriormente convertida na Lei 12.431, promovendo alterações relativas a títulos e valores mobiliários e à incidência do imposto de renda sobre seus rendimentos. As principais mudanças da Lei 12.431 foram:

- (1) Isenção tributária para investidores estrangeiros sobre títulos e valores mobiliários que possuam determinadas características e cuja destinação dos recursos seja para “projetos de investimento”;
- (2) Isenção tributária para pessoas físicas e investidores estrangeiros para rendimentos relativos a debêntures emitidas até 2015 por projetos de investimento na área de infraestrutura considerados como prioritários, conhecidas como “debêntures de infraestrutura”;
- (3) Redução de alíquota de imposto de renda para rendimentos auferidos por pessoas jurídicas relativos a “debêntures de infraestrutura”.

A versão atual da Lei 12.431 é resultado de alguns aperfeiçoamentos que ocorreram com base em diálogos entre o Governo Federal e o setor privado desde sua criação em junho de 2011. As melhorias buscaram esclarecer alguns aspectos da Lei que suscitavam dúvidas, trazendo maior segurança aos emissores, agentes de distribuição e investidores. Destacam-se entre as principais melhorias a permissão de emissão de debêntures de infraestrutura pelas *holdings* controladoras dos projetos de infraestrutura, a possibilidade de manutenção do tratamento

tributário mesmo quando verificado o desenquadramento de projetos e a possibilidade de emissão de debêntures de infraestrutura por parte de concessionárias, permissionárias e autorizatárias de serviços públicos.

A Lei 12.431 também permite a estruturação de fundos de debêntures de infraestrutura, que concedem ao investidor os mesmos benefícios fiscais citados anteriormente. Para auferir o benefício, o fundo de investimento deve ter um percentual mínimo alocado nas referidas debêntures. Tais fundos podem ser uma opção para a atração de investidores que tenham limitações de análise de crédito de projetos individuais de infraestrutura, como os investidores pessoa física.

A questão da isenção tributária, no caso das debêntures incentivadas, é bastante importante, uma vez que a imposição de impostos sobre transações de títulos, seja no mercado primário ou secundário, muitas vezes é identificada como um dos principais fatores que impedem a liquidez e desestimulam a emissão de títulos privados pelas empresas. Em especial no caso dos mercados emergentes, como o Brasil, o regime fiscal é muitas vezes imposto por um segmento do Governo que está mais interessado em maximizar as receitas do Governo, sem levar em conta os aspectos e questões de desenvolvimento do mercado de títulos.

Do final do ano de 2012, quando as primeiras emissões incentivadas vieram a mercado, até junho de 2013, 13 empresas emitiram debêntures de infraestrutura, totalizando o volume de R\$ 7 bilhões.

Tabela 3 – Emissões de debêntures incentivadas pela Lei 12.431 (até junho 2013)

	<b>ICVM 400</b>	<b>ICVM 476</b>
Volume Emitido	R\$ 2,4 bilhões	R\$ 4,6 bilhões
Número de Emissões	Quatro	Nove
Setores	Concessão Rodoviária	Diversos, com destaque para Energia
Prazos	Entre 5 e 15 anos	Entre 3 e 12 anos
Público	Participação predominante de investidores Pessoa Física e baixa de investidores Estrangeiros.	Não Disponível

Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2013.

A tabela 3 detalha as emissões que conseguiram capturar os benefícios proporcionados pela Lei 12.431. Essas emissões vêm sendo subscritas principalmente por Investidores pessoa física em função do incentivo fiscal oferecido pelas debêntures, uma vez que as debêntures concorrem com outros produtos tradicionalmente oferecidos aos clientes *private*, tais como: Certificado de Depósito Bancário, Letra de Crédito Imobiliário (LCI), Fundos de Renda Fixa tradicionais, Fundos Imobiliários, etc., garantindo a isenção do imposto de renda sobre os rendimentos. A participação de Investidores Estrangeiros ainda é pequena, em especial devido à falta de liquidez dos papéis no mercado secundário e à ausência de prêmio relevante sobre a NTN-B de referência dos papéis.

### **3.6 Conclusão**

Diante do exposto, nota-se que, ainda que o Governo brasileiro tenha tentado trabalhar na busca do alongamento do perfil da dívida pública, esta ainda se concentra títulos de curto prazo. A tentativa de alongamento de prazos e redução relativa dos títulos indexados à Selic foi acompanhada pelo aumento do estoque de títulos públicos que, de acordo com o Tesouro Nacional, saltou de R\$ 991 bilhões, em 2006, para R\$ 1.645 bilhões em dezembro de 2012.

Mesmo com a estabilidade macroeconômica conquistada após o Plano Real, o país ainda é encarado com incerteza pelos investidores, tornando difícil uma melhor estruturação da dívida pública com títulos de prazos mais alongados e taxas pré-fixadas, no lugar de taxas pós-fixadas.

Já no mercado de debêntures, percebeu-se um aumento no volume emitido desde 2005. Volume este que não foi acompanhado pelo aumento o número de emissões. As iniciativas recentes do Governo Federal, como o desenvolvimento do Novo Mercado de Renda Fixa da ANBIMA, a publicação da Instrução CVM nº 476 e a Criação de Debêntures e Fundos de Debêntures Incentivados, a partir da Lei 12.431/2011, são essenciais para o desenvolvimento do mercado de debêntures brasileiro, permitindo um mais fácil acesso das companhias ao mercado de títulos

privados, um aumento na base de investidores e também uma melhor regulação do mercado de debêntures.

Embora fundamentais para o seu desenvolvimento, tais medidas não são suficientes para a consolidação do mercado de títulos privados no Brasil. As características dos títulos privados acabam por espelhar as características dos títulos públicos, de modo que tem-se uma concentração de títulos privados de curto prazo e indexados em sua maioria ao CDI. A forte indexação a este indicador reflete a insegurança dos investidores em relação às oscilações da taxa de juros da economia brasileira.

No próximo capítulo, serão abordados os principais determinantes para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos, como o ambiente macroeconômico e institucional e também será realizada uma análise comparativa dos títulos públicos *vis-à-vis* os títulos privados de renda fixa.

## **4 DETERMINANTES DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE TÍTULOS PRIVADOS NO BRASIL**

O desenvolvimento de um mercado doméstico de títulos privados de renda fixa depende, entre outras coisas, de inúmeros fatores macroeconômicos. Isso inclui a necessidade de um crescimento econômico suficientemente forte capaz de gerar um volume de investimento na economia, e níveis de emissores e investidores adequados, assim como um ambiente de taxa de juros suficientemente baixa que possa estimular a colocação de tais papéis, especialmente em instrumentos de renda fixa.

Para compreender o mercado de títulos corporativos, três determinantes são apontados como principais:

1. O ambiente macroeconômico: incluindo a política econômica, que define o ambiente no qual o mercado de títulos corporativos avança ou retrocede;
2. O ambiente regulatório e institucional: responsável pelas mudanças regulatórias nas leis relativas ao mercado de títulos privados; e
3. As características da dívida pública: taxa, estrutura e prazo.

### **4.1 Contexto macroeconômico**

Inequívoca é a afirmação de que o contexto macroeconômico é primordial para o desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa. Tal argumento, apontado pela maior parte dos economistas, é ainda embasado pela teoria keynesiana da preferência pela liquidez.

De acordo com Keynes, a demanda por ativos financeiros é fortemente influenciada pelo estado de expectativa dos agentes econômicos que, sob condições de incerteza, definem a relação de risco e retorno, ajustando-a à liquidez dos ativos. Desse modo, quando a percepção da incerteza aumenta, os agentes valorizam a liquidez em relação ao retorno e, como consequência, exigem um prêmio de risco

maior para adquirir títulos de prazos mais longo ou menor liquidez. Na situação contrária, quando a percepção da incerteza é pequena, os agentes ficam mais propensos a tomar risco, valorizando o retorno dos ativos em lugar da liquidez. Importa ressaltar que a incerteza definida por Keynes é definida como um fenômeno econômico para o qual não existe uma base de dados, o que torna impossível a realização de cálculos de probabilísticos de risco.

No contexto da oferta e demanda de títulos, pode-se concluir que:

Do lado do ofertante: as condições de oferta de títulos são determinadas pelo estado de expectativa dos emissores em relação ao futuro. Variáveis como o crescimento econômico, o comportamento dos juros e câmbio são fundamentais para a decisão de expandir a oferta através da emissão de títulos privados de renda fixa.

