GREAT BRITAIN

CNI
Confederação Nacional da Indústria

OS MERCADOS BRASILEIRO E BRITÂNICO DE TÍTULOS CORPORATIVOS

Evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro

Brasília
2014

OS MERCADOS **BRASILEIRO** E **BRITÂNICO** DE TÍTULOS CORPORATIVOS

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA – CNI

Robson Braga de Andrade
Presidente

Diretoria de Políticas e Estratégia

José Augusto Coelho Fernandes
Diretor

Diretoria de Relações Institucionais

Mônica Messenberg Guimarães
Diretora

Diretoria de Desenvolvimento Industrial

Carlos Eduardo Abijaodi
Diretor

Diretoria de Comunicação

Carlos Alberto Barreiros
Diretor

Diretoria de Educação e Tecnologia

Rafael Esmeraldo Lucchesi Ramacciotti
Diretor

Julio Sergio de Maya Pedrosa Moreira
Diretor Adjunto

Diretoria de Serviços Corporativos

Fernando Augusto Trivellato
Diretor

Diretoria Jurídica

Hélio José Ferreira Rocha
Diretor

EMBAIXADA DO REINO UNIDO NO BRASIL

Alexander Ellis
Embaixador do Reino Unido no Brasil

Richard Lindsay
Conselheiro Econômico do Reino Unido no Brasil

Márcia Sumire
Diretora de Cooperação

Silvio Aquino
Gerente de Projetos

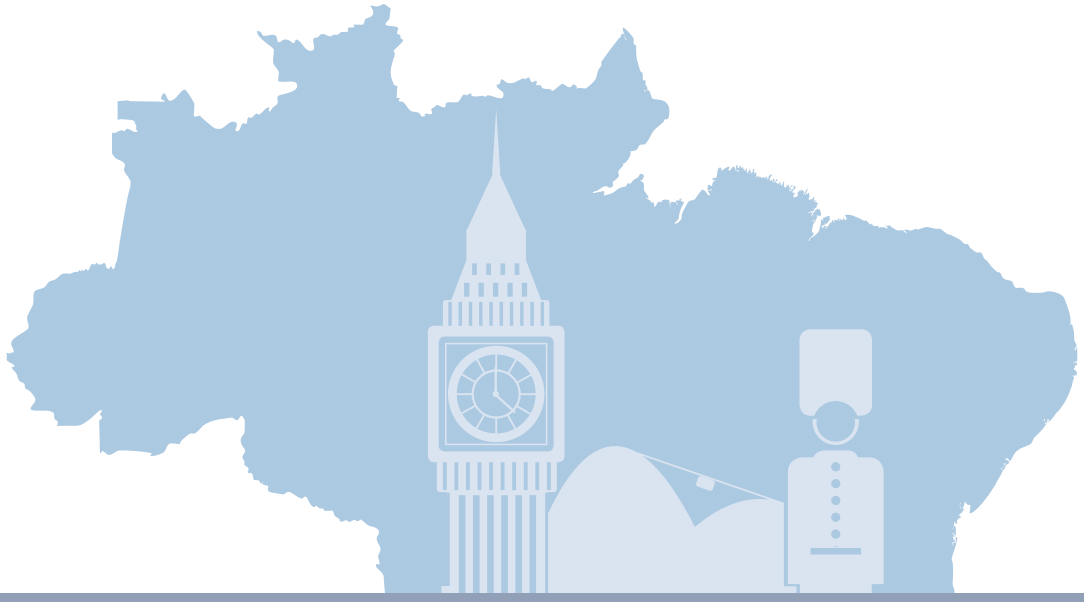
Helen Jamieson
Segunda-secretária para Assuntos Prosperidade

André Assumpção
Assessor Econômico para Assuntos Financeiros

GREAT BRITAIN

CNI
Confederação Nacional da Indústria

OS MERCADOS BRASILEIRO E BRITÂNICO DE TÍTULOS CORPORATIVOS



Evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro

Ernani Teixeira Torres Filho e Luiz Macahyba

Brasília
2014

© 2014 CNI – Confederação Nacional da Indústria.
Qualquer parte desta obra poderá ser reproduzida, desde que citada a fonte.

CNI
Gerência Executiva de Política Econômica – PEC

FICHA CATALOGRÁFICA

C748m

Confederação Nacional da Indústria.
Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos: evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro – Brasília : CNI, 2014.
82 p. : il.

Projeto suporte da experiência britânica no fortalecimento da regulação financeira no Brasil. Relatório 5.

1. Títulos Corporativos – Brasil. 2. Títulos Corporativos – Grã Bretanha. 3. Mercado de Financeiro - Brasil. I. Macahyba, Luiz. II. Título.

CDU: 336.76

CNI
Confederação Nacional da Indústria
Setor Bancário Norte
Quadra 1 – Bloco C
Edifício Roberto Simonsen
70040-903 – Brasília – DF
Tel.: (61) 3317- 9000
Fax: (61) 3317- 9994
http://www.cni.org.br

Serviço de Atendimento ao Cliente - SAC
Tels.: (61) 3317-9989 / 3317-9992
sac@cni.org.br

Lista de Gráficos e Quadros

Gráfico 1 – Crédito ao Setor Privado em 2011 (Em % do PIB) 14

Gráfico 2 – Evolução da Taxa Selic e do IPCA (Em % a.a.) 15

Gráfico 3 – Evolução do Crédito Corporativo (Em % do PIB) 17

Gráfico 4 – Composição das Fontes de Financiamento do Investimento para a Indústria e a Infraestrutura (Em % do PIB) 18

Gráfico 5 – Evolução das Taxas de Juros do BNDES (TJLP e PSI*) 20

Gráfico 6 – Taxa de Crescimento do Crédito às Pessoas Jurídicas por Modalidade (Em %, m/m-12) 21

Gráfico 7 – Disponibilidades e Endividamento das Empresas Abertas Não Financeiras* (Em R$ bilhões) 23

Gráfico 8 – Evolução do Mercado de Debêntures (Em R$ bilhões e em % do PIB) 24

Gráfico 9 – Estoque de Debêntures (Em % do PIB) 25

Gráfico 10 – Estoque de Debêntures por Grupo de Detentores em 08/08/2013 (%) 26

Gráfico 11 – Estoque de Debêntures por Indexador (Em %) 27

Gráfico 12 – Emissões de Debêntures por Tipo de Distribuição (Em R$ bilhões) 29

Gráfico 13 – Estoque de Títulos em Libras no Mercado do Reino Unido* 43

Gráfico 14 – Emissões Líquidas de Títulos Corporativos (Em £ bilhões) 43

Gráfico 15 – Empréstimos Bancários e Emissões de Títulos (Em £ bilhões) 44

Gráfico 16 – Composição do Mercado de Títulos do Brasil e do Reino Unido em 2012 (%) 52

Quadro 1 – Mercado Secundário de Debêntures (ex-*Leasing*)* 30

Quadro 2 – Estoque de Títulos por País de Residência do Emissor (US$ bi) 39

Quadro 3 – Estoque de Títulos de Emissão Doméstica por País de Residência do Emissor (US$ bi) 41

Quadro 4 – Valor de Mercado de Títulos por País e Tipo de Emissor em 2011 (Em % do PIB) 41

Quadro 5 – Composição do Mercado Global de Títulos com Grau de Investimento em 2010* 42

Quadro 6 – Emissores de Títulos por Setor (2010) 46

Quadro 7 – Emissores de Títulos por Tipo de Risco (2010) 46

Sumário

Apresentação 9

1 O Mercado Brasileiro de Debêntures 11

1.1 Introdução 11

1.2 Evolução Recente do Mercado de Crédito Corporativo 13

1.2.1 Breve Panorama do Crédito Brasileiro 13

1.2.2 O Mercado de Crédito Corporativo 16

1.3. O Mercado de Debêntures 23

1.3.1 Evolução Recente 23

1.3.2 As Debêntures Incentivadas 30

1.4 Estrutura Regulatória: Evolução Recente e Desafios 31

1.4.1 As Reformas de 2010-2011 32

1.4.2 Resumo das Inovações Regulatórias Introduzidas a partir de 2010 36

2 O Mercado Britânico de Títulos Corporativos 39

2.1 A Evolução Recente do Mercado Britânico de Títulos 39

2.2 A Estrutura do Mercado Britânico de Títulos Privados 44

2.3 O Mercado de Corporate Bonds no Reino Unido: Aspectos Regulatórios 47

2.4 Breve Comparação entre os Mercados de Títulos Corporativos do Brasil e do Reino Unido 51

3 Regulação e Práticas do Mercado Britânico de Dívida Corporativa 57

4 Conclusões 63

5 Propostas para o aprimoramento do mercado de debêntures no Brasil 67

Referências 73

Anexo A – Detalhamento da Estrutura Regulatória do Mercado de Debêntures 77

A.1 Conceitos e Principais Características 77

A.2 Obrigações dos Emissores 78

A.3 Emissões – Estruturação e distribuição 80

Apresentação

Esse livro é uma edição dos relatórios apresentados ao Grupo Coordenador do Projeto "Suporte da Experiência Britânica no Fortalecimento da Regulação Financeira no Brasil" ao longo dos meses de outubro de 2013 a fevereiro de 2014. O Grupo foi formado por representantes de cada uma das cinco instituições apoiadoras da iniciativa: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Embaixada do Reino Unido, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a Confederação Nacional da Indústria (CNI) e a Brasil Investimentos e Negócios (BRAIN).

O objetivo do Projeto era realizar uma avaliação comparativa da experiência do Brasil e do Reino Unido na área de títulos corporativos de longo prazo e, a partir dos resultados da pesquisa, sugerir mudanças que pudessem aprofundar o desenvolvimento do mercado local. Ressalte-se inicialmente que algumas das propostas apresentadas ao final deste estudo já fazem parte da agenda de debates envolvendo as cinco entidades acima mencionadas.

O primeiro relatório, que compõe a primeira parte do livro, focou exclusivamente o mercado de debêntures no Brasil. Seu intuito era identificar as características estruturais, os determinantes do seu rápido crescimento nos últimos anos, sua matriz regulatória e as principais limitações e gargalos ao seu desenvolvimento. Para tanto, além da bibliografia e dos dados disponíveis, os consultores do projeto se beneficiaram de entrevistas com técnicos das instituições apoiadoras. Foram ainda contatadas empresas que pelo seu porte e foco de negócios são, ou poderiam vir a ser, emissores relevantes nesse mercado e escritórios de advocacia que atuam neste segmento.

A segunda parte do livro se debruça sobre o mercado britânico de títulos corporativos.

Da mesma forma que o estudo sobre o Brasil, seu foco é proporcionar um panorama do mercado britânico, identificando seu desenvolvimento recente, posição no mercado internacional, principais players e as mudanças regulatórias que atravessou recentemente. Esse trabalho foi resultado não só de levantamento bibliográfico e de dados, mas beneficiou-se sumamente de uma pesquisa de campo realizada em novembro de 2013 à City Londrina. Nessa oportunidade foi possível

entrevistar representantes de empresas emissoras, associações de bancos e empresas, escritórios de advocacia e de agências reguladoras que atuam na emissão de títulos corporativos.

A terceira parte reúne os dois relatórios finais. O primeiro compreende o diagnóstico dos principais entraves que atualmente limitam o desenvolvimento do mercado brasileiro de debêntures, à luz da experiência do Reino Unido. O segundo foca as propostas apresentadas.

Como mencionado anteriormente, esse relatório se beneficiou de entrevistas realizadas com profissionais do mercado financeiro – *buy e sell sides*, emissores, corpo técnico da ANBIMA, escritórios de advocacia especializados em mercado de capitais e com representantes da CVM. Por meio dos depoimentos desses especialistas, buscou-se investigar a adequação do leque de normas e seus impactos sobre temas como profundidade do mercado primário, liquidez do mercado secundário, transparência etc. Os autores aproveitam a oportunidade para agradecer aos entrevistados. Enfatizamos, também, que as conclusões aqui apresentadas, bem como eventuais erros e omissões, são de nossa exclusiva responsabilidade.

Esse estudo não teria sido possível sem o empenho e a dedicação dos membros do Grupo Coordenador que participaram intensamente de todas as etapas dessa pesquisa. Assim, gostaríamos de registrar nosso especial agradecimento a André Assumpção (Embaixada Britânica), Antonio Berwanger (CVM), Danilo Garcia (CNI), Luiz Calado (BRAiN) e Valéria Coelho (ANBIMA).

Ernani Torres e Luiz Macahyba

1 O Mercado Brasileiro de Debêntures

1.1 Introdução

O objetivo desse capítulo é realizar uma avaliação do mercado brasileiro de debêntures, com foco na evolução recente de seus principais indicadores e no arcabouço regulatório.

Em termos metodológicos, essa avaliação será contextualizada de forma a considerar as especificidades do padrão de financiamento das empresas não financeiras, constituído ao longo das últimas décadas. Trata-se, portanto, de situar historicamente o mercado de emissão de dívida corporativa entre as demais alternativas de *funding* para o financiamento dos gastos correntes e dos projetos de investimentos das empresas locais.

As empresas têm basicamente três maneiras de obter recursos de terceiros: emissão de ações, empréstimos bancários e lançamento de títulos de dívida. Na primeira modalidade, o acionista terá direito de participar dos lucros distribuídos e votar nas assembleias. A decisão desse investidor de aportar recursos está relacionada aos resultados operacionais esperados e a eventuais ganhos de capital.

Os empréstimos bancários e títulos de dívida, diferentemente das ações, garantem a seus proprietários direito a um rendimento periódico por um prazo pré-estipulado e preveem, à exceção das dívidas perpétuas, a devolução do capital adiantado. Em compensação, os investidores em renda fixa não participam dos lucros e nem tão pouco da gestão das empresas, a menos em situações em que haja rompimento de indicadores fixados em contrato, os *covenants*. Em caso de falência, os credores têm uma situação mais confortável que os acionistas, uma vez que são estes últimos que absorvem as primeiras perdas da companhia.

O crédito bancário caracteriza-se por ser uma operação bilateral em que o relacionamento entre os contratantes tende a ser próximo. No caso dos títulos de dívida de emissão pública, a interação entre as partes é impessoal e realizada por intermédio de mercados organizados. Para reduzir a assimetria de informação, há requerimentos específicos de *disclosure*, de forma a se poder atender igualitariamente o público de credores e de acionistas não controladores.

Esse relacionamento está sujeito a normas regulatórias e práticas de mercado específicas, mais rigorosas do que as que são aplicadas aos créditos bancários. Há também a presença de atores externos nas emissões públicas, como os *underwriters*, agências classificadoras de risco, auditores, advogados, entre outros.

A decisão de uma empresa entre tomar empréstimos junto a bancos ou se financiar diretamente junto ao mercado envolve determinantes específicos como o valor da dívida a ser contraída, o prazo, o custo final para o tomador, sua capacidade de mobilizar investidores, além de aspectos fiscais. As emissões públicas geralmente têm valores e prazos maiores que os empréstimos dos bancos. A literatura em Finanças Corporativas recomenda que as companhias busquem, na montagem de sua estrutura de capital, um equilíbrio eficiente entre recursos próprios, financiamento bancário e recursos de terceiros (ações e títulos de dívida).

A opção pelo mercado de títulos não é, no entanto, tomada unicamente a partir de indicadores financeiros. Dependerá também do grau de desenvolvimento do mercado de capitais que pretende acessar, das condições de oferta e de demanda, da regulação, da profundidade, das taxas de juros, das práticas de mercado etc. Esses elementos, apesar do aumento da globalização dos mercados financeiros ocorrida nos últimos anos, ainda obedecem a condicionantes locais.

Tendo em vista esse marco inicial, esse primeiro capítulo está dividido em quatro seções. A primeira analisa a evolução recente das operações de crédito, com foco nos empréstimos corporativos. O intuito é diferenciar os principais elementos estruturais de fenômenos mais conjunturais que estão atuando sobre o mercado brasileiro. A segunda apresenta uma avaliação do desempenho recente do mercado de debêntures.

A terceira analisa o aparato regulatório que ordena a emissão e distribuição de debêntures no Brasil, com ênfase nas inovações introduzidas no ano de 2011 – em boa parte, consubstanciadas na Lei nº 12.431 – e nas normas emitidas posteriormente que eliminaram algumas incertezas jurídicas existentes na Lei original. Por fim, a última seção traz uma fotografia do aparato regulatório aplicável ao mercado de debêntures doméstico, elencando suas principais características e indicando as normas que o definem formalmente.

1.2 Evolução Recente do Mercado de Crédito Corporativo

1.2.1 Breve Panorama do Crédito Brasileiro

O crédito no Brasil apresentou ao longo de sua história cinco características marcantes: (i) escassez; (ii) volatilidade elevada; (iii) alto custo; (iv) prazo curto das operações; e (v) segmentação. Escassez e volatilidade elevada são ilustradas pela evolução do crédito bancário e do mercado de debêntures. Entre junho de 1988 e igual mês de 2004, o volume total de empréstimos dos bancos flutuou entre uma mínima de 21,7% e uma máxima de 36,8% frente ao PIB, atingindo em média 27,2%, um valor baixo internacionalmente. Já o estoque de debêntures variou entre 1,8% e 3,1%, alcançando uma média de 2,3% do PIB.

O alto custo do crédito deriva do fato de que, ao longo das décadas de 1990 e 2000, as taxas de juros foram mantidas em níveis elevados, tanto em termos nominais quanto reais. A taxa Selic acumulada em 12 meses, por exemplo, sustentou, entre 1995 e 2008, um diferencial de 12 pontos percentuais frente à inflação.

A quarta especificidade era o prazo curto das operações, principalmente nos segmentos onde não havia direcionamento do governo. Em junho de 2003, o horizonte médio das operações dos bancos comerciais com recursos livres era de 252 dias. A *duration*[1] era ainda mais curta, uma vez que havia uma indexação generalizada à taxa de juros básica fixada pelo Banco Central (Selic).