Do lado do demandante: a política econômica e sua eficácia (crescimento econômico, controle da inflação e do câmbio) tem papel fundamental na determinação do mercado de títulos, ao afetar seu grau de aversão ao risco. A taxa de juros da economia desempenha papel de destaque para esses agentes, uma vez que num cenário em que se espera aumento na taxa de juros, eles preferem ativos mais líquidos. Caso contrário, eles admitem tomar um pouco de risco visando um retorno maior, mesmo que com ativos de baixa liquidez.

Assim, tanto do lado do ofertante, quanto do demandante, um ambiente econômico estável e de crescimento mostra-se favorável ao crescimento do mercado de títulos privados de renda fixa.

De 1980 a 2012, a economia brasileira observou crescimento médio bastante baixo em relação às economias emergentes. De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, o país cresceu apenas 1,7% ao ano na década de 1980. Nos anos 1990, a taxa média anual foi de 2,6%. E entre 2001 e 2010, o Produto Interno Bruto aumentou 3,6% ao ano, em média. As baixas taxas de crescimento devem-se a uma diversidade de fatores que, de forma resumida foi explicada por Paula e Hermann (2012):

*The low growth of the Brazilian economy was the result of a set of factors, that include high inflation (until 1994), high external vulnerability (at least until 2003), and the combination between high real interest rate with exchange rate appreciation (since 2003). Indeed, the investment rate has been maintained low, that is less than 20% of GDP since 1996 in contrast with 25% during the 1970s.*

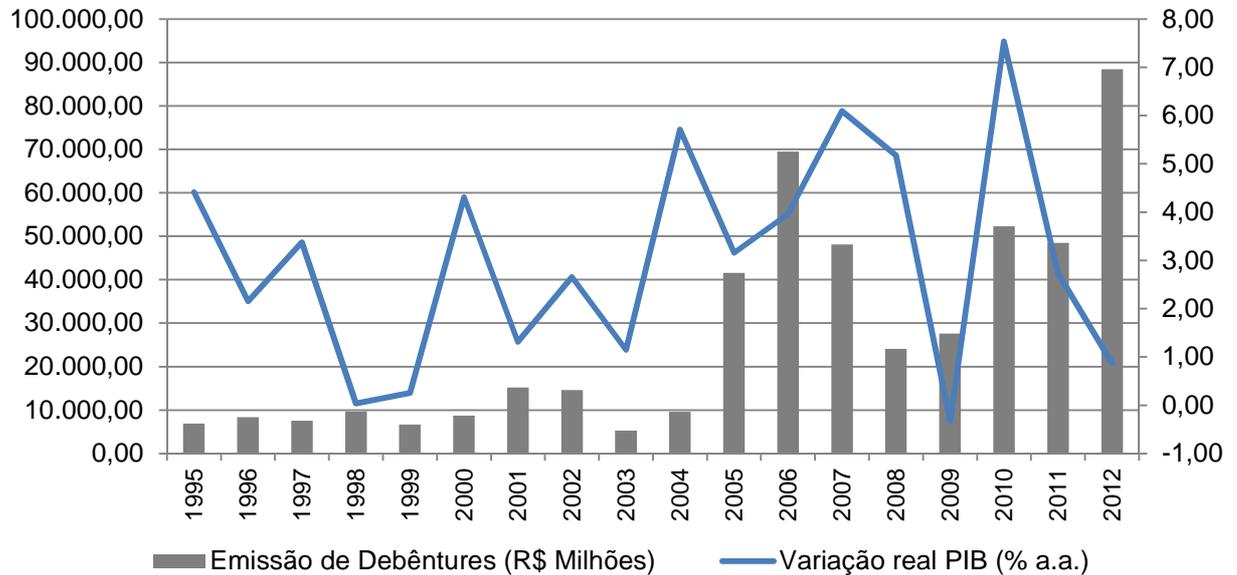
Acreditava-se, até meados da década de 1990 que a baixa e controlada inflação fosse pré-condição para obter progressos no mercado de títulos privados de renda fixa. Entretanto, de acordo com Paula e Hermann (2012), uma conjunção de fatores contribuiu para o baixo crescimento da economia: até meados da década de 1990, as altas taxas de inflação inibiram o crescimento; até 2003, a forte vulnerabilidade externa; a partir daí uma combinação de altas taxas de juros reais com apreciação da taxa de câmbio. A própria condução da política monetária após a adoção do regime de metas de inflação é apontada como um dos motivos de frustração do desenvolvimento do mercado de títulos privados. A opção do Banco Central do Brasil por uma atuação conservadora no pós-real levou os agentes a acreditar que a taxa de juros poderia ser elevada a qualquer sinal de pressão inflacionária (MODENESI, 2008 apud PAULA; HERMANN, 2012).

Trabalhos anteriores ancoravam o fraco desempenho do mercado de títulos privados de renda fixa ao baixo crescimento econômico do período, destacando uma forte correlação entre a atividade econômica e a emissão primária de debêntures no Brasil. De acordo com Paula e Faria Jr. (2012), o ambiente de instabilidade macroeconômica de uma economia a *la stop and go*, com curtos ciclos de crescimento seguidos por desaceleração econômica, afeta o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada, ao aumentar o risco de mercado e o risco de inadimplência de tais títulos, em particular títulos corporativos de renda fixa. Os autores demonstram alta correlação entre períodos de maior crescimento econômico e maior crescimento do mercado de títulos de dívida privada, como forma de financiamento das atividades de expansão das empresas.

O gráfico 17, mostrado a seguir, compara a variação anual do PIB real com a evolução do volume das emissões de debêntures no mercado brasileiro. Em períodos de crescimento, cresce também a disposição dos empresários a investir e, portanto, buscar fontes de recursos para se financiar. Assim, a evidência de que o comportamento da atividade econômica define o ambiente no qual o mercado de títulos corporativos cresce parece destacar-se entre os anos de 2005 e 2010 (a exceção de 2009), quando o PIB apresentou maior crescimento em relação aos anos anteriores. Nesse período, o mercado emitiu volume médio de R\$ 59 bilhões em debêntures ao ano. Por outro lado, nos anos mais recentes, 2011 e 2012, o PIB brasileiro teve forte queda, mas o volume de emissão de debêntures manteve-se em

patamares elevados, mostrando que há outros fatores importantes, além da atividade econômica, que determinam o mercado de títulos privados de renda fixa.

Gráfico 17 – Atividade econômica e emissão de debêntures (1995-2012)



Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITALIS e INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, 2013.

A seguir o contexto institucional e o mercado de títulos públicos serão discutidos como forma de aprofundar a análise.

## 4.2 Contexto institucional

O ambiente institucional tem papel fundamental no desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa. Ações de natureza tributária e regulatória podem favorecer ou inibir o crescimento do mercado primário e secundário da dívida privada.

O quadro jurídico, regulatório e fiscal que rege o mercado de títulos fornece uma base importante para o mercado de títulos se desenvolver com eficiência e qualidade. Isso ocorre por conta do impacto do ambiente institucional sobre a formulação de expectativas e do processo decisório dos emissores e investidores no mercado de títulos. Nos mercados de dívida emergentes, como o caso brasileiro,

esses pontos tornam-se fundamentais para oferecer a confiança necessária aos investidores.

Em pesquisa realizada pela IOSCO, no ano de 2002, com inúmeros países que buscavam desenvolver o mercado doméstico de títulos privados de renda fixa, apontou-se ainda que a forma de regulamentação, centralizada ou fragmentada tinha grande importância sobre o desenvolvimento dos mercados. Isso porque quanto mais centralizada for a autoridade, mais coerente e sistemáticas são as estratégias de desenvolvimento. No entanto, no caso específico do mercado de títulos, o significado e as implicações diretas de outros fatores além do mercado de capitais, tais como política fiscal e monetária, pode fornecer alguma justificativa para uma maior responsabilidade compartilhada sobre o desenvolvimento do mercado entre autoridades distintas.

O caso brasileiro é mais próximo ao de países com múltiplas autoridades regulatórias. Sobre o mercado de títulos atuam: o Banco Central do Brasil decidindo as diretrizes da política monetária; o Conselho Monetário Nacional, órgão responsável por expedir diretrizes gerais para o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional; a Comissão de Valores Mobiliários, que atua como agente regulador, controlador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários do país; além do Governo Federal com a criação de leis, normas e responsável pela política fiscal do país.

A pesquisa da IOSCO também aponta uma série de vantagens quando há no país delegação estatutária de autoridade reguladora e responsável em promover autorregulação dos mercados. Em 2002, época da publicação do relatório, a implementação de um sistema autorregulatório no que diz respeito ao mercado de títulos já parecia ser bastante difundida. De acordo com o trabalho, as instituições de autorregulação são bastante ativas e alcançam bastante sucesso ao apoiar os esforços de desenvolvimento do mercado de títulos. Estes incluem a definição de códigos de conduta em conjunto com as normas e convenções pertinentes à negociação de títulos e oferta, bem como divulgação de informações sobre os concessionários e fabricantes do mercado para o público.

No caso brasileiro, além da atuação da CVM e dos órgãos supracitados, deve-se conceder especial mérito à atuação da ANBIMA<sup>15</sup>, que tornou-se a força

---

<sup>15</sup> A ANBIMA foi criada em 2009 como resultado da união da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) com a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA).

motriz por trás da criação e funcionamento dos sistemas nacionais de compensação, liquidação e de registro de títulos corporativos no Brasil. A instituição tem entre suas prioridades a de desenvolver o mercado de títulos privados no Brasil, através do aumento das emissões de títulos, incluindo a expansão do número de emissores; da viabilização de maior transparência e liquidez no mercado secundário e na busca pelo desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito.

A recente iniciativa do Governo Federal de criar as Debêntures e Fundos de Debêntures Incentivados, a partir da Lei 12.431/2011, permitiu que o investidor conseguisse capturar o benefício da isenção de imposto, e também que as empresas conseguissem reduzir seus custos de captação obter taxas de captação mais baixas. Mas por outro lado, a motivação de atração de capital privado para projetos de infraestrutura com a criação da lei foi parcialmente prejudicada pela decisão do Governo Federal, em junho de 2013, de retirar a cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para aplicações de investidores estrangeiros em títulos de renda fixa no Brasil. A medida, que tinha como propósito conter a valorização da moeda estrangeira frente ao real, aumentou as vantagens das aplicações nos títulos públicos federais, os quais já contavam com maior liquidez, eliminando o incentivo à aquisição das debêntures incentivadas por parte dos investidores estrangeiros. Além disso, se beneficiando do aumento nas taxas de juros do Brasil que ocorreu entre junho e outubro de 2013, a aplicação em títulos públicos federais ganhou ainda mais atratividade em comparação às debêntures de infraestrutura.

Decisões súbitas como a retirada da cobrança de IOF para investidores estrangeiros em todos os títulos de renda fixa, realizada pelo Governo Federal em junho de 2013, aumentam a incerteza e desconfiança do investidor quando da sua decisão de investir. É essencial que as medidas de incentivo, regulação e autorregulação, sejam a favor da melhora do ambiente institucional das emissões de títulos privados, beneficiando os padrões de governança e de segurança jurídica no mercado de capitais e, assim, atraindo um maior número de investidores para o mercado de títulos privados de renda fixa.

### 4.3 As características da dívida pública brasileira

A existência de um mercado de dívida pública consistente e eficiente parece ser elemento favorável e indispensável ao desenvolvimento de um mercado de dívida privada. Mas o tamanho relativo da dívida pública não parece ser um determinante para o mercado de títulos privados de renda fixa, de forma que deve-se considerar outras características da dívida pública como a taxa de juros, prazo e a estrutura da dívida para aprofundar a análise.

#### 4.3.1 Taxa de juros

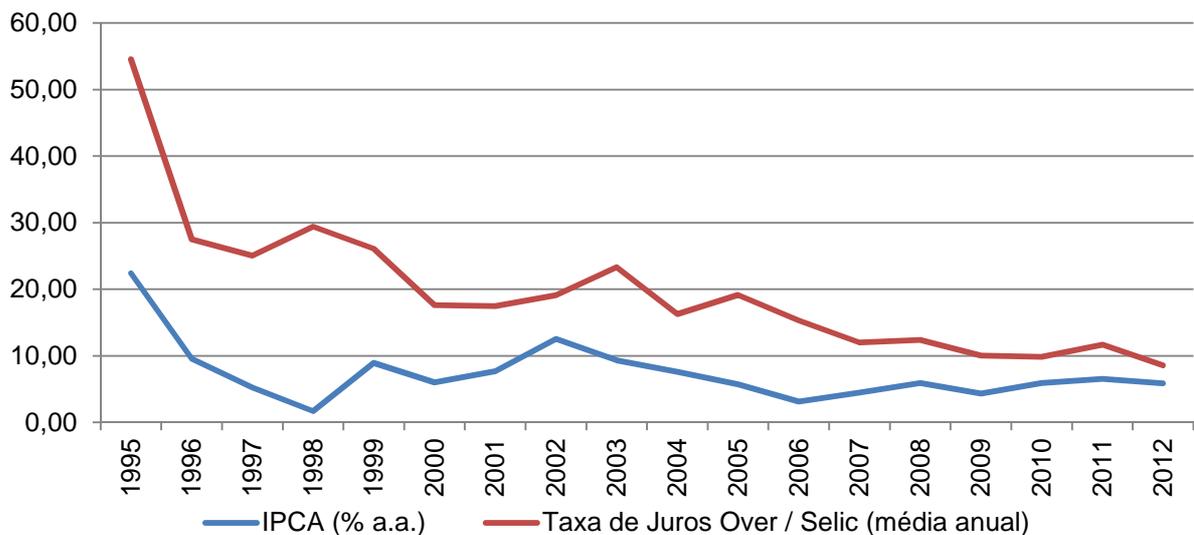
Vários tipos de ativos podem ser usados como referência (ou *benchmark*) para precificação no mercado de títulos corporativos. Porém, há forte preferência pelos títulos públicos devido à noção de serem ativos com consistente e confiável perfil de risco.

Os títulos públicos funcionam como referência para dívida privada, de modo que a taxa de juros paga como remuneração representa o preço básico, ao qual deverá ser acrescido um *spread* de risco, do custo financeiro das empresas na captação de recursos por meio de debêntures. Assim, quanto maior a taxa de juros, menor é o incentivo às empresas utilizarem emissões como forma de captação de recursos. Os juros altos desestimulam o investimento e o consumo, reduzindo a demanda agregada e a capacidade produtiva da economia. No mercado de títulos, os juros altos aumentam o custo da dívida das empresas ofertantes e levam os agentes investidores a optar por ativos com ampla liquidez ou exigir altíssimos prêmios de risco de ativos menos líquidos e com prazos mais longos. Sob uma perspectiva histórica de taxa de juros real, a situação brasileira parece não favorecer o desenvolvimento de um mercado de títulos privados mais robusto.

O gráfico 18 mostra o comportamento da taxa de juros na economia *vis-à-vis* a inflação de 1995 a 2012. Pode-se observar com clareza a queda na taxa de juros da economia nesse período, que já foi superior a 30% ao ano e chegou a patamares inferiores a 3% ao ano. Embora o crescimento do PIB tenha sido baixo nos anos

recentes, a manutenção de alto volume de emissões primárias de debêntures nos anos de 2011 e 2012 coincide com o afrouxamento da política monetária por parte do Governo Federal. Pode-se observar uma acentuada queda na taxa Selic nesses anos, quando a taxa de juros fixada pelo Comitê de Política passou de 10,75% ao ano em janeiro de 2011 a 7,25% ao ano em dezembro de 2012.

Gráfico 18 – Variação IPCA (% a.a.) X Taxa de Juros Over / Selic (1995-2012)



Fonte: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, 2013.

Adicionalmente, a recente queda nas taxas de juros criou um ambiente ainda mais favorável para as emissões de debêntures. Por um lado, permitiu que as empresas diminuíssem seu custo de capital, emitindo novas dívidas com condições mais favoráveis. Por outro, aumentou a busca por rentabilidade por parte dos investidores, elevando a demanda por ativos mais arriscados que os tradicionais títulos públicos. Outra maneira de perceber a redução de custo das emissões é através da redução do *spread* da NTN-B 2020 sobre o IPCA nos anos recentes, ilustrada no gráfico 19.