Finalmente, a última característica importante era a segmentação. A presença de fundos parafiscais de grande porte, voltados para o financiamento de investimentos produtivos, permitiu que os bancos públicos gestores desses recursos concentrassem a maior parte das operações de longo prazo. Com isso, eram, na prática, os atores determinantes das taxas de juros e dos prazos praticados nesses segmentos, independentemente das condições vigentes no restante do mercado financeiro.

Até o fim dos anos 1990, esse tipo de configuração não era uma situação particular da economia brasileira. Países em desenvolvimento, particularmente na América Latina, também apresentavam atributos semelhantes[2]. Esse cenário diferenciava-se, no entanto, do que se observava nas economias industrializadas,

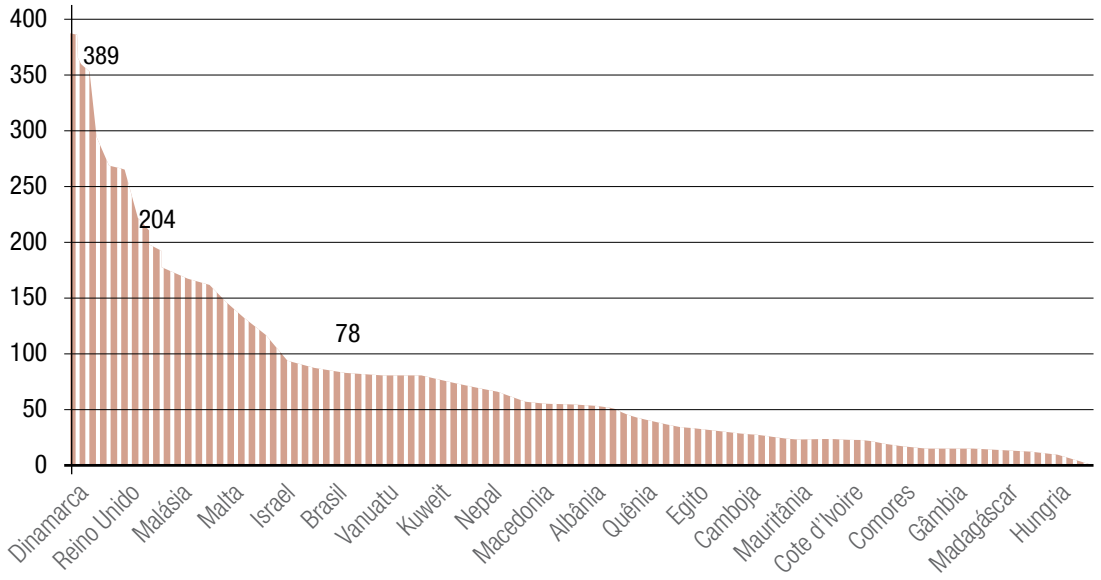
1 *Duration* mede em unidades de tempo a sensibilidade do valor de mercado de um ativo de renda fixa a alterações nas taxas de juros. O aumento das taxas de juros significa a queda dos preços das obrigações, enquanto as taxas de juros declinantes significam aumento dos preços dos títulos.
2 Ver BID (2005)

onde já existiam, há muitas décadas, mercados financeiros amplos e profundos, operando em suas respectivas moedas nacionais.

Hoje, o cenário é muito diferente. O crédito ao setor privado no Brasil atingiu 78% do PIB em 2011, acima da média mundial de 66% [3]. Trata-se de um nível superior ao verificado em outras grandes economias latino-americanas (México, Argentina e Colômbia). Encontra-se, entretanto, muito aquém dos percentuais observados em países de mais alta renda, como o Reino Unido (204%), e mesmo em nações emergentes como a África do Sul e a China, que superavam 140% (Gráfico 1).

Desde 2004, quando atingia 37% do PIB, o crédito ao setor privado no Brasil cresceu 15% ao ano em termos reais. Essa trajetória não cedeu, nem mesmo, durante a Crise Financeira Internacional de 2008, tendo se sustentado tanto pela demanda das empresas quanto das famílias.

Gráfico 1 – Crédito ao Setor Privado em 2011 (Em % do PIB)



Fonte: Banco Mundial (2013). Elaboração dos Autores

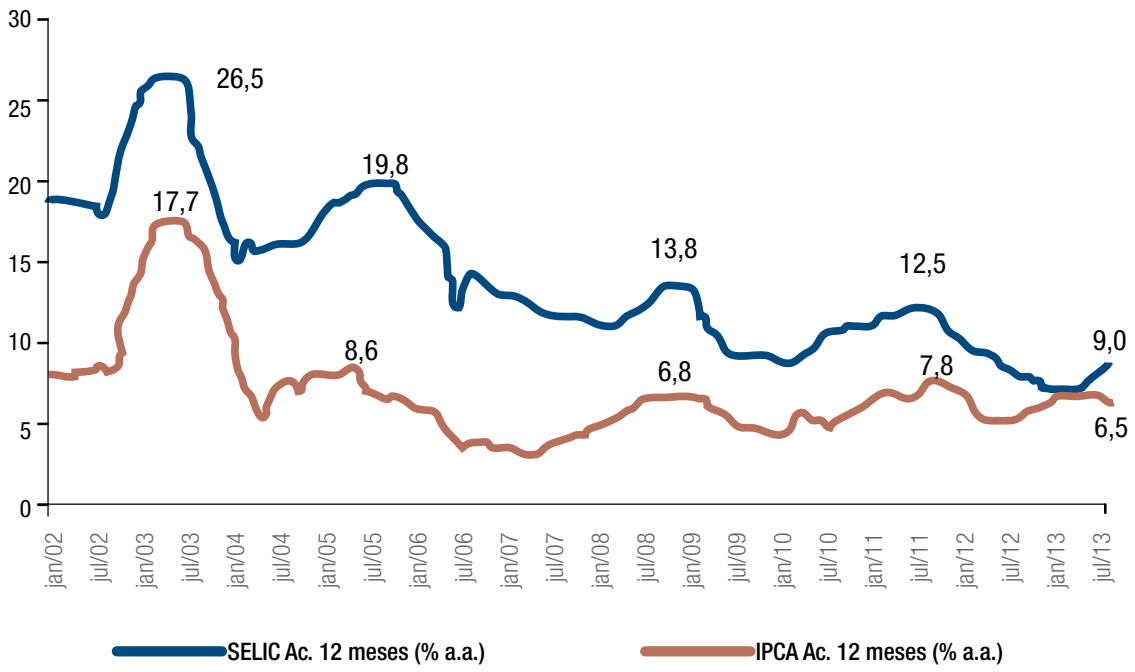
Esse cenário aponta para uma mudança estrutural do mercado de crédito brasileiro. O quadro de escassez global já não se verifica mesmo frente a indicadores internacionais. Isso, no entanto, não quer dizer que não haja limitações de oferta

3 Para uma amostra de 157 países, ver Banco Mundial (2013).

em segmentos localizados. A volatilidade, por sua vez, também foi reduzida desde 2004, como reflexo do crescimento rápido e sustentado.

As taxas de juros declinaram substancialmente, apesar de terem sido mantidas em níveis reais e nominais elevados, frente às praticadas tanto nos países industrializados como nos emergentes (Gráfico 2). Para tanto, contribuíram a política do Banco Central de imprimir uma trajetória não linear de cortes, mas também algumas mudanças institucionais importantes, como a introdução do crédito consignado e da alienação fiduciária de imóveis, que promovem a redução do risco dessas operações para os credores.

Gráfico 2 – Evolução da Taxa Selic e do IPCA (Em % a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil e IBGE. Elaboração dos Autores

A taxa dos depósitos interbancários (DI) continuou sendo dominante nas operações de crédito, mas perdeu participação em favor de outros indexadores, como os índices de preços e as taxas fixas. O horizonte dessas operações, por sua vez, foi sendo paulatinamente alongado. Entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012, o prazo médio das operações de crédito dos bancos comerciais com recursos livres aumentou 2,4 vezes, passando de 262,6 para 632,3 dias.

Entre as principais características históricas do crédito brasileiro, a segmentação foi a que menos sofreu alterações. O crédito com recursos captados em mercado liderou a expansão entre 2004 e 2008, reduzindo a parcela direcionada pelo governo. A Crise de 2008 provocou, no entanto, uma interrupção nesse processo. Desde esse episódio, o crédito direcionado, principalmente para o setor corporativo, cresceu a taxas mais elevadas que o restante do mercado.

Nos últimos anos os bancos privados começaram a oferecer créditos de longo prazo – com prazos superiores a 10 anos – para empresas e famílias, independentemente dos fundos direcionados de governo. Os volumes desses empréstimos ainda são limitados e as taxas são mais caras. O mercado de debêntures é um dos mecanismos que vêm sendo mais utilizados com essa finalidade para os clientes corporativos.

1.2.2. O Mercado de Crédito Corporativo

No Brasil, o crédito corporativo é composto por três segmentos: o BNDES [4], os créditos livres dos bancos comerciais para pessoas jurídicas e as debêntures corporativas [5]. Como se pode observar no Gráfico 3, foi rápido o crescimento da oferta de crédito corporativo nos últimos anos. Sua aceleração se iniciou em 2004, quando o estoque dessas operações ainda era inferior a 18% do PIB. A Crise de 2008 provocou uma breve interrupção desse processo, que só foi retomado a partir de 2011. Em 2012, o estoque de créditos corporativos atingiu 33,2% do PIB, quase o dobro dos 17,8% observados em 2004.

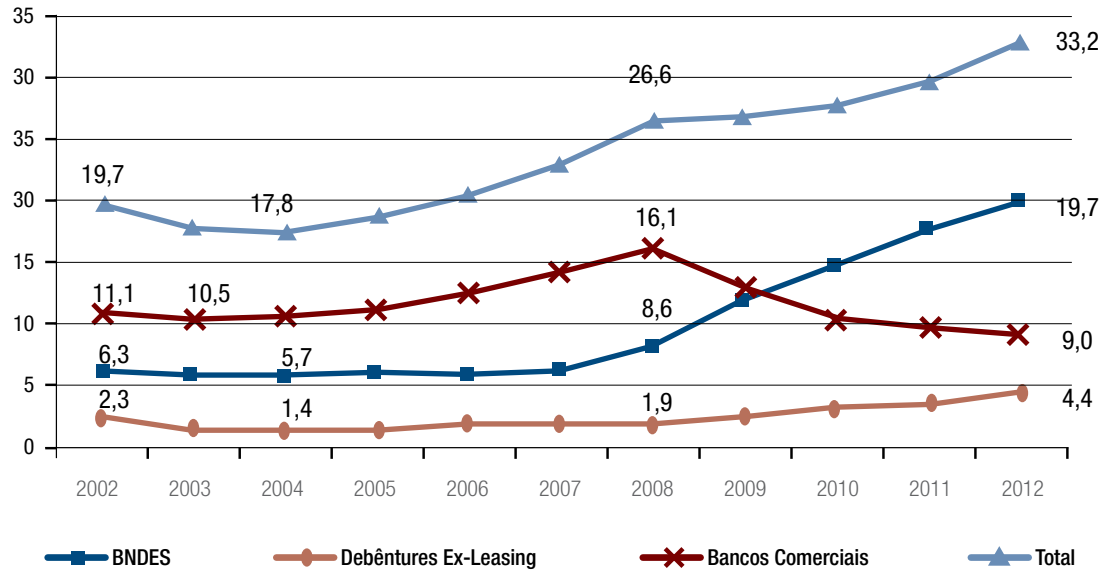
Tal expansão pode ser dividida em duas fases. Na primeira, que se estendeu de 2004 a 2008, a liderança coube aos atores privados, em particular aos bancos. Os empréstimos desses agentes aumentaram de 10,7% para 16,2% do PIB enquanto o estoque de debêntures ex-*leasing* [6] passou de 1,4% para 1,9%. Nesse cenário, o crescimento do BNDES foi parcimonioso. Sua carteira de crédito aumentou de 5,8% para 7,0%, pouco mais de um ponto percentual.

A segunda fase de expansão do mercado, a partir de meados de 2008, teve características distintas. O BNDES liderou o crescimento. Suas operações mais que triplicaram nesse intervalo, atingindo 19,7% do PIB em 2012. O mercado de

4 Inclui todas as operações financiadas pelo BNDES, quer diretamente quer indiretamente mediante repasses a outras instituições bancárias.
5 Excluem-se as debêntures emitidas pelos bancos comerciais por meio de suas empresas de *leasing*.
6 As debêntures emitidas pelas empresas de arrendamento mercantil (*leasing*) foram retiradas da amostra porque, como se mostrará adiante, constituem uma forma de captação de recursos pelos bancos e não pelas empresas (corporações).

debêntures também se mostrou robusto. O estoque atingiu naquela mesma data 4,4% do PIB. Em compensação, o crédito dos bancos comerciais sofreu um recuo para 9,0%, pouco mais da metade do nível que havia alcançado em 2008.

Gráfico 3 – Evolução do Crédito Corporativo (Em % do PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil e CETIP. Elaboração dos Autores

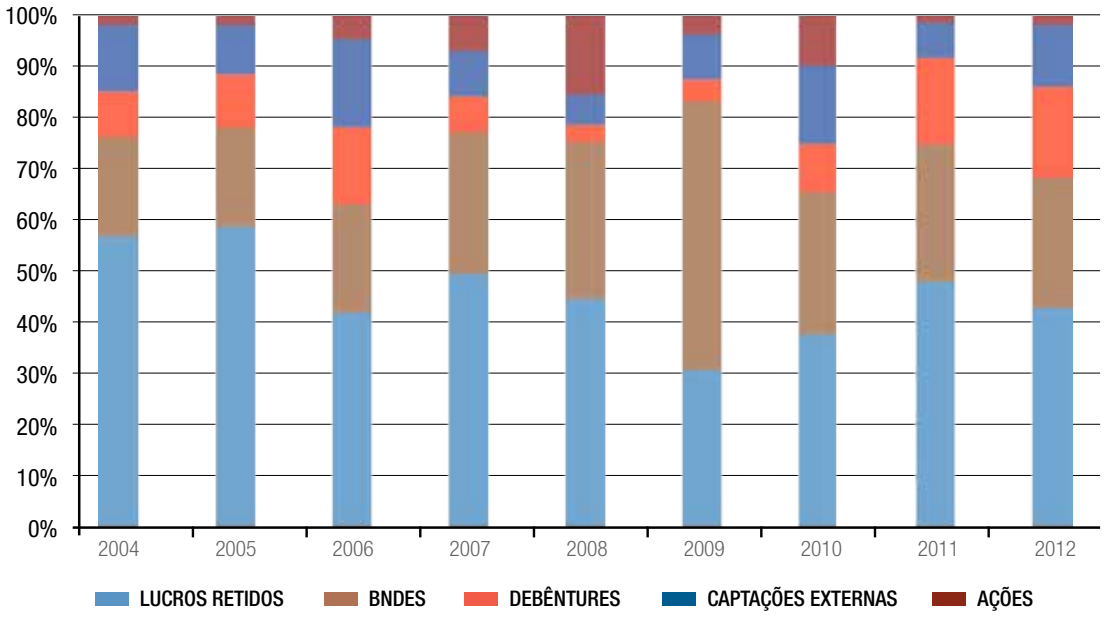
Obs: A participação do BNDES inclui os créditos concedidos pela instituição às Pessoas Físicas, o que em 2012 era inferior a 10% do total.

O maior dos três segmentos é formado pelos empréstimos direcionados do BNDES. A característica básica desta instituição é ser a principal provedora de financiamentos para investimentos na indústria e na infraestrutura. Trata-se de empréstimos de longa duração, que têm destinação específica, e que são tomados por empresas que gozam de boa classificação de risco. A maior parte das operações do banco de desenvolvimento é contratada diretamente pela instituição (55%). O restante é repassado aos bancos comerciais, que, por sua própria conta e risco, intermedeiam esses recursos a seus clientes, respeitando, no entanto, o direcionamento estipulado pelo BNDES[7].

7 Os fundos do BNDES precisam, por determinação legal, ser destinados pelas empresas beneficiárias a gastos "produtivos", tais como a aquisição de máquinas e equipamentos, a construção de obras de infraestrutura, a exportação de bens e serviços etc.

A relevância da instituição no financiamento da Formação Bruta de Capital pode ser vista no Gráfico 4. No Brasil, a falta de profundidade dos mercados de títulos privados, aliada aos prazos curtos do crédito e às taxas de juros elevadas praticadas pelos títulos públicos [8], fez com que as principais fontes de financiamento do investimento fossem, por ordem de relevância, o lucro retido, o BNDES, as debêntures, os recursos externos e, finalmente, o mercado acionário.

Gráfico 4 – Composição das Fontes de Financiamento do Investimento para a Indústria e a Infraestrutura (Em % do PIB)



Fonte: BNDES

As duas primeiras fontes, em conjunto, responderam, ao longo do período 2004 e 2012, por mais de dois terços de todos os recursos de longo prazo que foram financiar a indústria e a infraestrutura. As debêntures aumentaram sua participação ao longo do período, quase disputando a posição tradicionalmente detida pelos recursos externos. As ações, por sua vez, foram a fonte mais instável, refletindo as mudanças no apetite dos investidores, particularmente os de origem externa.

8 Ver Torres e Macahyba (2012)

Assim, os fundos próprios das empresas contribuíram, em média, com 45% dos recursos para investimentos entre 2004 e 2012. Os empréstimos do BNDES responderam por 28% e os em moeda estrangeira por 11%. Do restante, 10% tiveram origem nas emissões de debêntures e 5% no lançamento de ações.

Historicamente, a principal fonte de recursos do BNDES foi o Fundo PIS-PASEP[9]. Entretanto, desde 2010, esse papel passou a ser desempenhado pelo Tesouro Nacional, como consequência dos volumosos aportes feitos pela União em resposta à Crise de 2008. A participação de fontes de mercado na sustentação do passivo da instituição sempre foi muito pequena. Com isso, o BNDES é capaz de estabelecer prazos e taxas de juros de forma independente das condições praticadas no restante do sistema financeiro nacional [10].