Gráfico 19 – Spread da NTN-B 2020 sobre o IPCA



Fonte: SECRETARIA NACIONAL DO TESOURO, 2013.

#### 4.3.2 Estrutura e prazo da dívida pública

Conforme ressaltado no segundo capítulo, a estrutura e o prazo dos títulos públicos brasileiros sofreram mudança significativa nos últimos anos. Há pouco mais de cinco anos, o estoque de títulos públicos tinha forte concentração em títulos com características de curto prazo e indexados diariamente à taxa de juros do mercado monetário, a taxa Selic. Havia uma relação bastante negativa entre a composição da dívida pública, com grande parcela indexada a taxas de juros flutuantes, e o tamanho do mercado de títulos de renda fixa privados. Ademais, o prazo da dívida pública era um fator adicional que limitava o desenvolvimento do mercado de títulos privados.

A tabela 4 exibe dados sobre a maturidade média do estoque de títulos públicos em diversos países emergentes desde o ano de 2005. Os dados, coletados pelo *Bank for International Settlements* (BIS), mostram que a maturidade média dos títulos brasileiros vem crescendo. Ainda assim, o Brasil é o país cujos títulos têm menor maturidade, com média de apenas 3,16 anos, entre 2005 e 2012. Dos quinze países selecionados, a média de maturidade dos títulos emitidos pelo governo brasileiro só supera a média dos títulos do governo turco, com 2,04 anos de maturidade média. Se compararmos a média da maturidade dos títulos brasileiros

(de 2005 a 2012) com a média da maturidade dos títulos emitidos pelos BRICS<sup>16</sup> no mesmo período, percebe-se que os títulos brasileiros têm maturidade inferior à metade da média da maturidade da Rússia, que com 7,39 anos é o segundo país com menor maturidade média.

Tabela 4 – Maturidade Média do Estoque de Títulos Públicos (em anos)

País/Anos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Argentina	12,00	12,80	12,40	12,20	12,00	11,70	11,80	-	12,13
<b>Brasil</b>	<b>2,30</b>	<b>2,60</b>	<b>3,00</b>	<b>3,30</b>	<b>3,40</b>	<b>3,40</b>	<b>3,50</b>	<b>3,80</b>	<b>3,16</b>
Chile	16,90	15,90	14,80	16,50	14,00	13,50	12,00	11,40	14,38
China	<b>8,40</b>	<b>8,20</b>	<b>7,90</b>	<b>7,60</b>	<b>7,20</b>	<b>7,60</b>	<b>8,20</b>	<b>8,80</b>	<b>7,99</b>
República Tcheca	4,80	5,30	5,80	5,80	5,90	5,60	5,30	5,00	5,44
Índia	<b>9,60</b>	<b>9,90</b>	<b>10,00</b>	<b>10,60</b>	<b>10,50</b>	<b>9,80</b>	<b>9,80</b>	<b>9,70</b>	<b>9,99</b>
Indonésia	7,60	7,10	8,20	8,20	7,90	8,60	9,20	10,10	8,36
Coréia do Sul	4,10	4,20	4,40	4,50	4,60	5,00	5,30	5,70	4,73
Malásia	5,00	5,20	5,40	5,30	5,30	4,50	5,10	5,50	5,16
México	3,30	4,30	5,60	6,50	6,30	7,20	7,60	7,90	6,09
Peru	9,60	10,80	16,50	16,20	16,00	15,00	14,50	14,80	14,18
Filipinas	4,10	4,70	5,00	4,90	4,10	6,10	8,70	10,00	5,95
Rússia	<b>7,20</b>	<b>8,00</b>	<b>8,80</b>	<b>9,40</b>	<b>7,40</b>	<b>5,60</b>	<b>6,20</b>	<b>6,50</b>	<b>7,39</b>
África do Sul	<b>8,20</b>	<b>8,40</b>	<b>8,50</b>	<b>10,00</b>	<b>10,60</b>	<b>10,60</b>	<b>11,60</b>	<b>12,30</b>	<b>10,03</b>
Taiilândia	5,60	5,40	5,80	5,80	5,80	6,00	6,60	7,70	6,09
Turquia	1,80	1,90	1,10	1,90	1,90	2,50	2,50	2,70	2,04

Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2013.

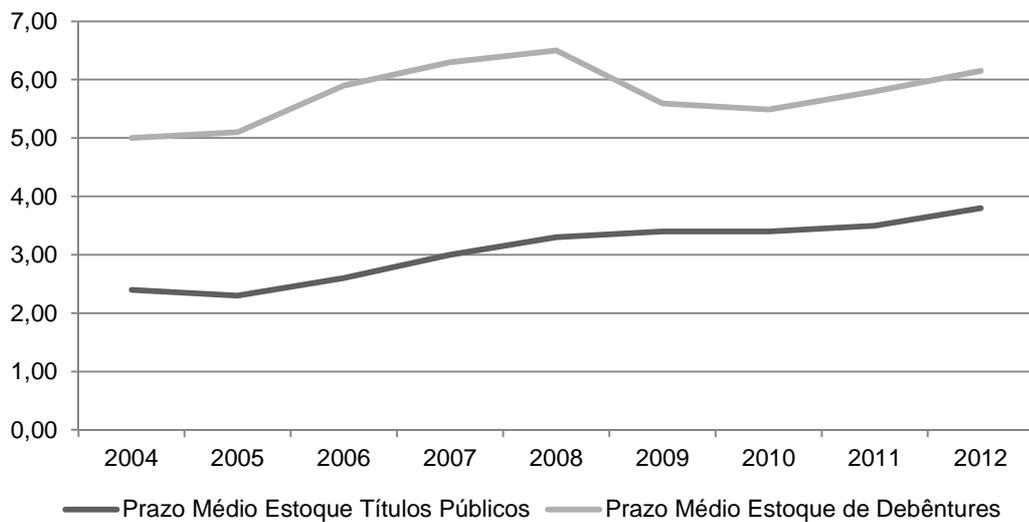
A curta maturidade dos títulos públicos brasileiros impacta o prazo dos títulos privados, de modo que o prazo médio das emissões também fica reduzido. Percebe-se, no Gráfico 9, mostrado no terceiro capítulo que, assim como aproximadamente 74% dos títulos públicos que tem prazo igual ou inferior a cinco anos, os prazos médios das emissões de debêntures também ficam no patamar médio de cinco anos.

A questão do curto prazo médio dos títulos públicos se coloca como obstáculo, uma vez que, na ausência de títulos de longa maturidade, torna-se difícil estabelecer um *benchmark* para a precificação adequada dos títulos privados de renda fixa. Além disso, quanto mais longo o título, maior a incerteza em relação ao futuro e maior o *spread* cobrado pelos investidores para adquirir os papéis, tornando a emissão demasiado custosa para a empresa que busca o financiamento de longo prazo.

<sup>16</sup> A nomenclatura BRICS é um acrônimo que se refere ao grupo de países emergentes que juntos formam um grupo político de cooperação. O grupo é formado por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

O gráfico 20 mostra a forte correlação entre os prazos médios dos estoques de títulos públicos e de debêntures. Percebe-se que o prazo médio dos títulos públicos é em média três anos mais curto do que o prazo médio do estoque de debêntures. Causa disso é o fato de aproximadamente 40% dos títulos públicos terem menos de três anos de prazo.

Gráfico 20 – Prazo Médio do Estoque de Debêntures X Prazo Médio do Estoque de Títulos Públicos(em anos)



Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2013.

Em relação à indexação dos títulos públicos, conforme mostrado no segundo capítulo, cerca de 24% da dívida pública brasileira é indexada à taxa flutuante. Diz-se que os títulos são indexados à taxa flutuante, quando os juros são pós-fixados, fazendo com que a remuneração varie conforme o desempenho da economia e o cenário internacional. Assim, quando o país encontra-se numa boa situação econômica, as taxas de juros tendem a cair. Caso contrário, nos momentos de crise ou instabilidade econômica, os juros tendem a subir, onerando ainda mais a dívida do país. Por outro lado, os juros prefixados geralmente têm prazos mais longos e pagam juros fixos independente do cenário econômico, sendo mais favoráveis à economia do país.