A segunda principal fonte de financiamento corporativo são os bancos comerciais com seus recursos livres, ou seja, excluídos os repasses que realizam com recursos do BNDES[11]. Nesse universo, uma parte importante refere-se a operações de comércio exterior, que contam com captações em moeda estrangeira junto ao mercado financeiro internacional. O restante é composto por financiamentos de curto prazo em moeda nacional – principalmente, empréstimos para capital de giro e conta garantida – com base em depósitos do público ou na emissão de letras financeiras colocadas junto ao mercado de capitais.

Finalmente, o terceiro segmento é composto pelas debêntures[12]. Trata-se de um mecanismo que, em princípio, é voltado para o financiamento direto corporativo, ou seja, as empresas emitem títulos que podem ser vendidos diretamente a investidores finais. Outra característica é serem emitidos por prazos mais elevados do que os empréstimos bancários tradicionais.

Uma mudança tão intensa como a que ocorreu na composição do crédito corporativo após 2008 tende a ser o resultado da interação de um conjunto de fatores. Um deles foi o aumento da atratividade dos créditos por parte do BNDES. Com relação à emissão de debêntures, há indicações de que a redução das taxas de juros reais do BNDES, após 2010, levou as empresas a aumentar sua demanda

9 Fundo PIS-PASEP é um fundo financeiro público, formado com recursos provenientes de uma contribuição compulsória das empresas e do governo, que são destinados especificamente ao pagamento do seguro-desemprego, à qualificação de mão de obra e ao financiamento de investimentos de longo prazo das empresas, por meio do BNDES.

10 Os dados referentes ao BNDES incluem a parcela de crédito às Pessoas Físicas, cuja participação, de acordo com o Banco Central, era, em 2012, inferior a 10% do total.

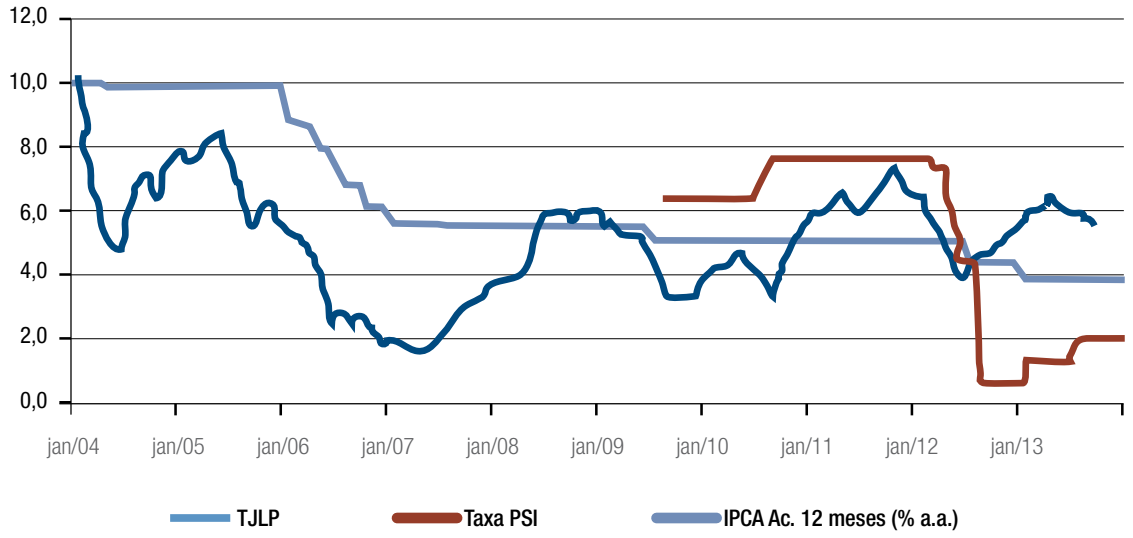
11 As operações dos bancos comerciais como repassadores de recursos do BNDES estão incluídas nos créditos do banco de desenvolvimento.

12 Debêntures são títulos de crédito emitidos por empresas não financeiras, que sejam sociedades anônimas, para serem colocadas diretamente junto a investidores, por meio do mercado de capitais.

por financiamentos domésticos para investimento. Com isso, também, promoveu uma redução na demanda por debêntures, gerando algum efeito substituição. Essa política foi intensificada desde julho de 2012, quando as taxas de juros para o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que são fixas nominalmente, foram substancialmente reduzidas, em particular para as operações de aquisição de máquinas e equipamentos (Gráfico 5).

Esse efeito substituição foi, no entanto, mais limitado no que se refere ao crédito bancário de curto prazo. Até porque as áreas em que existe concorrência direta entre o BNDES e as instituições comerciais são de pequena dimensão [13]. Houve ainda situações emergenciais, limitadas no tempo, em que o banco de desenvolvimento ofereceu linhas específicas de curto prazo para os bancos, para exportação ou capital de giro. Esse último tipo de intervenção, no entanto, só se verificou em momentos críticos como, por exemplo, quando ocorreram "paradas súbitas", a exemplo das crises de 1998 e de 2002 [14] [15].

Gráfico 5 – Evolução das Taxas de Juros do BNDES (TJLP e PSI*)



Fonte: BNDES. Elaboração dos Autores

(*) PSI – Programa de Sustentação do Investimento

13 Como é o exemplo do capital de giro realizado pelo BNDES associado a projetos de investimento e a compras isoladas de equipamentos e que são limitadas a 30% do crédito total.

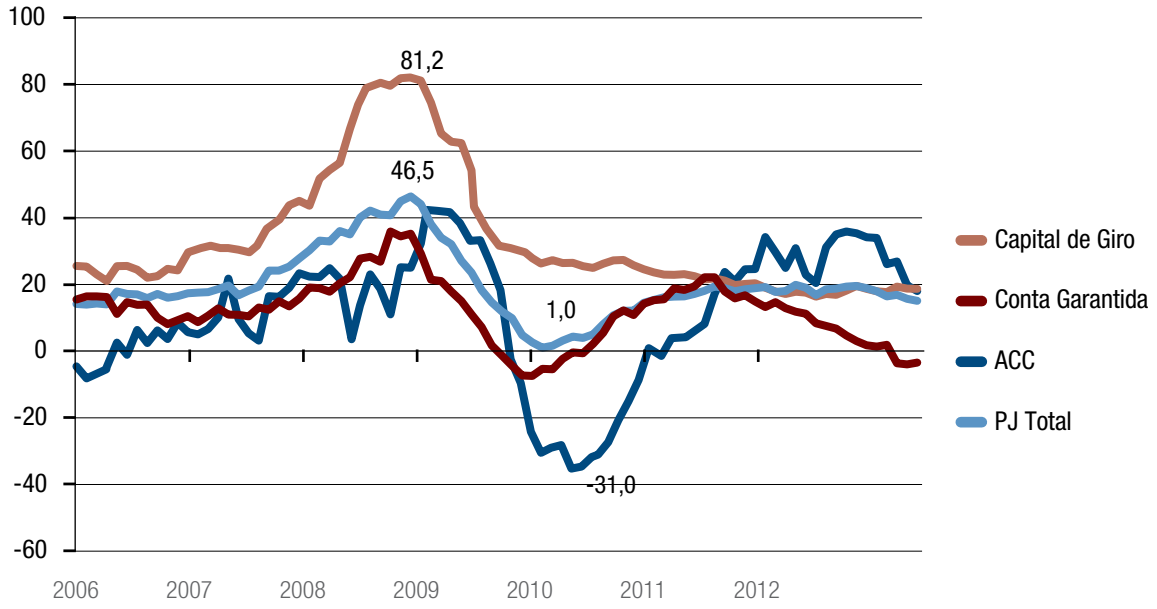
14 "Parada Súbita" é um termo utilizado para descrever uma interrupção repentina no fluxo de capitais privados para uma economia emergente em situação de fragilidade financeira externa.

15 Houve, no entanto, um aumento da concorrência entre instituições comerciais públicas e privadas. As duas maiores instituições comerciais federais – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – concentravam, de acordo com o Banco Central, 47,6% de todo o crédito comercial em junho de 2013.

Um segundo fator que teve grande impacto na evolução do mercado corporativo foi a Crise de 2008. A falência do Lehman Brothers provocou instantaneamente um aumento substancial na percepção de risco das empresas e, consequentemente, na qualidade das carteiras de crédito dos bancos. A rápida desaceleração econômica estimulou essa onda de expectativas pessimista. Além disso, a existência de um grande volume de operações comerciais acopladas aos chamados "derivativos cambiais tóxicos" levou nos meses posteriores à crise várias grandes empresas exportadoras a atravessarem situação financeira grave.

A Crise de 2008 explica a descontinuidade no processo de crescimento do mercado corporativo e o menor apetite dos bancos comerciais nos meses seguintes à quebra do Lehman Brothers. De fato, como se pode ver no Gráfico 6, as taxas de crescimento nominais das operações com recursos livres caem de 46,5% ao ano em outubro de 2008 para apenas 1,0% no fim de 2009. Entretanto, esse fator, por si só, não pode responder integralmente pela mudança que ocorreu no padrão de crescimento do mercado nos anos que se seguiram.

Gráfico 6 – Taxa de Crescimento do Crédito às Pessoas Jurídicas por Modalidade (Em %, m/m-12)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos Autores

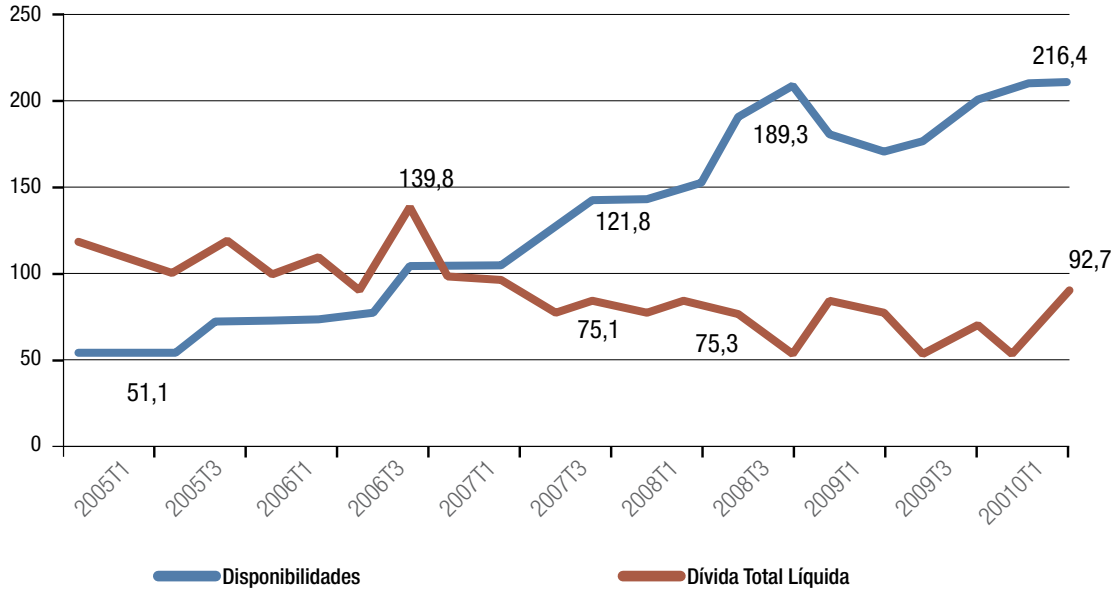
Se a percepção de risco elevado tivesse sido o principal elemento a inibir o crescimento do mercado, teria também limitado as emissões de debêntures bem como as concessões do BNDES. Ambos estão sujeitos às mesmas práticas de avaliação do crédito das empresas que são utilizadas pelos bancos comerciais. No caso do banco de desenvolvimento, cerca da metade de suas operações é repassada por bancos comerciais, que, nesse caso, analisam o risco do seu cliente e assumem a responsabilidade pelo crédito. Soma-se ainda o fato de que uma parcela relevante das operações diretas do BNDES é suportada por garantias bancárias.

Finalmente, um terceiro fator explicativo da evolução do crédito corporativo foi a ocorrência de uma forte alteração na composição da demanda de fundos pelas corporações. Uma parte desse fenômeno está associada ao ritmo da atividade econômica. A forte desaceleração do PIB em 2008, e novamente a partir de 2010, comprometeu mais a expansão do crédito bancário do que a demanda pelas debêntures e pelo BNDES. Além disso, houve uma intensa flutuação na taxa de câmbio durante a crise. O aumento da fragilidade do sistema financeiro internacional nos meses anteriores à falência dos Lehman Brothers explica a elevação circunstancial da demanda por operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio pelos exportadores.

Outro motivo importante foi a expansão, nos meses anteriores à Crise de 2008, da demanda por liquidez em moeda doméstica pelas Pessoas Jurídicas, tendo em vista a incerteza crescente gerada pelo cenário internacional. A experiência acumulada pelas empresas brasileiras ao longo de duas décadas de instabilidade econômica recomendava-lhes dispor de um caixa elevado para enfrentar eventuais turbulências caso a crise se aprofundasse.

Esse comportamento é comprovado pelos indicadores de liquidez e de dívidas das empresas. O Gráfico 7 consolida os dados de balanço para 311 empresas abertas. Entre o terceiro trimestre de 2007 – quando acelerou a demanda de crédito das Pessoas Jurídicas – e igual período de 2008 – quando ocorreu a crise financeira – esse grupo de empresas aumentou suas disponibilidades em 50%. Entretanto, nesse mesmo intervalo de tempo sua dívida total líquida chegou a diminuir. Assim, enquanto os saldos líquidos dessas companhias passaram de R$ 122 bilhões para R$ 189 bilhões, o endividamento líquido se manteve estável, em torno de R$ 75 bilhões.

Gráfico 7 – Disponibilidades e Endividamento das Empresas Abertas Não Financeiras * (Em R$ bilhões)



Fonte: Economatica. Elaboração dos Autores

(*) Não inclui Petrobras

O segmento de debêntures ex-*leasing*, como será mais detalhado no item 1.3, diferentemente dos demais componentes do crédito corporativo, tendeu a acompanhar o movimento global do mercado, mas se acelerou nos meses posteriores à Crise de 2008. As operações com títulos, diferentemente dos empréstimos das instituições financeiras, são isentas do pagamento de Imposto sobre Operações Financeiras.

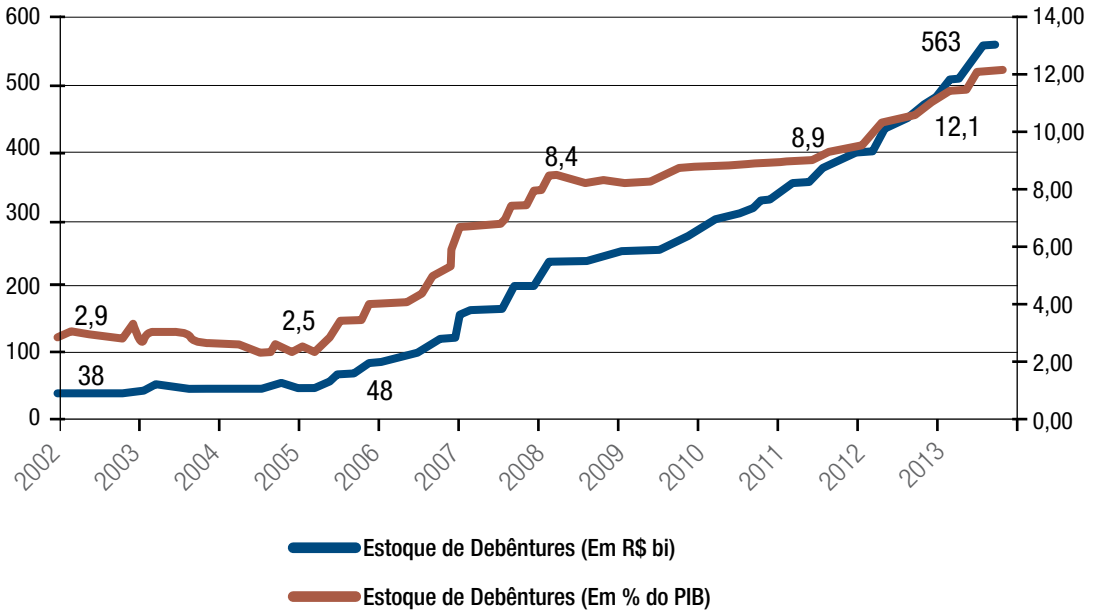
1.3 O Mercado de Debêntures

1.3.1 Evolução Recente

O mercado de debêntures teve um crescimento expressivo a partir de meados da década de 2000. O estoque desses títulos passou de R$ 48 bilhões em 2005 para R$ 568 bilhões em 2013, um aumento de mais de 10 vezes. Quando se compara essa evolução frente ao PIB, observa-se que, a exemplo do que

ocorreu com o crédito corporativo, a expansão das debêntures se concentrou em dois períodos. O primeiro foi entre 2005 e 2008, quando o estoque mais que triplicou, passando de 2,5% para 8,4%. O segundo período de crescimento rápido se verificou a partir de 2011. Em agosto de 2013, o mercado atingiu seu nível máximo, 12,1% do PIB (Gráfico 8).

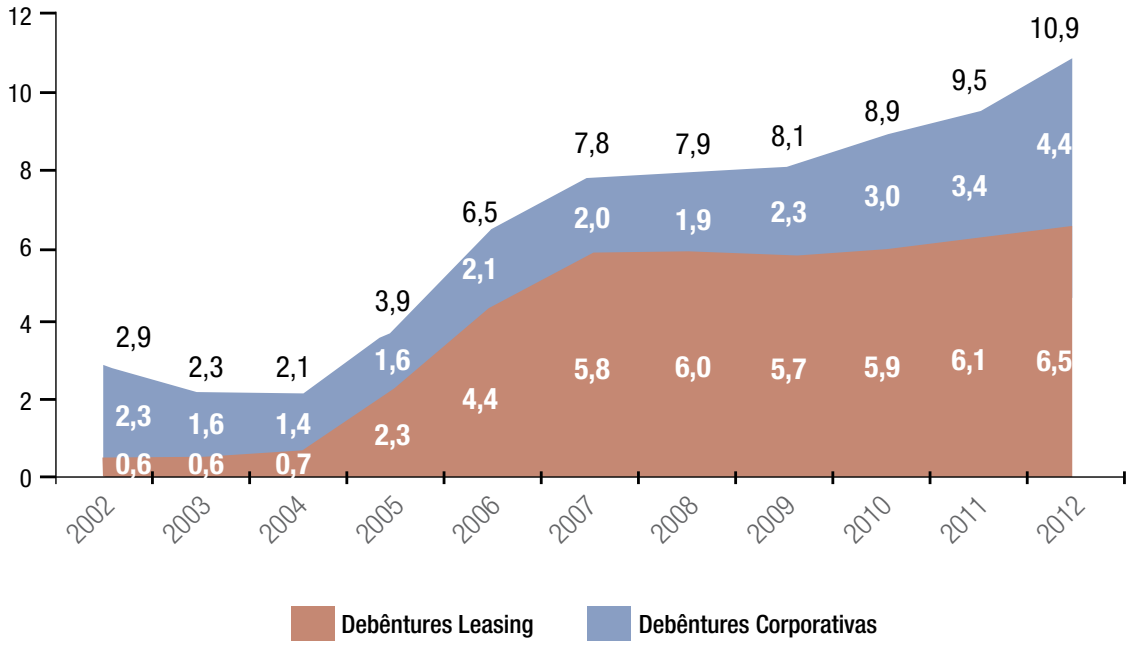
Gráfico 8 – Evolução do Mercado de Debêntures (Em R$ bilhões e em % do PIB)



Fontes: ANBIMA e Banco Central. Elaboração dos Autores

Essa rápida expansão foi movida basicamente pelas estratégias de captação e de intermediação dos bancos comerciais. Como se pode ver no Gráfico 9, o salto de escala observado no mercado entre 2005 e 2008 está diretamente associado ao rápido aumento do estoque de papéis de empresas de *leasing*. Medido em percentual do PIB, o volume de títulos de empresas de arrendamento mercantil aumentou 8 vezes, passando de 0,8% para 5,4%. A participação desse segmento cresceu em 3 anos de um terço para 75% do mercado.

Gráfico 9 – Estoque de Debêntures (Em % do PIB)



Fonte: ANBIMA. Elaboração dos Autores

Sobre essas emissões não incidia até 2008 a obrigação de pagamento de contribuição ao Fundo Garantidor de Crédito nem a de realizar depósitos compulsórios junto ao Banco Central. Desde 2009, no entanto, as operações compromissadas com debêntures das empresas de *leasing* com instituições financeiras passaram a ser objeto de depósitos compulsórios e, ao mesmo tempo, os títulos de dívida de longo prazo dos bancos, as Letras Financeiras [16] , foram isentados dessa mesma obrigação.

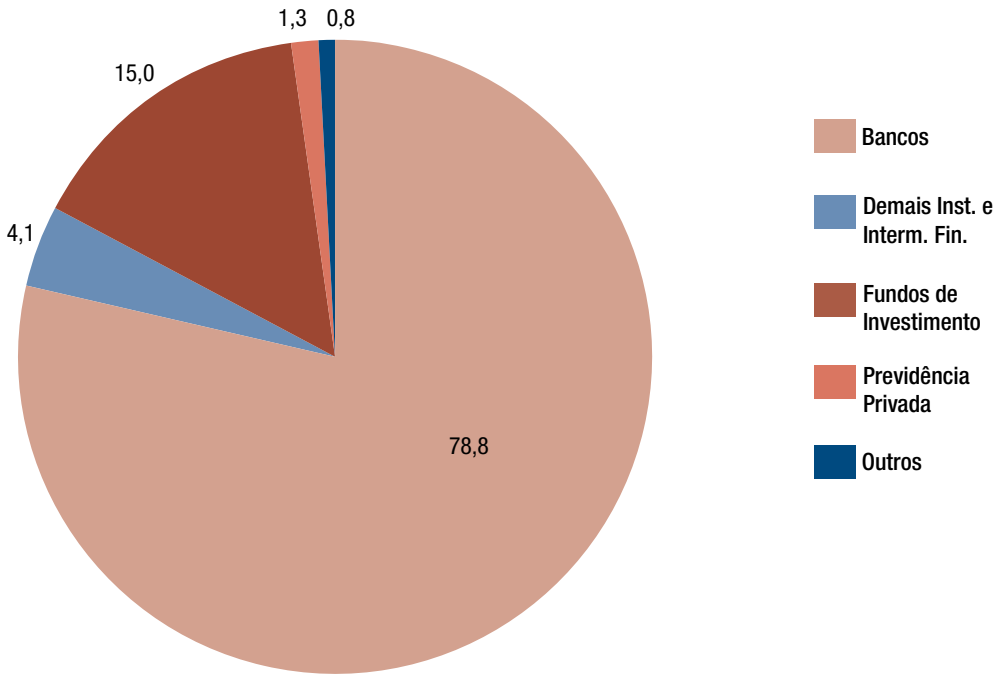
A partir de 2008, a expansão do mercado passou a ser guiada por emissões do segmento corporativo propriamente dito. O estoque dessas debêntures passou de 1,9% para 4,4% em 2012. Nessa expansão, foi grande a presença dos bancos comerciais. Essa característica reforçou a presença das instituições financeiras na base de investidores no mercado brasileiro, que alcança uma participação

16 A legislação brasileira, diferentemente do que ocorre em outras partes do mundo, determina que as debêntures sejam emitidas exclusivamente por empresas não financeiras sob supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. Em compensação, as instituições financeiras são autorizadas a emitir um título com características semelhantes, as Letras Financeiras (LF), mas sujeitas à regulação do Banco Central.

maior do que a que geralmente se observa em outros países. Em agosto de 2013, os bancos detinham em suas carteiras 79% de todo o estoque de debêntures. Desse total, quase dois terços eram formados por papéis emitidos por *leasings* (Gráfico 10).

Os fundos de investimento formam o segundo grupo mais importante de detentores de debêntures, com 15% do mercado. São em grande medida administrados por bancos. Sua particularidade é serem os principais detentores de títulos indexados ao IPCA. Dos papéis emitidos ex-*leasing*, 58% estão nas carteiras dessas instituições. Além disso, detêm o restante das emissões de empresas de *leasing* que não estão nas carteiras dos bancos.

Gráfico 10 – Estoque de Debêntures por Grupo de Detentores em 08/08/2013 (%)

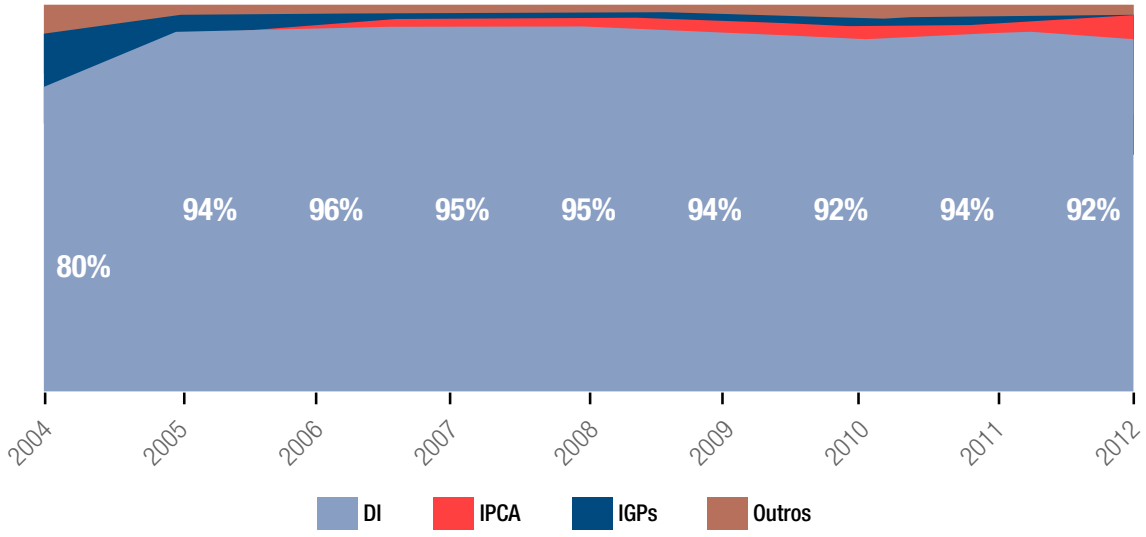


Fonte: ANBIMA. Elaboração dos Autores

Os fundos de previdência privada fechados compõem o terceiro grupo com apenas 1,3% do total. Esse conjunto de investidores tem como característica principal a concentração elevada de suas carteiras em papéis em IPCA – mais de dois terços. A participação de Pessoas Físicas, de não residentes e de outras instituições é residual.

Essa estrutura concentrada da demanda é condizente com as características financeiras dominantes no mercado brasileiro. A maior parte dos títulos de dívida corporativa tem liquidez diária e captura automaticamente qualquer volatilidade na taxa de juros. Essas características de prazos, indexadores e cláusulas de aceleração não são as mais condizentes com as necessidades de financiamento de longo prazo das empresas. Para tanto, esses recursos deveriam contar com a maior previsibilidade possível em relação aos fluxos de pagamento, sobretudo em economias como a brasileira em que são usuais as mudanças abruptas da taxa de juros, em resposta às pressões inflacionárias. Nesse sentido, títulos que apresentem *duration* mais elevada, como os prefixados ou indexados à inflação, são mais adequados do que aqueles atrelados à taxa de juros de um dia. Como se pode observar no Gráfico 11, mais de 92% das debêntures emitidas entre 2005 e 2012 foram atreladas ao DI.

Gráfico 11 – Estoque de Debêntures por Indexador (Em %)



Fonte: ANBIMA. Elaboração dos Autores

As emissões das empresas de *leasing*, por si só, já fariam com que fossem elevados os volumes de debêntures atreladas à DI. Entretanto, a realidade mostra que esse tipo de indexação se estende à quase totalidade do estoque desses títulos. Isso também se deve ao fato de que a maior parte das emissões corporativas é realizada por grandes empresas dos setores de infraestrutura, em particular

eletricidade e comunicações. Essas emissões, na prática, configuram renegociação de créditos bancários já existentes, com algum alongamento de prazos.

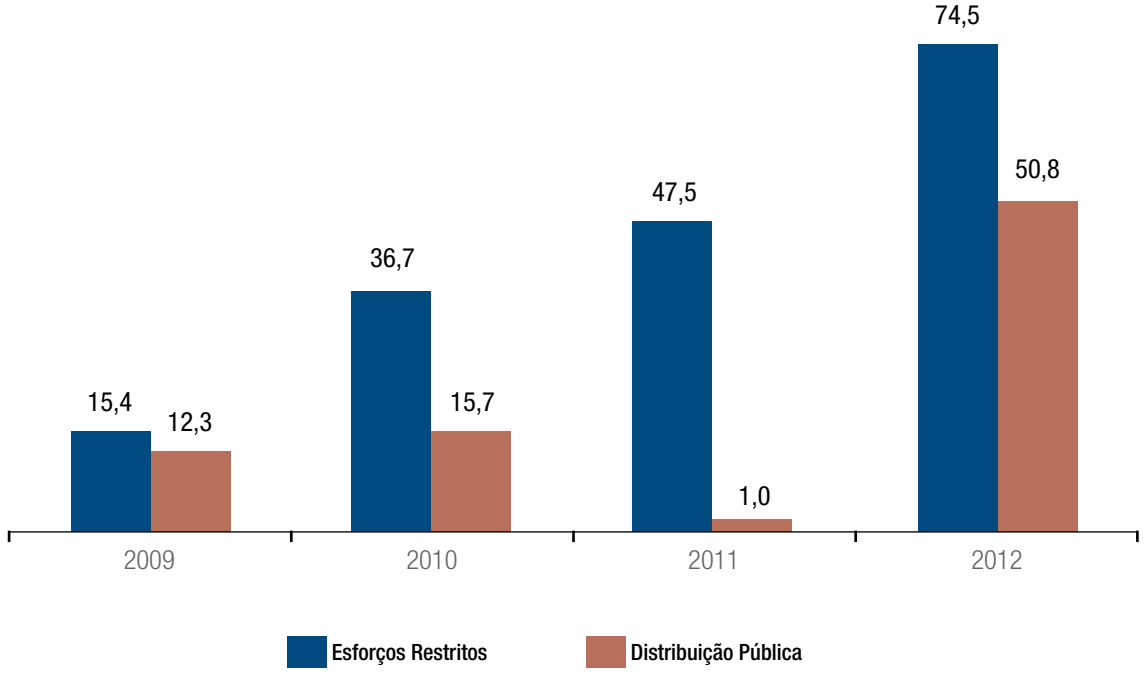
Em função da alta concentração da base de investidores, o que se percebe é que as emissoras raramente mostram preocupação em buscar uma maior diversificação entre os detentores de seus papéis. Há, aparentemente, certo consenso entre as empresas de que os custos adicionais associados ao esforço de pulverização não compensam os potenciais ganhos de visibilidade e de custo quando seu papel é distribuído a um público mais diversificado.

Hoje, o ganho financeiro que estaria associado à atração de um maior número de investidores não chega a se materializar. Isso porque os *yields* já estão bastante comprimidos, já que a demanda por papéis tem superado com grande folga a oferta, provocando uma redução dos *spreads*. Há, inclusive, uma percepção entre alguns dos analistas entrevistados de que os riscos de algumas emissões não estariam sendo corretamente precificados, seja pelo excesso de demanda, seja pela atratividade da isenção fiscal, que se tornou, para um conjunto de investidores, um estímulo em si mesmo, independentemente do risco efetivo do emissor.

Outra característica importante do mercado de debêntures refere-se à concentração em operações realizadas com "Esforços Restritos" (Instrução CVM nº 476). Em alguns desses casos, a totalidade do lote tem sido adquirida pela instituição financeira que coordenou a oferta ou por empresas do conglomerado. Também é prática comum nesse segmento a garantia de oferta firme pelos coordenadores, que se comprometem a adquirir toda parcela da operação que não for distribuída ao mercado. Desde que entrou em vigor, em 2009, as operações emitidas com base na Instrução 476 da CVM, responderam por mais de 80% do valor de todas as colocações feitas (Gráfico 12).

Por fim, uma última característica típica dos mercados de títulos privados corporativos digna de nota é a baixa liquidez no secundário. Como se pode ver no Quadro 1, o volume negociado em 2011 representou apenas 5% do estoque e é inferior ao registrado em 2008.

Gráfico 12 – Emissões de Debêntures por Tipo de Distribuição
(Em R$ bilhões)



Fonte: ANBIMA. Elaboração dos Autores

Essa baixa liquidez deve-se, em primeiro lugar, ao fato de que a maior parte do estoque está indexada ao DI, o que elimina a possibilidade de ganhos de arbitragem na compra e venda desses papéis por conta da variação nos preços. Ademais, os investidores institucionais que adquirem estes ativos em geral dispõem de equipes especializadas em avaliar os riscos de cada operação, o que embute um custo permanente e não negligenciável de apoio à tomada de decisão. Assim, ao participar de um *bookbuilding* carregam consigo a perspectiva de que aquela emissão contemple uma relação risco/retorno adequada no longo prazo, ou seja, que será vantajoso comprar o papel e carregá-lo até o vencimento.

No que diz respeito ao binômio transparência/liquidez, a ANBIMA, em novembro de 2012, lançou o Sistema Reune (Registro Único de Negócios) com o objetivo de difundir os preços de debêntures após sua negociação. Nesse sentido, uma das propostas apresentadas adiante é a de aperfeiçoamento do Reune aproximando-o do conceito do TRACE americano, seja pela ampla utilização do mesmo pelos agentes financeiros, seja pela divulgação de

estudos sobre liquidez dos ativos, a partir das informações consolidadas no Sistema da ANBIMA.

Em suma, a rápida expansão verificada no mercado de debêntures a partir de 2004 gerou ganhos importantes em termos de escala e infraestrutura. Entretanto, esse processo não foi, em grande medida, acompanhado por uma mudança substantiva na estrutura do mercado, que continuou a apresentar pouca profundidade. Este fenômeno pode ser resumido a partir de quatro características principais que ainda permanecem dominantes: a) a elevada concentração no mercado primário; b) a baixa liquidez do secundário; c) a pouca transparência no processo de formação de preços; e d) a elevada preferência do investidor por títulos indexados à taxa de juros de um dia.

Quadro 1 – Mercado Secundário de Debêntures (ex-*Leasing*) *

Período	Número de Séries	Ticket Médio (R$ milhões)	Volume Negociado (R$ bilhões)	Número de Negócios
2008	141	4,23	22,29	5.548
2009	149	2,85	18,81	8.246
2010	187	2,32	16,41	7.487
2011	233	1,65	17,47	13.241
2012	325	1,77	28,70	21.891
2013 **	376	3,29	37,46	31.901

Fontes: CETIP e ANBIMA. Elaboração da ANBIMA

* Operações Definitivas (Intra e Extragrupo). Não inclui as negociações na BM&Fbovespa.

** Dados até outubro

1.3.2 As Debêntures Incentivadas

Ao fim de 2010, o Governo anunciou medidas de incentivo ao mercado de títulos e valores mobiliários emitidos por pessoas jurídicas não financeiras. Havia, então, a expectativa de que as mudanças introduzidas viessem a dar mais densidade aos mercados por meio da incorporação de novos contingentes de emissores e investidores.