A análise de dados do BIS em relação ao volume de dívida para países emergentes selecionados mostra que o volume de dívida indexada a taxa flutuante, em bilhões de dólares, é expressivamente maior no Brasil em relação a esses

países. Embora o percentual tenha sido reduzido nas últimas décadas, ele ainda é relevante e impacta a estrutura da dívida pública. Os títulos da dívida pública com juros flutuantes são uma herança do período de alta inflação, quando poucos investidores estavam propensos a correr o risco de comprar títulos do Governo brasileiro a juros fixos.

Tabela 5 – Comparativo Volume da Dívida Indexado à Taxa Flutuante (US\$ Bilhões)

País/Tipo Taxa	TAXA FLUTUANTE				
	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Argentina</b>	1,3	11,5	11,3	11,0	...
<b>Brasil</b>	<b>202,5</b>	<b>297,1</b>	<b>317,4</b>	<b>302,3</b>	<b>180,6</b>
<b>República Tcheca</b>	...	...	...	6,9	8,8
<b>Índia</b>	9,2	9,5	10,3	9,3	8,8
<b>Indonésia</b>	13,3	15,2	15,9	14,9	12,7
<b>México</b>	36,4	37,5	32,4	50,2	70,1
<b>Filipinas</b>	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>África do Sul</b>	0,8	1,1	1,2	0,0	–
<b>Tailândia</b>	–	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Turquia</b>	68,1	87,4	80,5	59,2	60,8

Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2013.

Vale ressaltar que um volume muito grande de títulos emitidos com taxas flutuantes pode impactar a atuação do Banco Central, ao vincular as políticas monetária e fiscal. Uma decisão de política monetária de aumentar juros impacta diretamente a política fiscal ao encarecer a dívida pública, quando a maioria dos títulos flutuantes é indexada à taxa de juros. Um segundo impacto pode se dar na eficácia da política monetária. Isto é, ao subir a taxa de juros com objetivo de conter a demanda agregada, o Banco Central pode acabar incentivando o consumo ao pagar um rendimento mais alto aos detentores de títulos residentes no país.

Em resumo, a combinação de dívida de curto prazo e indexada a uma taxa flutuante faz com que os títulos públicos ofereçam, ao mesmo tempo, liquidez, rentabilidade e baixo risco de crédito. Desse modo, do lado dos emissores de títulos privados, a rentabilidade oferecida pelos títulos emitidos tem que ser alta o suficiente de modo a compensar sua dificuldade de competir com os títulos públicos no que se refere à liquidez e risco.

### 4.3.3 Liquidez dos títulos

Um mercado líquido é aquele em que os participantes podem trocar rapidamente um grande volume de títulos com baixa oscilação de preços. (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 1999a,p. 13 apud SILVA, 2011, p.17).

A liquidez dos títulos no mercado oferece aos investidores a facilidade monetizar os ativos com maior agilidade e depende do número de investidores participantes. Em um mercado de títulos pulverizado, com muitos investidores, o custo de diversificação da carteira pode ser reduzido, assim como o custo de obtenção de informações sobre os projetos de investimento, já que o preço será determinado pelo mercado e irá incorporar todas as informações disponíveis. Quanto maior a transparência e facilidade na obtenção de informações sobre os títulos, maior é a eficiência na alocação dos recursos, direcionando-os para os projetos mais rentáveis.

Outra vantagem proporcionada pela liquidez é a possibilidade de transferência e diversificação dos riscos específicos do investimento. Tal risco é determinado pela incerteza sobre o valor que o ativo terá na data de vencimento.

A liquidez é uma indicação de eficiência e atividade do mercado e, conseqüentemente, um indicador útil do seu desenvolvimento. Isso reflete num alto nível de giro em relação ao tamanho do mercado, e na estabilidade dos preços. Quanto mais líquido o mercado, mais eficiente ele é em termos de informação para a precificação.

Outro ponto fundamental é a possibilidade da liquidez dos títulos públicos formar uma curva de rendimento livre de risco capaz de refletir com eficiência a taxa de retorno dos ativos livres de risco.

Ocorre que no Brasil, de acordo com Silva (2011), os estudos sobre liquidez de mercado de títulos públicos são pouco conclusivos, especialmente no que diz respeito às explicações das causas da baixa liquidez no mercado secundário. A autora defende que o baixo dinamismo do mercado secundário brasileiro pode ser causado tanto por problemas de microestrutura (organização do mercado), quanto por problemas da escolha de política de condução da gestão da dívida ou de regulação do mercado.

Em janeiro de 2010, o Tesouro Nacional apontou alguns dos principais problemas de microestrutura do mercado e as necessidades de melhorias, as quais incluíam: o perfil conservador do investidor brasileiro inibe o desenvolvimento do mercado secundário; necessidade de continuidade das medidas implantadas nos últimos anos (transparência, simplificação etc.); aumento do volume negociado no mercado secundário. No quadro de reformas aparecem as mesmas preocupações sobre a organização do mercado, presentes no relatório do primeiro grupo de reformas de 1999, tais como: divulgação em tempo real dos negócios realizados; melhoria das plataformas eletrônicas; incentivo à utilização de novos benchmarks; aumento da base de investidores; diminuição do número de leilões; melhoria do sistema tributário. (SILVA, 2011, p. 16).

Nota-se que o atual desenho institucional do mercado de títulos públicos no Brasil não é adequado para garantir liquidez de mercado. Há falhas nos mecanismos de negociação, no desenho dos títulos, na base de investidores e nas regras de negociação. A dívida pública brasileira ainda é concentrada no curto prazo e com número excessivo de vencimentos, o que aumenta o custo de refinanciamento, prejudica a formação de *benchmarks* e referenciais de longo prazo nas curvas dos títulos. Em relação à base de investidores, ela ainda é pouco diversificada, e os custos de transação são elevados. Esses fatores dificultam a ampliação da liquidez e o desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil e refletem na ausência de liquidez do mercado secundário de dívida privada, como o de debêntures.

A liquidez do mercado brasileiro de debêntures é bastante baixa, além dos problemas evidenciados na baixa liquidez dos títulos públicos, o mercado de debêntures sofre com a pequena oferta de papéis e com uma base de investidores ainda mais reduzida. De acordo com Rocca (2010), a liquidez do mercado secundário é inibida pela combinação de um reduzido volume de papéis, pequena base de investidores, ausência de padronização e distorções introduzidas pela tributação.

Para o autor, a padronização dos contratos, a transparência das informações e os baixos custos de transação são fatores essenciais para determinar a negociabilidade, liquidez e adequada precificação dos ativos financeiros. Mesmo no caso de debêntures, principal título de dívida privada negociado no mercado brasileiro, ainda há grande heterogeneidade nos contratos e também na utilização de critérios de indexação e garantias.

#### 4.4 Títulos públicos versus títulos privados: complementaridade ou competição?

Alguns autores alertam que, embora o mercado de títulos públicos contribua para o desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa, em muitos casos parece existir concorrência entre os mercados, provocando o efeito *crowding-out*. Outros, como Paula e Faria Jr. (2012) e Paula e Herman (2012), acreditam que no caso brasileiro, não há complementaridade, mas apenas concorrência.

Em realidade, não apenas parece não haver complementaridade entre os dois mercados, como parece haver evidências da existência de concorrência entre os mesmos. As condições mais vantajosas oferecidas pelos títulos públicos federais indexados a variáveis mais voláteis do mercado – taxa de juros, taxa de câmbio e/ou taxa de inflação – ao mesmo tempo em que oferece ao demandante de título uma proteção contra os riscos de juros, cambial ou de perda inflacionária, lhe proporciona papéis que combinam rentabilidade, liquidez e baixo risco. (PAULA; FARIA JR., 2012, p. 116).

“In the case of Brazil, there’s clear dominance of the public debt market over the private one, and the relationship between both markets have been more of competition rather than complementary”. (PAULA; HERMAN, 2012).

Ocorre que inúmeras características dos títulos públicos parecem limitar o desenvolvimento do mercado de títulos privados. A combinação de baixo risco de crédito, alta rentabilidade, alternativas de indexação que limitam o risco de taxa de juros e maior liquidez do que a oferecida pelos títulos privados, acaba exigindo que os títulos privados ofereçam remuneração extremamente elevadas que representa um aumento de custos que, muitas vezes as empresas não são capazes de suportar.