Esperava-se que isso viesse a acontecer promovendo uma grande mudança em um ambiente no qual a maior parte dos ativos era indexada à taxa de juros de curto prazo; tinha liquidez diária; não premiava adequadamente o alongamento; e

desfrutava de algum tipo de benefício fiscal. Além disso, os investidores pessoas físicas permaneciam impregnados pela cultura da remuneração e liquidez diárias e os institucionais já eram beneficiários de isenção fiscal em suas carteiras e tendiam a adotar estratégias do tipo *hold to maturity*.

Entretanto, o que foi aprovado teve características um pouco diferentes. De um lado, foram feitas mudanças no sentido de favorecer o aprofundamento dos mercados primário e secundário de títulos e valores mobiliários emitidos por pessoas jurídicas não financeiras. De outro, criaram-se estímulos fiscais para atrair investidores nacionais e estrangeiros para o mercado de debêntures. Todavia, esses benefícios, diferentemente do que havia sido demandado pelas instituições financeiras, ficaram sujeitos ao direcionamento dos recursos para projetos de investimento, em particular no setor de infraestrutura.

Até dezembro de 2013, houve 26 emissões de debêntures incentivadas perfazendo um valor total de R$ 10,0 bilhões. Desse montante, R$ 5,2 bilhões foram destinados a não residentes. Todas as operações para estrangeiros não tiveram distribuição para um público amplo. Na prática serviram apenas como mecanismo de internalização de empréstimos tomados no exterior, não configurando assim uma demanda firme de investidores estrangeiros por títulos corporativos emitidos localmente, ainda que incentivados.

Para o mercado doméstico, foram destinadas 15 emissões, somando R$ 4,8 bilhões. As colocações de maior valor buscaram atingir um público mais amplo e por isso foram feitas com base na Instrução 400 da CVM. O setor de energia elétrica originou a maior parte dessas operações, seguido do de transporte rodoviário. Os prazos das emissões foram mais longos, de até 17 anos, o que mostra que esses títulos apresentam características mais adequadas ao *funding* de projetos de investimento.

1.4 Estrutura Regulatória: Evolução Recente e Desafios

O objetivo desse item do relatório é sistematizar o aparato que regulamenta os processos de emissão, de distribuição e de negociação de debêntures no Brasil. Quando agrupadas, essas normas alcançam quase 500 páginas de Leis, Instruções da CVM, Decisões Conjuntas BC/CVM, Resoluções do Conselho Monetário Nacional, Instruções da Receita Federal etc. Assim, por uma questão de objetividade optou-se por reproduzir no Anexo A apenas os artigos mais

relevantes dos diferentes instrumentos. A íntegra atualizada desses documentos pode ser obtida na publicação Guia de Legislação de Debêntures (ANBIMA, 2013).

Outra opção de natureza metodológica foi a de agrupar as normas em três blocos temáticos. No primeiro, são resumidas as definições gerais que se aplicam indistintamente a qualquer debênture, tais como indexadores, garantias, prazos mínimos etc.

O segundo trará as obrigações para que as empresas obtenham seu registro de emissoras de títulos e valores mobiliários junto à CVM, com destaque para as definições aplicáveis às duas categorias de emissor – tipos A e B[17]. No terceiro, apresentam-se as regras específicas ao processo de emissão e distribuição do ativo.

Este esforço de compilação tem ainda a intenção de organizar o marco regulatório local de forma que seja possível compará-lo mais facilmente ao existente no mercado britânico.

1.4.1 As Reformas de 2010-2011

As medidas adotadas pelo Governo em 2010-2011 tinham por objetivo aumentar a escala e a profundidade do mercado de dívida corporativa no Brasil. Antes de serem adotadas, foram amplamente discutidas com representantes do mercado financeiro e do meio empresarial. A discussão tomou como base uma agenda ampla de itens regulatórios que precisavam ser reformados de modo a eliminar as distorções e desvantagens competitivas que, até então, inibiam o desenvolvimento do mercado[18]. O objetivo era buscar um diagnóstico comum e propor os aprimoramentos necessários ao marco regulatório e às regras de tributação para que o mercado de títulos de dívida corporativos se tornasse uma opção mais apropriada de financiamento ao investimento privado no País.

Dois documentos, datados do fim de 2010, reúnem as principais contribuições desses grupos. São eles: "Financiamento de Longo Prazo: Análise e Recomendações" (IEDI, 2010) e "Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Renda Fixa Privada no Brasil" (PINHEIRO, 2011). Ambos partem de um diagnóstico comum de que o padrão de financiamento de longo prazo da economia brasileira,

17 O registro na categoria A habilita a empresa a emitir qualquer valor mobiliário. Os emissores registrados na categoria B não podem emitir ações, certificados de ações ou outro valor mobiliário que atribua ao detentor o direito de adquirir qualquer dos dois últimos.

18 O estudo realizado pelos autores denominado "O Elo Perdido" traz uma análise detalhada do debate que norteou a implantação das referidas inovações. Torres e Macahyba (2012)

baseado em recursos fiscais ou parafiscais, seria insuficiente para atender às necessidades decorrentes dos investimentos programados para a próxima década [19].

Essa convicção tinha por base duas premissas. A primeira era a necessidade de se acelerar a expansão dos investimentos para sustentar uma taxa de crescimento do PIB da ordem de 5% ao ano, sem que fossem gerados estrangulamentos de oferta ou pressões inflacionárias significativas. A segunda estava relacionada aos limites e às possibilidades das cinco principais fontes de financiamento das empresas brasileiras de suprir esses recursos adicionais. Todos concordaram que, no futuro, deveria caber ao mercado de capitais um papel muito mais significativo do que o observado historicamente.

A percepção geral era a de que o desenvolvimento recente dos mecanismos diretos de financiamento das empresas tinha se dado de forma desigual entre o segmento de dívida e o de ações. O dinamismo apresentado por este último não foi, nem de perto, acompanhado pelos títulos corporativos. Assim, atuar sobre os fatores que haviam gerado esse atraso relativo constituiria uma oportunidade importante para se reduzir a pressão sobre o financiamento público do crédito de longo prazo.

O diagnóstico apontava que o menor desenvolvimento do mercado de títulos corporativos era, em boa medida, produto das elevadas taxas de juros praticadas no País, aliadas à grande atratividade dos títulos públicos, decorrente de sua alta liquidez e indexação à taxa básica do Banco Central. Desse ponto de vista, uma das hipóteses consideradas naquele momento era a de que a queda continuada da Selic abriria caminho para um deslocamento da riqueza financeira, tanto interna quanto externa, para os ativos privados.

Nesse cenário, identificava-se que os investidores nacionais imporiam inicialmente alguma resistência a adquirir títulos de prazos mais longos. Essa dificuldade poderia ser, no entanto, mitigada pelos investidores externos, a exemplo do que havia ocorrido no caso da dívida mobiliária federal, quando os estrangeiros demonstraram um maior apetite pelos títulos públicos de maior prazo em moeda local.

Em síntese, a agenda de medidas adotadas entre 2010 e 2011 procurou enfrentar quatro tipos de obstáculos: a elevada concentração dos tomadores no

19 Segundo PINHEIRO (2011), "registramos sistematicamente um hiato de investimentos de 5% do PIB, ou mais, que precisa ser coberto para permitir a almejada aceleração não inflacionária do crescimento. Projetando uma década à frente, isso equivale à necessidade de cerca de R$ 280 bilhões de investimentos, adicionais, ao ano, em valores de 2010".

primário; a baixa liquidez do secundário; a reduzida transparência no processo de formação de preços; e a elevada preferência dos investidores por títulos indexados à taxa de juros de um dia.

Assim, a Lei nº 12.431 [20] introduziu incentivos fiscais para investidores que viessem a adquirir títulos corporativos. A concessão desse benefício requeria, no entanto, que os recursos captados por meio de títulos ou valores mobiliários fossem alocados integralmente em projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa. Essa mesma lei também eliminou entraves legais e tributários que afetavam o mercado secundário de debêntures, tais como o problema da bitributação dos rendimentos periódicos.

Dentre todas as iniciativas anunciadas, a que criou mais expectativa foi a concessão da isenção de imposto de renda para não residentes nos rendimentos – juros e ganhos de capital – produzidos por títulos corporativos vinculados a projetos de investimento, adquiridos a partir de janeiro de 2011. Eliminava-se, assim, um tratamento assimétrico em relação aos títulos públicos que já durava seis anos. Passaram a ser objeto do benefício para não residentes todos os tipos de títulos e valores mobiliários. Para tanto, seria necessário que os documentos que acompanhassem sua oferta pública identificassem claramente o projeto de investimento que foi – ou iria ser – financiado. A isenção se aplicava à compra direta ou por meio de aplicação em fundos de investimento exclusivos.

A mesma isenção de imposto de renda também foi estendida a investidores nacionais, mas o rol dos instrumentos passíveis desse benefício foi mais limitado. A lei beneficiou inicialmente apenas as debêntures emitidas por Sociedades de Propósito Específicas (SPE) que tivessem por objetivo levar a cabo projetos considerados prioritários pelos ministérios setoriais. Posteriormente, essa isenção foi ampliada para incluir as emissões diretas de empresas de utilidades ou de suas *holdings*.

Para as Pessoas Físicas, a alíquota passou a ser zero e no caso das Pessoas Jurídicas de 15%. Além das medidas relacionadas aos incentivos às emissões de dívidas corporativas de longo prazo para investimentos, a Lei 12.431 também eliminou alguns dos obstáculos existentes ao desenvolvimento do mercado secundário de títulos de dívida. Acabou com uma grave distorção existente na legislação do Imposto de Renda incidente no pagamento de cupons. Até então, se o investidor adquirisse no mercado secundário um título que pagasse rendimentos

20 Originalmente, Medida Provisória nº 517/10.

periódicos seria penalizado pela bitributação do rendimento, já que o imposto era recolhido *pro rata tempore* no momento em que o papel trocava de proprietário e novamente, pelo seu valor integral, na data do pagamento do cupom, em geral realizado semestralmente pelo emissor.

Trouxe ainda alguns aperfeiçoamentos importantes nas regras de emissão e recompra das debêntures originalmente previstas na Lei 6.404, conhecida como Lei da S.A. As principais mudanças foram:

- Permitir ao emissor recomprar seus papéis a preços superiores ao valor nominal;
- Facultar à assembleia geral aprovar emissões com valores e números de série em aberto, o que permite às empresas maior agilidade no caso da abertura de janelas de oportunidade;
- Estabelecer a competência do conselho de administração para deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis e de debêntures conversíveis, desde que, neste último caso, as condições estejam previstas pelo estatuto da companhia; e
- Autorizar que um mesmo agente fiduciário preste o serviço para diferentes emissões de uma mesma companhia e de empresas ligadas ao mesmo conglomerado.

Finalmente, a Lei 12.431 criou também, por meio do artigo 4º, os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e em Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovações (FIP-PD&I). Tais Fundos deveriam aplicar no mínimo 90% de seus patrimônios em ativos – dívidas ou ações – emitidos por sociedades de propósito específicas que sejam vinculadas a projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Além da publicação da Lei, o Governo editou outras regras específicas para tratar de questões pontuais, direta ou indiretamente relacionadas ao objetivo de ampliar a oferta de recursos de longo prazo para o financiamento dos investimentos. Esse é o caso do Decreto nº 7.487/11, que atendeu a uma demanda antiga do mercado financeiro pela eliminação do IOF de curto prazo incidente sobre a negociação de ativos com prazos inferiores a 30 dias. Esse imposto funcionava como inibidor para a liquidez na medida em que eliminava a possibilidade de ganhos de arbitragem em operações de compra e venda de curto prazo.

1.4.2 Resumo das Inovações Regulatórias Introduzidas a partir de 2010

As principais inovações introduzidas no período foram:

a) Lei nº 12.431/11

a) Artigos 1º, 2º e 3º – concessão de incentivos fiscais para investidores residentes e não residentes desde que os recursos captados pela emissão de títulos corporativos fossem alocados exclusivamente em projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação.

b) Artigo 4º – criação dos Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e em Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovações (FIP-PD&I).

c) Artigos 5º e 6º – eliminação de entraves legais e tributários, tais como o problema da bitributação dos rendimentos periódicos ou ainda algumas restrições previstas na Lei 6.404/76[21].

Para que as emissões se enquadrem nos artigos 1º e 2º devem ainda cumprir os seguintes pré-requisitos:

- ter prazo médio superior a quatro anos, calculado conforme a Resolução nº 3.947 do Conselho Monetário Nacional;
- ser remuneradas por taxa prefixada ou vinculada a índice de preço ou à TR – Taxa de Juros Referencial;
- prever o prazo mínimo de 180 dias para pagamento de cupom;
- ser distribuídas por meio dos mecanismos de oferta pública regulamentados pela CVM, inclusive a Instrução CVM nº 476, que normatiza as ofertas "com Esforços Restritos";
- prever em seus documentos formais de constituição a vedação à recompra nos dois primeiros anos de vigência do papel e à existência de compromisso de revenda pelo comprador; e

21 As alterações foram basicamente as seguintes: a) permitir ao emissor recomprar seus papéis a preços superiores ao valor nominal; b) facultar à assembleia geral aprovar emissões com valores e números de série em aberto, o que permite às empresas maior agilidade no caso da abertura de janelas de oportunidade; c) estabelecer a competência do conselho de administração para a deliberação sobre a emissão de debêntures não conversíveis e de debêntures conversíveis, desde que, neste último caso, as condições estejam previstas pelo estatuto da companhia; e d) autorizar que um mesmo agente fiduciário preste o serviço para diferentes emissões de uma mesma companhia e de empresas ligadas ao mesmo conglomerado.

- ser registradas e negociadas em mercados regulamentados de valores mobiliários.

b) Decreto nº 7.487/11

Eliminou IOF de curto prazo incidente sobre a negociação de ativos com prazos inferiores a 30 dias.

c) Decreto n º 7.603/11

Delegou aos ministérios setoriais a responsabilidade por avaliar a elegibilidade aos benefícios fiscais dos diversos projetos de infraestrutura.

d) Decreto nº 7.682/11

Eliminou o IOF de 6% sobre a aplicação de investidores estrangeiros em títulos de dívida corporativa, criando pela primeira uma vantagem competitiva em relação às aplicações com títulos públicos que continuaram sujeitas a esse imposto[22].

22 Apenas em 2013 o tratamento entre os dois ativos foi equalizado e os títulos públicos deixaram de sofrer este *crownding out*.

2 O Mercado Britânico de Títulos Corporativos

2.1 A Evolução Recente do Mercado Britânico de Títulos

O Reino Unido sedia um dos principais mercados de valores em todo o mundo. A City teve um papel histórico na formação do sistema financeiro global e, a despeito da perda de centralidade da libra esterlina para o dólar americano depois da 2ª Grande Guerra, Londres conseguiu se reerguer como um dos mais importantes centros financeiros internacionais.

O mercado global de títulos atingiu cerca de US$ 100 trilhões em março de 2012. Trata-se de um montante duas vezes maior que o valor de mercado de todas as ações em bolsa, que alcançava na mesma data US$ 53 trilhões. O estoque de títulos de dívida correspondia então a 140% do Produto Interno Bruto (PIB) global. Esse percentual representa um crescimento substancial frente aos 80% registrados há uma década. Os EUA são o maior mercado (34%), junto com o Japão (14%). O Reino Unido ocupava a terceira posição (6%), seguido de perto pela França e pela Alemanha (Quadro 2).

Quadro 2 – Estoque de Títulos por País de Residência do Emissor (US$ bi)

Países	Valor de Mercado		Doméstico	Externo	Doméstico	Externo
	Em US$ bi	Em %	Em US$ bi		Em %	
EUA	33.406	34	26.391	7.015	79	27
Japão	14.193	14	14.051	142	99	1
R.Unido	5.697	6	1.823	3.874	32	68
França	5.673	6	2.621	2.233	63	37
Alemanha	4.854	5	2.621	2.233	54	46
Outros	34.977	35	21.688	13.289	62	38
Mundo	**98.800**	**100**	**70.148**	**28.652**	**71**	**29**

Fonte: City (2012), com base em dados do BIS. Elaboração dos Autores

Do total de títulos de dívida, pouco mais de 70% haviam sido emitidos domesticamente e os quase 30% restantes internacionalmente. Essa segunda parcela de mercado é, no entanto, a que apresenta o maior dinamismo. Sua participação aumentou de 20% do total em 2002 para quase 30% em 2012.

A concentração em emissores domésticos é observada em praticamente todos os grandes países. A grande exceção a essa regra era o Reino Unido. A City se destaca pela liderança dos estrangeiros, que respondem por dois terços de todos os papéis de dívida em circulação. Desse ponto de vista, Londres é, entre os grandes mercados globais, o mais internacionalizado. O porte da City no mercado internacional de títulos de dívida deve-se, assim, em grande medida às colocações de seus clientes estrangeiros.

Por esse motivo, quando se analisam apenas as operações domésticas, a participação do Reino Unido no *ranking* do mercado global se reduz frente a outros parceiros europeus, como a França, a Alemanha e até mesmo a Itália. Dos US$ 70 bilhões existentes em todo o mundo, US$ 42,6 trilhões eram de emissão de governos (60%), US$ 20,4 trilhões de instituições financeiras (30%) e US$ 7,1 trilhões de empresas (10%) (Quadro 3).

O volume de títulos de emissores ingleses no mercado londrino atingia em 2012 US$ 1,8 trilhão, sendo US$ 1,52 tri (83%) formado por papéis de governo e US$ 0,27 tri (16%) de instituições financeiras. Os títulos de empresas locais tinham uma participação bastante pequena, de apenas US$ 20 bilhões, ou seja, 1%. Assim, uma segunda característica do mercado britânico frente aos demais países é a presença residual de empresas locais. Esse fato, segundo The City UK (2012), decorre da preferência histórica das empresas britânicas por tomar crédito junto aos bancos em detrimento do mercado de capitais.