Conforme descrito anteriormente, cada título público tem uma característica distinta e, portanto, incorpora um fator de risco de mercado singular. Os títulos prefixados, como as LTN e NTN-F oferecem risco de mercado, isto é, de perder valor frente a uma alta da taxa de juros. Os títulos indexados ao câmbio, como as antigas NTN-D, correm o risco da apreciação cambial e do aumento do cupom cambial, a taxa de juros doméstica em dólar. Já os títulos indexados à inflação, como NTN-B e NTN-C, incorporam o risco de queda da inflação e do aumento da taxa de juros indexada à inflação. Por fim, os títulos indexados à Selic, embora

pareçam imunes ao risco de mercado, possuem o risco da taxa de juros internacional.

Um ponto primordial de diferenciação dos títulos públicos e privados é que o segundo ainda incorpora o risco de crédito. O risco de crédito é probabilidade de um emissor (empresa ou Estado) de um instrumento de dívida não pagar os juros devidos ou não reembolsar o principal aplicado. A classificação é realizada com base na probabilidade de ocorrer o não pagamento e do volume incorrido na perda.

De forma geral, quando os instrumentos financeiros são garantidos por um Estado, eles são considerados de muito baixo risco, isso porque os estados têm poder tributário e podem garantir o pagamento através do aumento de impostos. Se, por outro lado, os instrumentos não são garantidos pelo Estado, a única garantia existente é a situação financeira da entidade que os emite, de forma que, quanto mais débil for considerada a situação financeira, mais reduzida será a classificação de crédito obtida pela entidade e maior a taxa remuneratória exigida pelos investidores de quaisquer instrumentos emitidos por ela.

A consideração do risco de crédito ao lado do risco de mercado é fundamental para se entenderem as dificuldades que enfrentamos para o alongamento do mercado doméstico de renda fixa. E, mais importante, essa abordagem mais abrangente pode evitar que se cometam graves erros de política econômica ao se tentar artificialmente promover um alongamento dos títulos de renda fixa. (GARCIA; SALOMÃO, 2006, p.3).

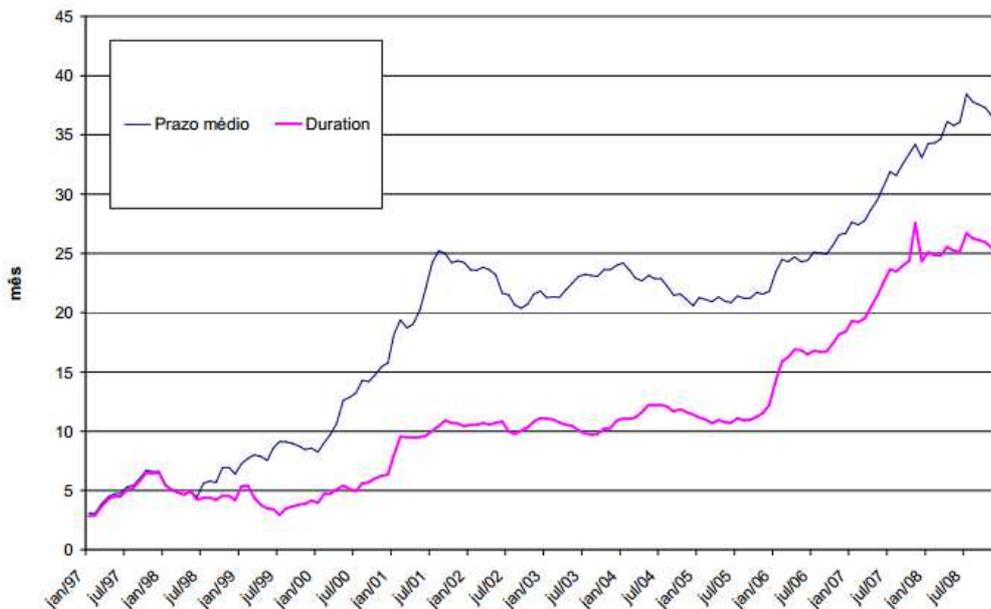
Segundo Garcia e Salomão (2006), a maior deformação na dívida pública brasileira é a existência de títulos públicos indexados à Selic, as LFTs criadas no auge do Plano Cruzado para diminuir a vulnerabilidade do sistema financeiro às mudanças na política monetária. Isso ocorre porque os títulos indexados à taxa Selic isentam seu detentor do risco de taxa de juros, uma vez que tal risco fica a cargo do Tesouro Nacional, seu emissor. Com isso, investidores não se defrontam com o tradicional *trade off* entre liquidez e rentabilidade previsto na Teoria da Preferência pela Liquidez, uma vez que os títulos públicos indexados à Selic oferecem simultaneamente liquidez e rentabilidade.

Paula et al (2008), apontam que a existência de títulos indexados à taxa Selic contamina a emissão primária de títulos de dívida privada com a lógica de *overnight*. Ou seja, as LFTs impactam as condições de emissão dos títulos privados em função do fato de que tais títulos:

(i) como qualquer outro título público, tem risco de default praticamente nulo, por serem garantidos pelo Tesouro; (ii) especificamente, no caso das LFTs é o único título de dívida livre do risco de mercado, por não sofrer apreciação/depreciação em seu preço - ou seja, não têm embutido como qualquer título prefixado um risco de mercado; (iii) como se não bastasse, tais títulos têm oferecido taxas de remuneração elevadas, ainda que inferiores aos títulos prefixados, em função da política de juros altos que tem sido praticada pelo BCB, mesmo sob o regime de metas de inflação. (PAULA et al 2008, p. 15)

A fim de analisar as distorções causadas pelas LFTs, Paula et al (2008) elaboraram um gráfico comparando o prazo médio e a duração média da dívida pública federal de 1997 a 2008. Pode-se concluir com tal análise que até meados de 1998, prazo e *duration* coincidiam em função da predominância de títulos prefixados. A partir de então, observou-se um crescimento de títulos públicos indexados, em particular as LFTs, fazendo com que o prazo da dívida fosse alongado e, simultaneamente, aumentasse a diferença entre prazo e *duration* médios. Pode-se notar ainda, que até 2006, com a predominância das LFTs, a *duration* média da dívida pública foi inferior a 12 meses.

Gráfico 21–Prazo e Duração Média da Dívida Pública Federal (Jan 1997 – Jul 2008)



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL; elaborado por DE PAULA et al. (2008, p. 16).

Assim, a predominância de uma dívida pública com baixa *duration* dificulta a oferta de títulos privados com prazos relativamente longos. Isso porque as características das LFTs fazem com que esses papéis tornem-se forte concorrentes

dos títulos privados. Como consequência, a emissão de títulos privados de maturidade mais longa fica condicionada ao pagamento de um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado e maior risco de *default*. Muitas vezes, o custo de emissões com *spreads* muito altos torna-se incompatível com a rentabilidade da empresa.

Diante da aversão ao risco do investidor em correr risco de taxa de juros, a alternativa encontrada pelas empresas como forma de viabilizar o financiamento através da colocação de papéis privados é incorrer no risco de taxa de juros e emitir papéis indexados ao CDI acrescido do prêmio de risco. Desse modo, as empresas emissoras assumem o risco de mercado, mas diminuem sua predisposição a colocar títulos de prazo longo com essa indexação.

Diante do exposto, nota-se que, somada à redução da taxa de juros da economia, a redução das taxas de juros dos títulos públicos é fator determinante para o desenvolvimento do mercado de títulos privados, uma vez que tais taxas representam pisos para o custo de captação das emissões de títulos privados.

#### **4.5 Conclusão**

O presente capítulo ressaltou a importância de aspectos como: o ambiente macroeconômico, o ambiente regulatório e institucional e o padrão e as características da dívida pública para o desenvolvimento de um mercado de títulos corporativos de renda fixa.

Um ambiente macroeconômico estável, com crescimento e baixas taxas de juros e inflação, mostra-se favorável ao aumento do número de emissões privadas de renda fixa. Isso ocorre tanto do lado das empresas emissoras, que se sentem mais confiantes no desempenho da economia e decidem de expandir sua oferta, encontrando nos títulos privados de renda fixa mais uma opção de financiamento; quanto dos investidores que demandam títulos, que com a redução nas incertezas ficam mais propensos ao risco de crédito.