Essa ausência de empresas locais e o pequeno porte das emissões domésticas são, no entanto, mais do que compensados pela participação elevada dos clientes estrangeiros. Essa combinação faz com que o mercado inglês seja o 3º maior do mundo, quando comparado ao seu PIB, perdendo apenas posição para o japonês e o americano (Quadro 4).

Quadro 3 – Estoque de Títulos de Emissão Doméstica por País de Residência do Emissor (US$ bi)

Países	Governo	Inst. Fin.	Empresas	Total
EUA	13.257	9.704	3.430	26.391
Japão	12.143	1.047	861	14.051
França	1.874	1.399	301	3.574
China	1.485	1.256	666	3.407
Itália	2.056	859	58	2.973
Alemanha	1.838	438	345	2.621
R. Unido	1.524	279	20	1.823
Canadá	1.134	307	181	1.622
Espanha	750	804	21	1.574
Outros	6.532	4.350	1.230	12.112
Mundo	**42.593**	**20.443**	**7.113**	**70.148**

Fonte: Bank for International Settlements. Elaborado por City (2012)

Quadro 4 – Valor de Mercado de Títulos por País e Tipo de Emissor em 2011 (Em % do PIB)

Países	Total	Títulos (% do Total)		
	(% GDP)	Privados	Públicos	Internac.
Japão	263,5	14,1	83,0	2,8
EUA	223,1	41,2	37,0	21,8
Reino Unido	202,2	6,1	29,0	64,9
França	195,3	28,8	32,3	38,9
Itália	192,5	19,6	47,4	33,0
Alemanha	153,7	15,6	32,6	51,8
Brasil	69,5	31,2	57,3	11,5
Mundo	**139,5**	**71,0 ***		**29,0**

Fontes: BIS (2013) e City (2012). Elaboração dos Autores

(*) Mercado Privado e Público

Analisando-se o mercado global de títulos exclusivamente de emissores com grau de investimento em 2010, observa-se que apenas 5% desses ativos eram denominados em libras esterlinas. A moeda britânica era, então, a 4ª mais relevante, antecedida pelo dólar americano, o euro e o iene. (Quadro 5). A característica mais marcante do mercado em libras era sua longa *duration*, uma medida que leva em conta o prazo médio total do estoque de títulos.

Quadro 5 – Composição do Mercado Global de Títulos com Grau de Investimento em 2010*

Tipo de Moeda	USD	EUR	JPY	GBP	CAD	AUD	Outros
Participação (%)	43,7	27,8	17,9	4,9	2,9	1	1,8
Duration (anos/média)	4,5	5,4	6,7	8,1	6,4	3,8	5,2

Fonte: Veys (2010)

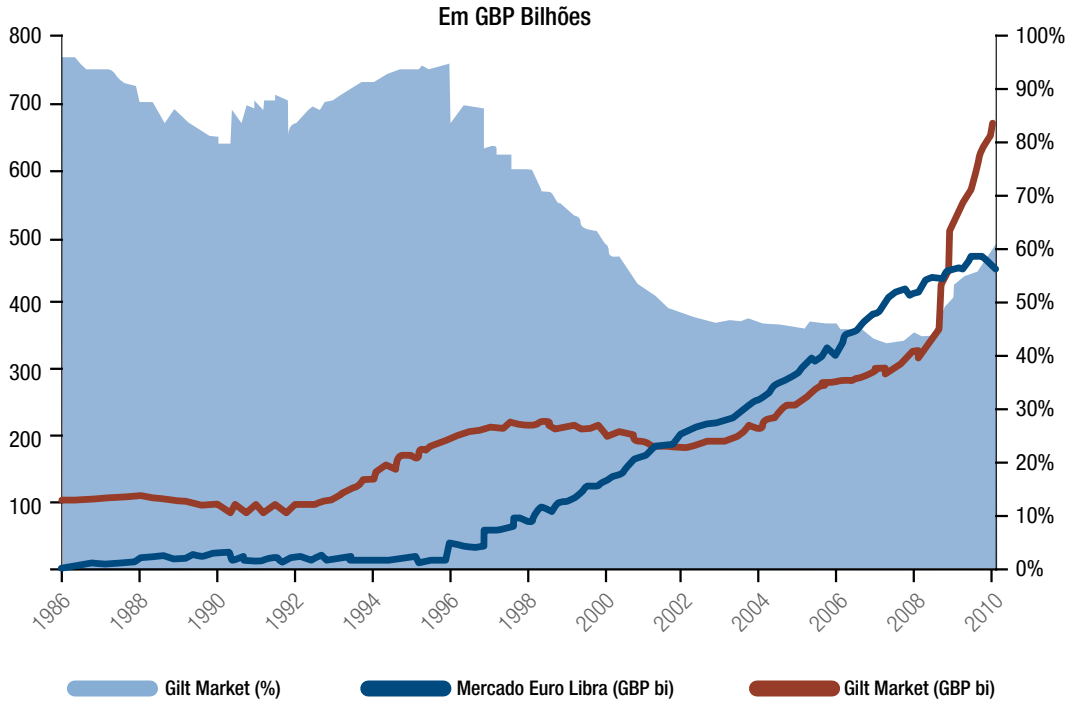
* Índice Merrill Lynch Global Broad Market

O Gráfico 13 mostra como o mercado de títulos *investment grade* do Reino Unido se comportou entre 1986 e 2010. Observa-se que, até meados dos anos 1990, os títulos privados eram praticamente inexistentes. Desde então, a situação sofreu uma profunda alteração. As emissões privadas cresceram de forma sustentada até 2008, fazendo com que o estoque de títulos corporativos superasse entre 2001 e 2008 o da dívida pública. Nesse último ano, a participação dos títulos do governo tinha se reduzido de quase 100% para pouco mais de 40%.

A Crise de 2008 alterou esse panorama, por causa do elevado déficit que gerou nas contas públicas. O governo se viu forçado a usar a dívida pública como estabilizador macroeconômico e como instrumento de resgate do setor privado, para evitar a falência de grandes bancos. Esse processo foi, no entanto, revertido em 2011 e 2012.

Nesse último ano, as emissões líquidas de títulos corporativos atingiram quase £ 20 bilhões, superando os níveis verificados nos anos anteriores à Crise (Gráfico 14). As empresas aproveitaram a redução nas taxas de juros e usaram o mercado de capitais para resgatar empréstimos bancários que tinham taxas mais elevadas (Gráfico 15).

Gráfico 13 – Estoque de Títulos em Libras no Mercado do Reino Unido *



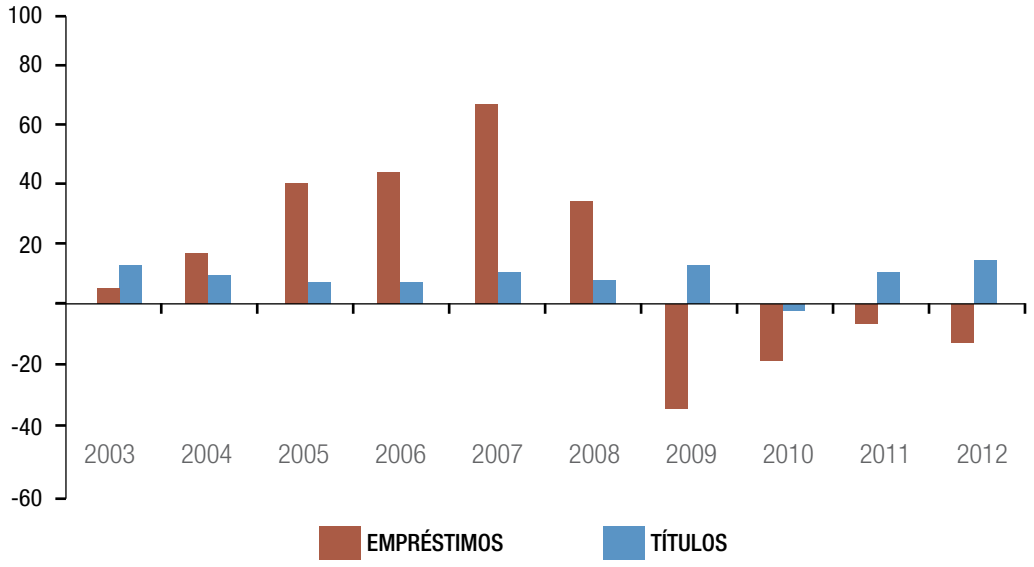
Fonte: Veys (2010)

*Gilt Market é o mercado de títulos de dívida pública

Gráfico 14 – Emissões Líquidas de Títulos Corporativos (Em £ bilhões)

Fonte: RBS (2013)

Gráfico 15 – Empréstimos Bancários e Emissões de Títulos (Em £ bilhões)



Fonte: RBS (2013)

2.2 A Estrutura do Mercado Britânico de Títulos Privados (Non-Gilt Sterling Market)

Os títulos privados em libras podem ser emitidos no Reino Unido por três caminhos: o doméstico, o euro e o global. No segmento doméstico, os papéis têm que estar sob a lei britânica, seguir as regras das autoridades regulatórias inglesas e serem listados na bolsa de valores de Londres. As empresas estrangeiras também podem emitir títulos por meio desse mecanismo, que, nesse caso, são chamados de *bull dogs*. O volume desses papéis, incluindo-se os das empresas estrangeiras, era muito pequeno em 2010. Respondia por 0,3% do mercado e incluía um universo de apenas 10 emissões.

O mercado de euro-libra cobria em 2010 mais de 99% do *non-gilt sterling market*. A característica desse segmento é que os títulos não são emitidos de acordo com uma jurisdição particular nem estão sujeitos a uma autoridade fiscal específica. Sua única característica britânica, frente aos demais títulos do euro no mercado, é ser emitido em libras esterlinas. São também listados em bolsas fora da Inglaterra, como Luxemburgo, e isentos de imposto de renda, para atender aos fundos de pensão. O atrativo principal desse segmento de mercado para emissores e investidores é sua flexibilidade.

Os títulos globais, na prática, não chegam a caracterizar um segmento específico de mercado. São assim chamados pelo fato de serem oferecidos simultaneamente nos segmentos doméstico e no euro. Os principais emissores de títulos globais são instituições financeiras multilaterais como o Banco Mundial e o Banco Europeu de Investimento.

Os tipos de papéis corporativos transacionados no mercado inglês podem ser reunidos em três grandes grupos. O primeiro é formado pelos chamados Títulos Convencionais (*Conventional Bonds*). Sua característica é terem um prazo total e taxas de juros fixas. São instrumentos financeiros de fácil entendimento pelos investidores finais.

O segundo tipo é formado pelos Títulos Indexados (*Indexed Bonds*). A característica desses papéis é terem o valor de seus pagamentos de juros e, mesmo, de amortizações indexadas a algum tipo de índice. Uma grande parte desses títulos é vinculada à inflação, o que os torna muito atrativos para investidores institucionais como as seguradoras e os fundos de pensão. Em compensação, essa mesma característica, reduz a liquidez desses papéis no mercado secundário.

Finalmente, o terceiro tipo de títulos privados é caracterizado pela colateralização. São os chamados *Asset Backed Securities* ou *Securitized Bonds*. Diferentemente dos Títulos Convencionais, esses papéis são emitidos por estruturas financeiras particulares, em que um conjunto de ativos é apartado em uma empresa de propósito específico (EPE) e a receita do investidor depende inteiramente – ou quase totalmente – da geração de caixa desse empreendimento. Assim, a robustez da estruturação financeira montada e seu fluxo de caixa são elementos essenciais na decisão de aquisição desse tipo de papel. Por esse motivo, são títulos em que a opinião das classificadoras de risco tem um grande peso em sua precificação.

Esses segmentos de mercado e esses tipos de instrumentos são escolhidos por emissores e investidores de acordo com suas necessidades, expectativas e apetites. Para facilitar esse processo, entra ainda em ação um conjunto de instituições que ajudam a realizar essa intermediação, os chamados *brokers*.

A maior parte das emissões de títulos em libras esterlinas, incluída a dívida pública, é de entidades sediadas na Inglaterra. Esse grupo respondia em 2010 por 523 das 1.062 emissões de títulos que apresentavam grau de investimento no Reino Unido. O restante era, em grande parte, composto por empresas americanas, como GE e Citybank, e da Europa, em particular da França e da Alemanha.

Uma forma alternativa de analisar esses mesmos dados é a partir do perfil dos emissores. Como se pode ver no Quadro 6, as emissões do governo responderam

por 60% do volume. As empresas constituíram o segundo grupo mais importante com 25% e o restante está dividido entre entidades governamentais estrangeiras e emissões colateralizadas.

Quadro 6 – Emissores de Títulos por Setor (2010)

Tipo de Emissores	Número	Participação no Volume (%)
Empresas	253	25
Entidades Governamentais *	55	11
Securitizadas ou Colateralizadas	67	4
Dívida Pública (Gilt)	1	60

Fonte: Veys (2010)

(*)Inclui entidades multilaterais

A estrutura de risco dos emissores no mercado britânico é apresentada no Quadro 7. Foram apenas compilados os dados referentes a papéis com grau de investimento. O setor soberano é composto por títulos públicos. A maior parte das emissões de governos estrangeiros tinha sido realizada pelo Banco Europeu de Investimento e pelo banco de desenvolvimento alemão, KfW. O segmento financeiro inclui a GE, o Barclay e o HSBC. No de utilidades, a dominância é de empresas do setor elétrico como EDF e Eon.

Uma última característica do mercado de títulos britânico, que já foi levantada anteriormente, é seu prazo longo. Isso em boa medida decorre da dominância dos papéis de governo e de multilaterais. Entretanto, esse mesmo perfil de prazo também está presente nas emissões privadas, particularmente dos setores de utilidades e dos securitizados.

Quadro 7 – Emissores de Títulos por Tipo de Risco (2010)

Emissor/Rating	AAA	AA	A	BBB	Total
Soberano	60,2	-	-	-	60,2
Gov. Estrangeiro *	10,3	0,4	-	0,2	10,9
Financeiro	0,8	3,1	6,5	2,4	12,8
Securitizado	0,8	0,9	1,2	0,7	3,7
Utilidades	-	0,4	2,8	0,6	3,8
Indústria	0,1	1,3	3,1	3,7	8,1
Total	72,6	1,0	13,6	7,6	0,0

Fonte: Veys (2010)

* Inclui Instituições Multilaterais

Pela ótica da demanda, os principais detentores de títulos, públicos ou privados, são os investidores institucionais. Ao fim de 2008, os fundos de pensão detinham £ 850 bilhões em títulos e as seguradoras, £ 170 bilhões. Ambos tinham preferência por papéis de longo prazo. Esse perfil decorre em boa medida do fato de os dois segmentos terem sido crescentemente regulados após 1994, diante da preocupação do governo com a garantia dos direitos dos beneficiários.

Um terceiro grupo de atores relevantes é formado pelos *brokers*. Essas instituições cumprem um papel importante de aproximar empresas e investidores no mercado primário e compradores e vendedores no secundário. Seu papel é servir de contraparte nas transações, evitando que seja necessário que sempre estejam presentes tomadores ou vendedores em caráter definitivo.

Os *brokers* tomam assim o risco de intermediação. Diferentemente do mercado de ações, seu ganho depende inteiramente de arbitragem. Não são cobradas comissões. Os serviços que oferecem em títulos privados se beneficiam da maior escala de suas operações com dívida pública. Os principais *brokers* no mercado britânico são os grandes bancos: Royal Bank of Scotland, Barclays e HSBC.

O mercado britânico, assim como o restante do mundo, realiza a maior parte das operações no mercado de balcão. Os sistemas eletrônicos existentes são mais usados para disseminação de cotações indicativas do que para transações, que continuam sendo fechadas por telefone. Segundo Board et alii (2009), a Crise de 2008 afetou a liquidez do mercado secundário, na medida em que impactou negativamente a capacidade de os *brokers* obterem financiamento para suas carteiras.

2.3 O Mercado de *Corporate Bonds* no Reino Unido: Aspectos Regulatórios

O mercado financeiro inglês opera em bases transnacionais, ou seja, seus principais participantes (emissores, intermediários e investidores) estão espalhados pelo mundo. Nesse contexto, se quiserem listar ou negociar qualquer ativo financeiro na City têm que estar em consonância não apenas com as exigências específicas deste mercado, mas também com normas de seus países de origem. Não é sem motivo, portanto, que há vários acordos de reciprocidade entre as diversas praças financeiras que permitem o mútuo reconhecimento das práticas de regulação, evitando a duplicação de procedimentos e reduzindo as possibilidades de arbitragem entre os diversos mercados.

Outro fato relevante a merecer destaque é que o sistema regulatório inglês vem atravessando, desde o início de 2013, uma profunda reestruturação. O documento *A New Approach to Financial Regulation: the Blueprint for Reform* descreve detalhadamente a proposta desta reforma, bem como o debate que antecedeu sua adoção. Em termos de diagnóstico, o documento reconhece que a Crise de 2008 e seus desdobramentos deixaram evidentes a incapacidade do aparato regulatório e de supervisão britânicos de prever ou lidar com crises sistêmicas[23].

As respostas introduzidas no marco legal inglês, entretanto, não estão assentadas apenas na percepção dos reguladores locais em relação à necessidade de rever suas estruturas para que fiquem *"ahead of the curve"*. Atendem também às diretrizes europeias, emanadas no pós-crise, a maior parte delas consubstanciadas no MiFID – *Markets in Financial Instruments Directive*. Orientações unificadas para o funcionamento dos mercados financeiros dos países da União Europeia não são normas recentes, mas já existiam desde 1993. Em outubro de 2011, entretanto, os estados membros anunciaram uma revisão dessas diretivas, reconhecendo a existência de falhas graves nas estruturas preexistentes [24].

Como ocorrido nos demais países desenvolvidos, a Crise de 2008 atingiu severamente o sistema financeiro britânico. Ainda que o Governo inglês tenha parcialmente nacionalizado dois grandes bancos e "despejado" dezenas de bilhões de libras direta ou indiretamente em seu sistema financeiro, estas iniciativas não foram suficientes para evitar o "contágio" do restante da economia inglesa. Assim, o diagnóstico que balizou as mudanças regulatórias recentes parte do reconhecimento de que os problemas decorrentes do aumento do tamanho, da complexidade e da interconectividade entre as instituições financeiras não tinham sido devidamente avaliados pelas autoridades.

---

23 *"The financial crisis exposed the inherent weaknesses in the 'tripartite' system of regulation in the UK. Perhaps the most significant failing is that no single institution had responsibility, authority or powers to oversee the financial system as a whole. Before the crisis, the Bank of England had nominal responsibility for financial stability but lacked the tools to put this into effect; the Treasury, meanwhile, had no clear responsibility for dealing with a crisis which put billions of pounds of public funds at risk. All responsibility for financial regulation was in the hands of a single, monolithic regulator, the Financial Services Authority, and there was clearly, in the run-up to the financial crisis, too much reliance on 'tick-box' compliance".*

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81403/consult_finreg__new_approach_blueprint.pdf

24 "Financial markets are there to serve the real economy – not the other way around. Markets have been transformed over the years and our legislation needs to keep pace. The crisis serves as a grim reminder of how complex and opaque some financial activities and products have become. This has to change. Today's proposals will help lead to better, safer and more open financial marke". Ver http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid/index_en.htm

O sistema tripartite vigente até então era composto pelo Banco da Inglaterra, a quem cabia genericamente assegurar a solidez do sistema bancário inglês; pelo Tesouro, cuja principal tarefa era assegurar que os recursos públicos estavam bem administrados e "imunes" às crises; e pela FSA – *Financial Stability Authority*, que era a agência responsável por toda a regulação prudencial e de conduta no Reino Unido. Esta configuração foi integralmente reformatada dando lugar a um novo modelo de regulação e supervisão das instituições e dos serviços financeiros.

Três novas estruturas foram criadas e, nesse novo ambiente, o papel do *Bank of England* ficou bastante fortalecido. Com a criação do FPC – *Financial Policy Committee*, regulador macroprudencial, o Banco Central passou a ser responsável por monitorar possíveis fontes de risco sistêmico e propor iniciativas que venham a mitigar os impactos das crises financeiras.

A FSA foi desmembrada em duas novas entidades: a FCA – *Financial Conduct Authority* e a PRA – *Prudential Regulation Authority*. Esta última agência, que ficou formalmente vinculada ao *Bank of England* e que iniciou suas operações em abril de 2013, tornou-se responsável pela regulação prudencial e supervisão de cerca 1.700 instituições financeiras, incluindo-se bancos, seguradoras, sociedades de crédito, financiamento e investimento, entre outras. Seu foco de atuação é assegurar que essas instituições sejam sólidas e que tenham uma gestão de risco compatível com seus objetos estatutários e com a higidez do sistema financeiro britânico.

Ficaram fora do espectro de atuação da PRA os administradores de recursos de terceiros, os consultores de investimentos, prestadores de serviços financeiros, etc., que passaram a ser regulados e supervisionados pela FCA. Tal configuração, batizada na literatura internacional como "*twin peaks*", se assemelha aos arcabouços existentes em outras jurisdições como é o caso de Austrália e Holanda[25].

Nesse novo arcabouço, a FCA assumiu o papel de regulador de condutas e como tal tornou-se responsável pela regulação e supervisão dos mercados, com foco na proteção do consumidor e na promoção da competição. Incorporou em sua estrutura a UKLA – *United Kingdom Listing Authority*, agência responsável por determinar os pré-requisitos para que um emissor liste seus títulos no Reino Unido. Além destas exigências, as empresas devem obedecer ainda aos padrões

25 A esse respeito ver estudo realizado pelo Grupo dos Trinta – fórum privado, coordenado pelo ex-presidente do FED, Paul Volcker, que reúne especialistas do mundo todo e que tem apresentado propostas para a reformulação do sistema financeiro internacional –, que sugere a existência de quatro modelos de estruturas regulatórias.
Ver http://www.group30.org/images/PDF/The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf

estabelecidos por uma *Recognised Investment Exchange*, entidade autorizada e supervisionada pela FCA, responsável pela negociação do ativo, após sua emissão.

Da mesma forma que no Brasil, as carteiras dos fundos de investimento devem ser compostas em sua maioria por ativos que estejam registrados em ambientes eletrônicos que assegurem a transferência escritural da propriedade do título a cada negociação do mercado secundário. Na Inglaterra, este papel é assegurado pela *London Stock Exchange*.

Portanto, para que uma empresa liste e negocie um título de dívida no mercado inglês deve, simultaneamente, receber autorização como emissor e aprovar as condições da oferta junto à FCA/UKLA. Precisa ainda obter o registro de sua emissão para negociação em um dos diversos segmentos de mercado existentes na *London Stock Exchange*.

Para tanto, em termos formais, o primeiro passo consiste em providenciar um conjunto de informações que atendam às determinações previstas no capítulo VI do FSMA – *Financial Service Market Act 2000* [26], marco legal que define genericamente as responsabilidades da entidade oficial de registro, no caso a UKLA.

Adicionalmente o emissor deverá atender a um conjunto de exigências específicas, definidas pela UKLA, que dependerão de seu tamanho, de haver emitido anteriormente, da frequência que acessa ao mercado, da existência de informações previamente disponíveis aos investidores e das características da emissão – preço unitário, investidor alvo, conversibilidade etc. Assim, por exemplo, se a emissão tiver um preço unitário inferior a 100.000,00 euros, as informações exigidas do emissor estão descritas em um formulário de referência cujo conteúdo é mais detalhado do que as previstas para uma emissão de preço unitário superior a 100.000,00 euros[27].

Já as exigências impostas pela *London Stock Exchange* encontram-se sistematizadas no documento *Admission and Disclosure Standards*. Da mesma forma que o regulador oficial, a Bolsa de Londres exige que o emissor disponibilize um conjunto de informações que vai depender das características da empresa, do tipo do ativo e do mercado em que pretende listar seu título.

Há quatro segmentos em que os títulos corporativos podem ser listados. O *Main Market*, onde está a maior parte das empresas domésticas e estrangeiras. O *Professional Securities Market*, um ambiente em que os ativos são negociados

26 Ver: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/VI
27 http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla/checklists

exclusivamente por investidores profissionais. O *Specialist Fund Market*, que reúne investidores com mais elevado nível de sofisticação e conhecimento financeiro. Finalmente, o *High Growth Segment*, onde são negociados ativos de empresas que ainda não atendem aos critérios para serem listadas no *Main Market*, sobretudo no tocante às exigências relacionadas à pulverização do controle, mas que possuem potencial elevado de crescimento.

Os prazos para registro, os custos, a existência de fóruns específicos de suporte ao emissor de dívida, tanto no regulador oficial quanto na Bolsa, indicam que o processo de registro e negociação de títulos de dívida não impõe barreiras significativas tanto para as empresas entrantes quanto para os emissores frequentes.

2.4 Breve Comparação entre os Mercados de Títulos Corporativos do Brasil e do Reino Unido

Os mercados financeiros nacionais, apesar da grande onda de globalização verificada nas últimas décadas, ainda se caracterizam por grande heterogeneidade. Isso porque suas estruturas são muito dependentes de fatores locais, como: a escala e a trajetória de crescimento da economia, em particular sua instabilidade; o grau de integração do mercado financeiro local ao internacional; as bases em que se dá sua regulação; e a história de suas instituições. Essas diferenças são muito marcantes entre países em desenvolvimento e os ricos, mas também se fazem presentes no interior de cada um desses dois grupos de nações.

Desse ponto de vista, o mercado de títulos corporativos do Brasil e do Reino Unido guarda inúmeras diferenças. Para fins desse estudo, buscamos agrupá-las em cinco temas: porte, internacionalização, regulação, eficiência e liquidez.

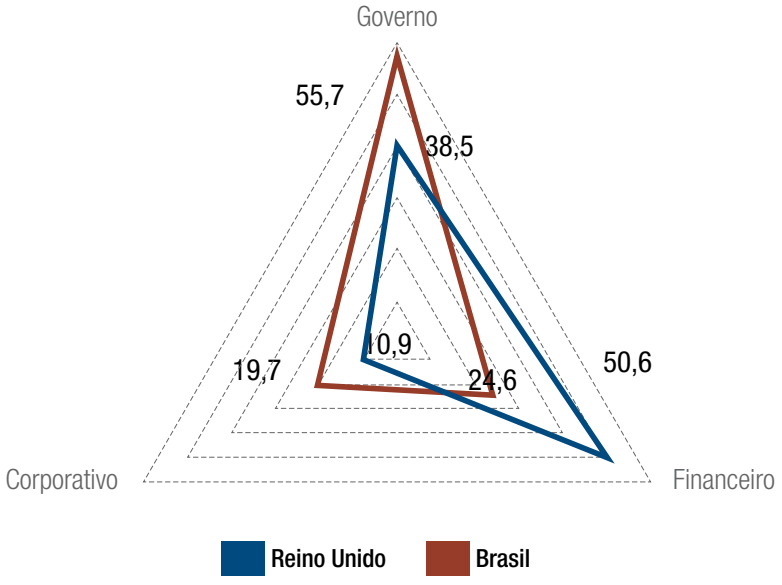
Como foi mostrado anteriormente, o mercado de títulos britânico tem um porte muito superior ao brasileiro. De acordo com dados do *Bank of International Settlements* – BIS (2013), em 2012, era o terceiro maior do mundo com US$ 5,7 trilhões. Essa publicação não apresenta dados para o Brasil. Entretanto, usando-se os valores disponibilizados pela ANBIMA, tem-se que o estoque de títulos no mercado brasileiro montaria a US$ 1,8 trilhão na mesma data, ou seja, menos de um terço do britânico.

Comparativamente à sua própria economia, no entanto, essa distância se reduz bastante. O mercado do Reino Unido alcançava 237% do PIB, enquanto o

Brasil atingia 185%. A composição dos mercados também se mostra diferente. Como se pode ver no Gráfico 16, a grande distinção entre ambos está na maior relevância dos títulos de empresas financeiras no Reino Unido enquanto no Brasil a parcela da dívida pública responde pela maior participação. Nos dois casos, o volume de títulos corporativos representa a menor parte.

Essa diferença de porte e de estrutura pode, em grande medida, ser explicada pela posição de cada um dos mercados no contexto global. O Reino Unido, além de ser o terceiro maior do mundo, é o centro financeiro mais internacionalizado. Como foi mostrado anteriormente, os emissores não residentes na City respondem por dois terços do estoque desses papéis, enquanto o padrão mundial é a parcela doméstica ser dominante. Trata-se, portanto, de um *hub* financeiro internacional a partir do qual emissores e investidores locais e estrangeiros operam em todos os mercados e em todas as moedas.

Gráfico 16 – Composição do Mercado de Títulos do Brasil e do Reino Unido em 2012 (%)



Fontes: BIS e ANBIMA

Obs.: No caso brasileiro, os Títulos de Cessão de Crédito foram classificados como Corporativos.

Desse ponto de vista, o Brasil é muito diferente do Reino Unido. O nosso mercado é bastante fechado internacionalmente. As emissões locais de títulos de dívida em moeda estrangeira são muito restritas. O lançamento de títulos globais

por residentes é feita no exterior. Os estrangeiros não usam o Brasil como base de lançamento e a participação desses atores nos mercados locais só é expressiva no caso da dívida pública, da qual detêm 17% do total.

A experiência regulatória do Reino Unido também difere da brasileira. Por ser um país em que as transações em bolsas remontam ao século XVII, sua história foi baseada em diferentes entidades autorreguladas. Dentre essas, a mais importante era a *London Stock Exchange* (LSE). A partir da década de 1990, o número de reguladores privados foi sendo reduzido e o governo passou a ditar normas por meio de instituições próprias.

Houve uma tentativa de centralizar toda a atividade regulatória em um único ente de governo na década de 2000, com a criação da *Financial Services Authority* (FSA), que ficou responsável pela fixação das regras prudenciais tanto para o mercado de capitais como para o sistema bancário. O Banco Central – *Bank of England* (BoE) – ficou restrito às funções tradicionais de uma autoridade monetária, ou seja, emissão de moeda, fixação da taxa de juros básica, provimento de liquidez etc.

A Crise de 2008 colocou um fim a esse modelo de arquitetura regulatória. A FSA foi abolida dando lugar à descentralização de suas atividades. O BoE retomou suas funções de regulador e supervisor do sistema bancário, por intermédio da criação no seu interior da *Prudential Regulation Agency (PRA)*. Sua atuação foi, no entanto, ampliada para cobrir também outras instituições de crédito, como *building societies* e *credit unions*, mas também seguradoras e empresas consideradas *major investment firms*. A PRA estabelece normas e fiscaliza diretamente as empresas.

As atividades de conduta foram entregues a uma nova entidade, a *Financial Conduct Authority* (FCA). Essa nova agência regula e fiscaliza a indústria de serviços financeiros. Seu objetivo é proteger os consumidores, garantir estabilidade aos mercados e promover a concorrência. No âmbito da FCA existe uma entidade, a *UK Listing Authority* (UKLA), que é responsável pela aprovação das novas emissões, pela listagem de emissores e pelo monitoramento das informações que esses agentes são obrigados a trazer ao público. Essas atividades, no Brasil, são realizadas pela CVM.

Uma particularidade do Reino Unido nessa área, frente à experiência brasileira, é que, a exemplo do que acontece com seu mercado de títulos, a listagem das empresas e das operações se dá em um ambiente global. Existe uma Diretiva Europeia que garante aos emissores o direito de listar suas operações em qualquer mercado da Comunidade desde que aprovado por qualquer das entidades nacionais reguladoras. Esse mecanismo é vulgarmente chamado de "Passaporte".

Existem ainda convênios que facilitam a listagem de empresas e operações de fora da comunidade, particularmente provenientes dos EUA desde que já tenham autorização da *Securities Exchange Commission* (SEC). Esse ambiente permite uma competição pela listagem, principalmente entre as bolsas europeias. Foram citadas, nas entrevistas, as disputas entre as praças de Londres, Luxemburgo e Dublin.

A atividade de listagem na City foi considerada pelos emissores adequada e eficiente. A existência de Programas de Emissões, em que os prospectos são pré-aprovados, ficando apenas para fixar as condições financeiras da emissão, garante às empresas agilidade para usufruir das janelas de oportunidade que são criadas pelos investidores.

Finalmente, o último tópico a ser comparado é a liquidez dos mercados de títulos corporativos. A experiência inglesa, nessa área, se assemelha à de outros países desenvolvidos. Há liquidez para os papéis de maior volume de emissão de empresas que sejam de risco relativamente conhecido pelo mercado. Essa liquidez tende a ser mais elevada nos meses seguintes aos lançamentos, mas aos poucos vai se reduzindo na medida em que se ampliam as posições de investidores que adotam estratégias do tipo *hold-to-maturity*.

Um aspecto que diferencia a experiência britânica da brasileira na formação da liquidez dos mercados diz respeito ao processo de *bookbuilding*. A prática mais comum no Reino Unido é a de que o coordenador da emissão atue de forma discricionária ao distribuir a oferta, visando não apenas ao menor custo de captação para empresa, mas também a algum nível de diversificação e pulverização de investidores. Esta discricionariedade na formação do livro pressupõe que coordenadores e empresas estejam convencidos de que este *trade off* – um pouco mais de custo no mercado primário em favor de mais liquidez no secundário – é vantajoso no médio e longo prazos na medida em que aumenta a visibilidade da empresa, o que pode gerar custos de captação decrescentes no tempo.

Assim, houve consenso entre os entrevistados de que nessa atividade é fundamental que a instituição intermediária atue de forma a equilibrar os interesses das empresas e dos investidores construindo assim uma sólida reputação junto a esses agentes.

Já no Brasil o mais comum é a realização do chamado "leilão holandês", que segue a ordem ascendente das propostas em termos de custo. Este mecanismo pode gerar um nível excessivo de concentração da oferta nas mãos de um pequeno número de investidores, o que certamente compromete o potencial de liquidez do ativo.

Assim uma iniciativa que poderia induzir à ampliação da liquidez seria a alteração dos critérios de *bookbuildin*g no Brasil, por meio da inclusão no Código de Ofertas Primárias da ANBIMA de dispositivo que induza os estruturadores a substituir o leilão holandês por processo de formação dos livros que assegure maior pulverização das ofertas.

Outra diferença importante está na indexação dos papéis. Não há títulos indexados às taxas de juros de um dia, a exemplo da taxa de DI brasileira. Com isso, as flutuações nas taxas de juros impactam o preço dos títulos, o que gera maior incentivo a estratégias no mercado secundário. No mercado brasileiro, onde prevalecem as emissões indexadas ao DI, as negociações no mercado secundário – excluindo-se as operações internas aos conglomerados financeiros – envolvem volumes pequenos. Nos últimos meses, as debêntures incentivadas, que agora começaram a ser emitidas, se mostraram atrativas como objeto de transações secundárias. Incentivos fiscais a títulos de dívida são inexistentes no Reino Unido.

Após a Crise de 2008, houve uma redução na liquidez dos títulos corporativos britânicos. Isso se deveu basicamente ao processo de desalavancagem enfrentado pelos bancos, que passaram a seguir normas regulatórias mais restritivas em sua política de crédito. Com isso, a disponibilidade de recursos para os *traders* foi encurtada e a atuação desses atores nos mercados secundários ficou comprometida, particularmente no caso dos títulos corporativos e dos papéis de países emergentes.