Pode-se perceber também a importância do ambiente regulatório e institucional no desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa. Ações de natureza tributária e regulatória podem favorecer ou inibir o crescimento do

mercado primário e secundário da dívida privada. Isso porque o quadro jurídico, regulatório e fiscal que rege o mercado de títulos fornece uma base importante para o mercado de títulos se desenvolver com eficiência e qualidade, atuando sobre a formulação de expectativas e sobre processo decisório dos emissores e investidores no mercado de títulos.

Já o padrão e as características da dívida pública atuam de modo a determinar o comportamento dos mercados de títulos privados. As taxas de juros dos títulos públicos atuam como *benchmark* na precificação dos títulos privados. A maturidade dos títulos privados também parece acompanhar o padrão de maturidade estabelecido pelos títulos públicos. No Brasil, a curta maturidade dos títulos públicos reflete noreduzido prazo médio das emissões privadas. A forte indexação dos títulos públicos a taxas flutuantes também reflete nas emissões privadas que seguem o mesmo padrão.

A combinação de dívida de curto prazo e indexada a uma taxa flutuante faz com que os títulos públicos ofereçam, ao mesmo tempo, liquidez, rentabilidade e baixo risco de crédito. Assim, do lado dos emissores de títulos privados, a rentabilidade oferecida pelos títulos emitidos tem que ser alta o suficiente de modo a compensar sua dificuldade de competir com os títulos públicos no que se refere a liquidez e risco.

Diante do exposto, percebe-se que as características e padrões dos títulos públicos parecem limitar o desenvolvimento do mercado de títulos privados. Com menor risco de crédito, alta rentabilidade, alternativas de indexação que limitam o risco de taxa de juros e maior liquidez do que a oferecida pelos títulos privados, os títulos públicos tornam-se muito mais atrativos do que os títulos privados de renda fixa. O resultado é uma competição desleal entre os dois tipos de título que faz com que os investidores não se defrontem com *trade off* entre liquidez e rentabilidade.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa dissertação procurou entender por que o mercado de dívida privada no Brasil encontra tantas restrições no seu desenvolvimento. Para isso, foi realizada uma análise do funcionamento dos mercados de títulos públicos e corporativos brasileiro, com foco para o mercado de debêntures. O segundo ponto sobre o qual o trabalho se estruturou diz respeito a algumas experiências internacionais de alongamento da dívida e desenvolvimento do mercado de títulos privados.

Chamou-se atenção no primeiro capítulo para as inúmeras vantagens que um mercado de títulos eficiente pode oferecer à economia de um país, enfatizando o porquê dos países buscarem seu desenvolvimento. Entre as vantagens, destacam-se: menor custo de capital para as empresas; diminuição do risco de descasamento de maturidade e moeda; maiores possibilidades de investimento, trazendo maior bem estar; melhor e mais eficiente precificação do risco de crédito; e promoção da estabilidade financeira.

A partir das experiências internacionais analisadas no terceiro capítulo, percebe-se que não há um padrão para fomentar o desenvolvimento do mercado de títulos. Mas alguns pontos em comum daqueles que obtiveram sucesso no desenvolvimento do mercado de títulos merecem ser destacados:

- (v) A existência de um sistema de classificação de risco confiável, de modo que os investidores avaliem corretamente o risco dos papéis;
- (vi) Transparência nas informações divulgadas ao mercado, facilitando a avaliação e precificação de cada ativo;
- (vii) Presença de autoridades que regulem o mercado, impondo regras claras para a negociação dos títulos;
- (viii) Infraestrutura de negociação, possibilitando que os títulos sejam negociados com transparência no mercado secundário.

O sucesso obtido por países como a Coreia do Sul e Chile mostra que o desenvolvimento do mercado de dívida privada não vem necessariamente como consequência natural do crescimento do mercado de títulos públicos. Mas sim, como uma opção disponível no que diz respeito ao tipo de sistema de financiamento que pretende promover no país, provando que o desenvolvimento do mercado de títulos

de renda fixa depende da decisão de que os formuladores de política realmente queiram incentivar o deslanche do instrumento como alternativa de financiamento. Nota-se, assim, que o mercado de títulos não necessita somente de um tratamento preferencial para crescer, mas de um ambiente favorável à sua expansão, com transparência e infraestrutura de negociação, garantias aos investidores e possibilidade de negociação dos ativos num mercado bem regulado.

Por fim, foram analisados os principais determinantes para o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos privados de renda fixa, como os fatores macroeconômicos, institucionais e as características dos títulos.

Merece destaque o ponto em que o desenvolvimento de um mercado de capitais sólido e de longo prazo não resiste a um ambiente de baixo desenvolvimento econômico. Assim, parece o mercado de capitais brasileiro só terá o impulso necessário ao crescimento quando o país resgatar a capacidade de crescer e os investidores confiarem num processo sustentável de crescimento da economia. Ou seja, é fundamental que haja uma estabilidade econômica duradoura, com controle inflacionário, taxas de juros em patamares razoáveis, controle das contas públicas, equilíbrio no setor externo da economia e boas taxas de crescimento econômico.

Em relação ao ambiente institucional, percebe-se que este tem papel fundamental no desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa. O quadro jurídico, regulatório e fiscal que rege o mercado de títulos fornece uma base importante para o mercado de títulos se desenvolver, por conta do impacto deste quadro sobre a extensão da atividade e interesse entre os emissores e investidores no mercado de títulos. No contexto dos mercados de dívida emergentes, o quadro jurídico, regulatório e fiscal existente precisa ser facilitador e de suporte de em curso esforços para desenvolver o mercado de títulos domésticos.

As medidas de incentivo, regulação e autorregulação, são favoráveis à melhora do ambiente institucional das emissões de títulos privados, beneficiando os padrões de governança e de segurança jurídica no mercado de capitais e, assim, atraindo um maior número de investidores para o mercado de títulos privados de renda fixa. Tais ações de natureza regulatória podem favorecer ou inibir o crescimento do mercado primário e secundário da dívida privada. Instituições brasileiras como a CVM e a ANBIMA têm direcionado esforços para criar um ambiente mais propício à negociação de títulos no Brasil e, com isso, diversificar as

fontes de financiamento à disposição das empresas. O Governo, por sua vez, ora atua com propostas de incentivo ao mercado, como a isenção tributária oferecida às debêntures de infraestrutura, ora toma decisões inesperadas de política monetária e fiscal que, indiretamente, aumentam a incerteza e desconfiança do investidor quando da sua decisão de investir, desincentivando o desenvolvimento e consolidação do mercado.

Por fim, a análise da dívida pública brasileira leva à conclusão de que o funcionamento do mercado de dívida pública, tal como está desenhado no Brasil parece inibir o desenvolvimento paralelo de um mercado de títulos privados de renda fixa. A taxa de juro real brasileira, embora tenha tido uma trajetória de redução nos últimos anos, ainda tem patamares considerados altos para o mercado de títulos. Isso tem impacto tanto no custo de captação das empresas, que devem pagar um prêmio de risco relevante para conseguir atrair a demanda dos investidores, quanto na concorrência dos títulos públicos indexados à taxa de juros da economia que isentam o investidor deste risco de mercado e ainda oferecem alta liquidez.

Em relação à maturidade, os títulos públicos brasileiros são considerados pouco alongados e isso gera um forte impacto sobre o prazo dos títulos privados, de modo que o prazo médio das emissões privadas também fica reduzido. A indexação à taxa flutuante dos títulos públicos também é outro fator que reduz a atratividade dos títulos privados, pois tornam o título público livre do risco de mercado.

Adicionalmente, o mercado de títulos brasileiro sofre com a falta de liquidez. O problema não é evidenciado apenas no mercado de títulos privados, mas também no de títulos públicos. No caso do mercado de debêntures há pouca oferta de papéis e uma base de investidores reduzida. A ausência de liquidez compromete a precificação dos títulos, eleva o custo de captação e dificulta a colocação de papéis prazos mais longos.

Entre os pontos fundamentais que ainda limitam o desenvolvimento do mercado brasileiro de títulos privados de renda fixa, pode-se apontar:

- (i) As emissões são concentradas em títulos governamentais;
- (ii) A maior parte dos títulos tanto públicos quanto privados é essencialmente de curto prazo e de renda variável;
- (iii) Por conta da incerteza, os investidores preferem remunerações que referenciadas à inflação ou à variação cambial;

- (iv) A inadimplência do segmento privado é elevada;
- (v) O número de emissores de títulos privados é baixo, restringindo as emissões às empresas com alta classificação de risco de crédito; e
- (vi) O ambiente institucional e regulatório ainda necessita de aprimoramento.

Do ponto de vista microeconômico, é preciso criar condições para que o mercado de títulos de dívida brasileiro seja mais líquido e tenha capacidade para absorver a poupança doméstica dos indivíduos. Aperfeiçoar os marcos regulatórios, padronizar os contratos, melhorar a legislação tributária sobre os títulos, além de dar maior transparência às informações, mais garantias às emissões e confiança na classificação de risco, são fatores essenciais para determinar a negociabilidade, liquidez e adequada precificação dos ativos financeiros.

Já a análise macroeconômica do país mostra que, ainda que o país tenha alcançado maior estabilidade econômica nas últimas décadas, ainda se faz necessário reduzir a dívida pública e as taxas de juros para abrir espaço às captações privadas. Ademais, um mercado de capitais de longo prazo não sobrevive em um ambiente de baixo desenvolvimento econômico. O Brasil precisa encontrar seu ritmo de crescimento sustentável, em lugar de uma economia a *la stop and go*, com curtos ciclos de crescimento seguidos por desaceleração econômica, que afeta o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada, ao aumentar o risco de mercado e o risco de inadimplência de tais títulos, em particular títulos corporativos de renda fixa. Assim, o impulso fundamental ao mercado de capitais brasileiro só virá quando o país resgatar um processo sustentável de crescimento com controle inflacionário; controle das contas públicas; taxas de juros baixas e estáveis e equilíbrio no setor externo da economia.

Por fim, a combinação de baixo risco de crédito, alta rentabilidade, alternativas de indexação que limitam o risco de taxa de juros e maior liquidez do que a oferecida pelos títulos privados, acabam exigindo que os títulos privados ofereçam remuneração extremamente elevadas, muitas vezes proibitivas. Desse modo, pode-se concluir que no Brasil, o mercado de títulos públicos, ao invés ser aliado, torna-se um limitador do desenvolvimento do mercado de títulos privados. É necessário repensar a dívida pública de modo a fazer com que as emissões de

títulos públicos tornem-se aliadas das emissões de títulos privados e não concorrentes. Assim, o desenvolvimento de um mercado de crédito privado sustentável no Brasil poderá ser extremamente benéfico ao propiciar mais uma fonte de financiamento às empresas nacionais.

## REFERÊNCIAS

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Disponível em: <<http://www.anbid.com.br>>. Acesso em: jan. 2014.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Debêntures**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em:<<http://www.bcb.gov.br>>.Acesso em: jan. 2014.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Disponível em: <<http://www.bis.org>>. Acesso em: nov. 2013.
- BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: dez. 2013.
- BORENSZTEIN, E.; COWAN, K; EICHENGREEN, B. Building Bond Markets in Latin America. In: BORENSZTEIN et al. **Bond Markets in Latin America**. Cambridge: MIT Press, 2008.
- CENTRAL DE CUSTÓDIA E DE LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA DE TÍTULOS. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br>>. Acesso em: dez. 2013.
- CIFUENTES, R.; DESORMEAUX, J.; GONZÁLEZ, C. Capital markets in Chile: from financial repression to financial deepening. **Bis Papers**, Basel, n. 11, p. 86-102, jun. 2002. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11g.pdf>>. Acesso em: nov. 2013.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em:<<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: dez. 2013.
- COUTINHO, L. Investimentos e mercado de capitais: a transição para o longo prazo. **Visão do Desenvolvimento**, n. 39, nov. 2007. Disponível em:<<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: nov. 2013.
- COUTO, A. C. L.; TRINTIM, J. G.O papel do BNDES no financiamento da economia brasileira.In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 5., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2012.
- EICHENGREEN, B.; LUENGNARUEMITCHAI, P. **Why doesn't Asia have bigger bond markets?** Berkeley: University of California, 2004.
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.
- FRANCO, G. Notas sobre o crowding out, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, E.; OLIVEIRA LIMA, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e**

**dívida pública:** tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contracapa, 2006.

GARCIA, M. G. P.; SALOMÃO, J. **Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil.** Texto para discussão. Departamento de Economia PUC-Rio, mar. 2006. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td515.pdf>>. Acesso em: nov. 2013.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.com.br>>. Acesso em: nov. 2013.

IOSCO. **The development os corporate bond markets in emerging market countries.** The Emerging Markets Comitee of the International Organization of Securities Comissions, [S.I.], 2002.

JIANG, G; TANG, N.; LAW, E. The costs and benefits of developing debt markets: Hong Kong's experience (Hong Kong Monetary Authority). The Development of Bonds markets in Emerging Economies. **Bis Papers**, Basel, n. 11, p. 103-114, jun. 2002. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11h.pdf>>. Acesso em: nov. 2013.

MANOS, M. G. L. **Sistema financeiro e desenvolvimento econômico:** o papel do microcrédito. Aracaju: Empresa Brasileira de Pesquisas Agropecuária, 2006. Disponível em: <<http://www.cpatc.embrapa.br>>. Acesso em: nov. 2013.

MATOS, O. C. D. Desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico no Brasil: evidências de causalidade. **Banco Central do Brasil**, n. 49, set. 2002.

MEHROTRA, A.; MIYAJIMA, K.; VILLAR, A. Developments of domestic government bond markets in EMEs and their implications. **Bis Papers**, Basel, n. 67, p. 31-50, 2012. Disponível em: <[http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap67c\\_rh.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap67c_rh.pdf)>. Acesso em: out. 2013.

MENON, S. Development of Bond Markets in Emerging Market Economies. **SBP Research Bulletin**, v. 3, n. 1, p. 27-41, 2007.

PAULA, L. F. Financial System and Financing Innovation: A Keynesian-Schumpeterian Approach. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 5., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2012.

PAULA, L. F.; FARIA JR, J. A. D. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: Aspectos estruturais e evolução recente. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, jan. 2012.

PAULA, L. F.; HERMANN, J. Economic development and the functionality of the financial system in Brazil: a Keynesian approach. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 4., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: UFRJ, 2011.

PAULA, L. F. et al. **Mercado de títulos de dívida brasileiro no período 1995-2008: causas e determinantes da evolução recente**. Projeto BNDES, Fecamp, Unicamp, UFRJ, 2008-2009. Subprojeto: Mercado de Títulos Brasileiro – 2º Relatório Parcial.

PIMENTEL, R. C.; PERES, E. F.; LIMA, G. A. S. F. O mercado de debêntures e o financiamento produtivo no Brasil: uma análise de cointegração e causalidade. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 5, n. 11, 2011.

ROCCA, C. A. **Mercado de capitais e o financiamento de longo prazo**. Texto preparado para o Instituto Talento Brasil, ago. 2010.

SECRETARIA NACIONAL DO TESOURO. Disponível em:  
<<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>. Acesso em: nov. 2013.

SHARMA, V. K.; SINHA, C. The corporate debt market in India. **Bis Papers**, Basel, n. 26, p. 80-87, 2006. Disponível em:  
<<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap26m.pdf>>. Acesso em: nov. 2013.

SIDAOU, J. J. The role of the central bank in developing debt markets in Mexico. **Bis Papers**, Basel, n. 11, p. 151-164, jun. 2002. Disponível em:  
<<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11n.pdf>>. Acesso em: nov. 2013.

SILVA, A. C. D.; LEAL, R. P. **O mercado de títulos privados de renda fixa**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.

SILVA, A. L. P. **Três ensaios sobre liquidez do mercado secundário de títulos públicos no Brasil**. 2011. Tese (doutorado em Economia de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES. Disponível em:  
<<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: dez. 2013.

TORRES FILHO, E. T.; COSTA, F. N. D. Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, Edição Comemorativa, 2012.

TOVAR, C. E.; QUISPE-AGNOLI, M. New financing trends in Latin America: an overview of selected issues and policy challenges. **Economic Review**, Atlanta, n. 3, 2008.

TURNER, P. Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. **Bis Papers**, Basel, n. 11, p. 1-12, jun. 2002. Disponível em:  
<<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11b.pdf>>. Acesso em: out. 2013.

WATANABE, M. **Developing long-term finance in emerging markets - using bank debentures: lessons from Japan, 1994**. Disponível em:  
<<http://documents.worldbank.org>>. Acesso em: nov. 2013.