O impacto desse processo no mercado primário não foi, no entanto, tão negativo. A restrição de oferta de crédito por parte dos bancos, associada às baixas taxas de juros de longo prazo, estimulou as empresas de bom risco a emitirem com sucesso. Em sua maioria, são corporações lucrativas e com elevadas disponibilidades de caixa, o que atrai os investidores. Esses recursos, por sua vez, não estão sendo direcionados para promover mais investimentos, mas utilizados em grande medida na reestruturação de dívidas antigas, de forma a garantir os benefícios das menores taxas de juros por prazos mais longos.

3 Regulação e Práticas do Mercado Britânico de Dívida Corporativa

O mercado britânico é essencialmente global. A City é um *hub* internacional para onde concorrem emissores do mundo todo. Seu segmento mais dinâmico é aquele em que são negociados os *eurobonds* e no qual participam empresas transnacionais atraídas essencialmente pela profundidade do mercado londrino.

A participação de títulos denominados em *Sterling* e emitidos por empresas locais é pouco significativa. A oferta desses ativos atende essencialmente a uma demanda específica de investidores institucionais que têm apetite para papéis de prazos mais elevados nessa moeda. Para uma empresa local parece fazer mais sentido emitir um bônus global. A escolha da moeda que denominará essa dívida vai depender do seu nível de exposição à mesma ou da possibilidade de arbitragem por meio do mercado de derivativos. De toda a forma, é a profundidade desses mercados que permite ao emissor fazer tais escolhas.

O aparato regulatório local segue integralmente as Diretivas Europeias, em particular aquelas que envolvem: a) os requerimentos de transparência – *Disclosure and Transparency Rules*; b) os padrões mínimos de confecção dos Prospectos – *Prospectus Rules*; e c) o funcionamento dos provedores de serviço de infraestrutura – *European Markets Infrastructure Rules*. A adesão do Reino Unido a esses normativos reduz significativamente a possibilidade de arbitragens regulatórias, além de criar condições para que o emissor liste seus ativos em mais de uma praça financeira. A existência de um "passaporte" europeu para as emissões foi mencionada como um avanço importante no marco normativo pós-União Europeia.

Especificamente no tocante ao aparato regulatório inglês, o processo de reformulação iniciado em 2013, com a introdução do modelo de *Twin Peaks*, vem sendo bem avaliado pela comunidade financeira local. Há um nítido reconhecimento de que o papel do Banco da Inglaterra precisava ser fortalecido bem como de que era necessário separar as atividades de regulação prudencial e de conduta em duas instâncias próprias.

Embora seja cedo para avaliar a efetividade do novo modelo, uma questão foi apontada como fundamental para que tenha êxito: a capacidade das duas novas agências de coordenarem suas ações, sobretudo por meio de uma intensa troca de informações sobre as condições de mercado e a solidez das instituições supervisionadas.

Na nova estrutura, as atividades de regulação e supervisão prudencial ficaram a encargo da *Prudential Regulation Authority*, cuja esfera de atuação alcança 2.200 instituições entre bancos, seguradoras e firmas de investimentos consideradas sistemicamente importantes. Suas principais preocupações são de que o Sistema possua níveis adequados de capital e liquidez, boa governança, gestão de risco capaz de antecipar problemas eminentes e planos de recuperação e resolução que possam ser utilizados nas crises.

Já a *Financial Conduct Authority* (FCA), encarregada da supervisão e regulação de conduta, tem sob sua responsabilidade cerca de 27 mil firmas. Para tanto conta com quase 3.000 funcionários. Desses, aproximadamente 300 estão alocados na *United Kingdom Listing Authority* (UKLA), que é uma área dentro da FCA responsável pelas tarefas vinculadas ao Registro das emissões.

Note-se que a responsabilidade pelo registro e pela fiscalização dos instrumentos de dívida é compartilhada entre a FCA e a *London Stock Exchange*. Os depoimentos revelaram que a reformulação do aparato regulatório não provocou descontinuidade nos processos de registro. Os entrevistados também enfatizaram que as duas entidades atuam de forma coordenada, não havendo nenhum tipo de superposição de ações. Em comum ainda, o fato de que ambas possuem *help desks* especializados em instrumentos de dívidas com profissionais que podem ser consultados antes mesmo do início do processo de registro.

Os ativos registrados no *Main Market* – segmento considerado como *Regulated Market* – devem seguir as diretivas europeias para a elaboração de documentos e divulgação de informações. A elaboração de um prospecto é obrigatória e seu conteúdo deve estar em total conformidade com a *FSA Prospectus Rules*, em vigor desde 2005. Já os que forem registrados para negociação no *Professional Securities Market* não precisam seguir as diretivas continentais, mas estão sujeitos às normas de listagem definidas pela autoridade local. Neste caso, a UKLA exige do emissor a publicação de uma Circular de Oferta contendo informações básicas como: prazos; taxas; possibilidade de resgate antecipado; pré-pagamento; tipos de *covenants*; fatores de risco etc.

Este desconto regulatório está associado ao fato de que só são permitidos neste mercado os chamados *QIB – Qualified Investors Buyers*[28].

A percepção geral após as entrevistas foi a de que o ambiente institucional e a infraestrutura de mercado são vistos pelas empresas como amigáveis. Tal conclusão resulta do fato de que nenhum dos entrevistados – emissores, instituições financeiras ou escritórios de advocacia – relatou qualquer tipo de ressalva em relação a prazos, custos de emissão, ambientes de registro ou negociação.

Ademais, os Programas de Emissões garantem efetivamente às empresas agilidade para usufruir das janelas de oportunidade de mercado. Os prospectos são pré-aprovados pela FCA, ficando apenas para fixar as condições financeiras finais quando da emissão. O processo é, do ponto de vista das empresas, considerado bastante eficiente.

Sabe-se que o tempo necessário para o registro de um título de dívida deve variar de acordo com seu tipo ou sofisticação, com a frequência que o emissor vai a mercado e mesmo o tipo de investidor que pretende acessar – características que afetam o tempo de registro em qualquer praça, inclusive no Brasil.

No caso inglês, após os documentos serem submetidos pela primeira vez, a *UKLA* se compromete a revisar toda a documentação em um prazo máximo de quatro dias úteis. Caso seja necessária a reapresentação de documentos, a agência tem um prazo de no máximo dois dias para responder. Em geral, a operação é apresentada simultaneamente à *London Stock Exchange*, que segue prazos semelhantes. Dificilmente um processo de registro tem mais do que três etapas de submissão.

Assim, uma emissão do tipo *plain vanilla*, distribuída ao varejo, de uma empresa que tenha grau de investimento e que não esteja em sua primeira oferta leva em média de três a quatro semanas para obter o registro junto à *Financial Conduct Authority* e à London Stock Exchange. No caso de uma empresa com sede em um país emergente em sua primeira emissão no mercado londrino, este prazo pode se elevar para oito a doze semanas.

Com relação aos custos, Londres é considerada um ambiente competitivo para a realização de operações financeiras, frente a outras praças internacionais.

28 Há dois critérios para definir um investidor qualificado no Reino Unido. O primeiro é quantitativo e requer o cumprimento de no mínimo dois dos seguintes quesitos: a) carteira de investimento superior a € 500.000 (cerca de R$ 1,6 milhão); b) mais de 10 transações na média dos quatro últimos trimestres; e c) experiência profissional específica na área por no mínimo um ano. O segundo critério é qualitativo e exige que o fundo de investimento realize uma avaliação adequada da experiência e conhecimento de seu cliente, à luz da natureza das transações e serviços demandados e de seu entendimento do risco envolvido e de sua capacidade de realizar suas próprias decisões de investimento (*suitablility*).

Apresenta, entretanto, uma vantagem comparativa importante: toda a comunidade financeira internacional está representada na City, sobretudo na nova área de expansão da cidade denominada Canary Wharf. Esta economia de concentração gera, segundo vários entrevistados, ganhos relevantes de sinergia. Houve ainda consenso de que captar recursos nos EUA por meio de títulos de dívida significaria despesas mais elevadas do que se a operação for estruturada na City Londrina, sobretudo em função das exigências de transparência e de padronização contábil.

Ao que parece, entretanto, os custos vigentes na City são inferiores aos que, segundo estimativas dos entrevistados, recaem sobre as empresas brasileiras, no caso de emissões que pretendam acessar um público mais amplo. Ao optar por uma operação que seja distribuída no âmbito da Instrução CVM 400, a empresa vai enfrentar um conjunto de despesas. Algumas são mensuráveis tais como: o *fee* de estruturação, o custo dos advogados, da carta de conforto dos auditores, da taxa de registro na CVM e na ANBIMA, despesas de registro e de custódia, com agente fiduciário, com publicidade etc.

Outras são de mais difícil previsão, por serem implícitas ao processo de registro. Segundo os entrevistados, os prazos praticados são demasiadamente longos, prejudicando-lhes o acesso a janelas de oportunidade. Além disso, existiriam ineficiências relacionadas a exigências excessivas e recorrentes. Empresas que acessam frequentemente o mercado reclamaram ainda que a experiência acumulada em emissões anteriores não serve de base à redução do tempo esperado para a obtenção de um novo registro. Nesse sentido, nem mesmo a existência de um Programa de Distribuição serve como facilitador, já que "mesmo que a empresa tenha um Programa de Distribuição é necessário reapresentar todos os documentos quando a operação vem a registro".

Assim a recuperação dos objetivos originais dos Programas de Distribuição, à primeira vista, depende menos de uma revisão do aparato regulatório – artigos 11 a 13 da Instrução CVM nº 400 – e mais de alterações nos processos operacionais que também promova uma redistribuição de responsabilidades dentre os agentes envolvidos.

Duas outras questões diferenciam ainda os processos de registro nas duas jurisdições. Não há na legislação inglesa o chamado "período de silêncio", nem tampouco a exigência de aprovação prévia pelo regulador do material publicitário. Os advogados visitados advertiram, entretanto, que há casos de punições em situações na qual uma empresa tornou públicas, após a divulgação do Prospecto Preliminar, informações que afetavam objetivamente as condições da oferta. Da

mesma forma, estão sujeitos a penalidades os emissores que, por meio de seus materiais publicitários, induzirem a erros os investidores, seja por omissão, seja por propaganda enganosa.

Dessa forma, sugere-se que a CVM deixe de aprovar previamente o material publicitário e concentre sua atuação na atividade de *enforcement*, ou seja, na fixação de penalidades rigorosas e na punição dos emissores que deixarem de cumprir um conjunto de obrigações previamente determinadas. Dentre elas, a responsabilidade de dar ampla divulgação aos investidores caso alguma informação relevante seja alterada ao longo do processo de registro e distribuição. O regulador inglês não toma conhecimento prévio do material publicitário, mas os escritórios visitados relataram a ocorrência de punições severas às empresas, inclusive com a suspensão do processo de registro.

Finalmente, o último tópico a ser comparado é a liquidez dos mercados de títulos corporativos. A experiência inglesa, nessa área, se assemelha a de outros países desenvolvidos. Há liquidez para os papéis de maior volume de emissão, desde que sejam de empresas de risco relativamente conhecido pelo mercado. Essa liquidez tende a ser mais elevada nos meses seguintes aos lançamentos, mas vai se reduzindo no espaço de 18 meses, até que as atividades nos mercados secundários se tornam pouco relevantes. A partir de então, os investidores que se mantém com o papel adotam uma postura do tipo *hold-to-maturity*.

Ressalte-se, porém, que a Crise de 2008 impactou profundamente o mercado local e um de seus principais efeitos colaterais foi o enxugamento da liquidez do mercado secundário. Este quadro não apresenta indícios de que vá se reverter completamente. Ao contrário, as inovações regulatórias introduzidas no pós-crise – sobretudo o aprofundamento dos requerimentos de capital previstos no Acordo de Basileia – devem inibir o papel dos bancos nas atividades de *trading* e de carregamento de papéis corporativos, quer diretamente quer por meio de terceiros.

Nesse cenário, o dinamismo do mercado primário foi apenas parcialmente afetado e o nível de emissões parece ter retomado os patamares pré-crise. Ao que parece as empresas estariam aproveitando os níveis excessivamente baixos das taxas de juros e antecipando suas captações ou refinanciando seus passivos. Comprovada esta hipótese, é provável que o volume de emissões de dívida venha a se contrair caso as taxas de juros retornem a patamares normais e considerando que a economia mundial continue apresentando baixo crescimento.

No tocante à questão de transparência, não há mecanismos de divulgação de informações pós-negócios que cumpram na Europa papel similar ao que o *Trade Reporting and Compliance Engine* desempenha no mercado americano. Nesta jurisdição, todos os participantes do mercado secundário de títulos de renda fixa são obrigados a reportar as cotações pós-negócios por meio desta ferramenta.

Uma última característica que diferencia a experiência britânica da brasileira é o processo pelo qual as emissões são distribuídas no mercado primário – o chamado *bookbuilding*. No Reino Unido, o coordenador da emissão exerce alguma discricionariedade na formação do livro com o objetivo de garantir certa pulverização e, por consequência, ampliar potencialmente a liquidez para seus papéis.

4 Conclusões

Uma das principais características do processo de globalização financeira foi a intensificação do crédito corporativo por intermédio do mercado de capitais, em detrimento dos mecanismos tradicionais de crédito bancário. Essa tendência, antes limitada aos Estados Unidos, foi aos poucos se disseminando para os países da Europa, Ásia e posteriormente América Latina.

O Brasil se incorporou tardiamente a esse processo. Os volumes de crédito corporativos eram historicamente baixos frente ao PIB quando comparados aos níveis verificados em outros países avançados e emergentes. Entretanto, a partir de 2004, a rápida expansão do mercado financeiro doméstico mudou qualitativamente esse cenário. Em 2011, os volumes de crédito concedidos às empresas brasileiras frente ao PIB já superavam a média internacional.

Esse desenvolvimento não foi, no entanto, homogêneo. Assim, o segmento de títulos de dívida corporativa não acompanhou no mesmo passo o crédito bancário. Na prática, o mercado de debêntures continuou sendo relativamente pequeno, pouco profundo e muito ilíquido. A maior parte das emissões não apresenta características de prazo, indexadores e liquidez adequados às necessidades de financiamento de longo prazo das empresas. Além disso, persistem obstáculo para as emissões das empresas que desejam estabelecer um mercado próprio e atomizado para seus créditos corporativos.

Essas limitações não impediram, no entanto, que também se registrassem nessa última década avanços consideráveis. A queda das taxas de juros relevou a existência de um mercado potencial de investidores, que se vê atraído pelo melhor retorno dos papéis privados. A falta de liquidez dos títulos corporativos não se mostrou um obstáculo intransponível para atrair pessoas físicas e fundos de pensão, apesar de ainda manter a distância os estrangeiros.

O perfil desses novos demandantes difere do apresentado pelos bancos. Aceitam, por exemplo, dívidas com prazos de até sete anos e indexadas a índices de preços. Nesse cenário, o apetite das empresas para emitir papéis de dívida com essas características vem aumentando gradativamente. Nesse cenário, a iniciativa do governo federal de, ao fim de 2010, eliminar obstáculos ao funcionamento dos mercados primário e secundário de títulos privados constituiu um passo importante

para impulsionar o mercado. A isso se somou a autorização legal para que as empresas do setor de infraestrutura emitissem debêntures com benefício fiscal, desde que os recursos captados fossem direcionados a projetos de investimento.

Essas inovações regulatórias e tributárias atenderam a pleitos históricos das instituições financeiras, empresas e de investidores. Consequentemente, criou-se uma expectativa favorável em relação à trajetória do mercado de debêntures, em particular após a eliminação de algumas incertezas jurídicas que emperraram as primeiras emissões[29].

Houve uma curta reversão desse cenário no fim do primeiro semestre de 2013, em resposta ao aumento dos juros pelo Banco Central. Conforme consagrado na literatura, a volatilidade da taxa de juros tende a afetar negativamente a capacidade de as empresas levarem adiante seus planos de investimento. Da mesma forma, introduz uma incerteza no processo de alocação dos investidores em relação à composição de suas carteiras (risco de mercado). Essa situação foi parcialmente superada a partir de setembro de 2013, quando voltaram a ser registradas novas emissões de dívida corporativa incentivada e as perspectivas apontam para uma retomada do crescimento do mercado de debêntures.

Há fortes indicações de que esse novo ciclo de expansão não requer a introdução de novos aprimoramentos no campo regulatório. Entretanto, mantido o atual *status quo*, essa expansão ocorrerá em um nível subótimo caso não se enfrentem algumas questões estruturais tais como a baixa liquidez, a falta de transparência e a necessidade de aumento da base de investidores e emissores. Ainda existe muito a ser feito para aproximar esses dois conjuntos de atores e, em particular, para atrair os não residentes.

Conversas com profissionais responsáveis pela estruturação e distribuição das debêntures revelaram a permanência de entraves nos processos de registro e comercialização, sobretudo nas emissões realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 400. Por outro lado, desde a edição da Instrução CVM nº 476 – oferta pública com esforços restritos – o mercado tem optado crescentemente por este mecanismo. Suas vantagens operacionais – tais como a dispensa de registro de distribuição junto a CVM – geram, no entanto, limitações ao processo

29 A mais importante delas dizia respeito à responsabilidade dos agentes envolvidos na operação de estruturação destes ativos, caso a emissão perdesse o benefício fiscal obtido originalmente. Esta questão foi esclarecida pela Lei nº 12.715/12. O parágrafo 8º do artigo 1º determina que "... fica sujeito à multa equivalente a 20% (vinte por cento) do valor captado na forma deste artigo não alocado no projeto de investimento, a ser aplicada pela Secretaria da Receita Federal do Brasil – RFB: I – o emissor dos títulos e valores mobiliários ..."

de distribuição com impactos desfavoráveis para o acesso mais amplo aos investidores e ao mercado secundário.

As entrevistas confirmaram a hipótese de que os gargalos regulamentares que não foram resolvidos na reforma de 2010/2011, ou que surgiram posteriormente, já não são suficientes para inibir o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa no Brasil. Esta afirmação, apesar de ter sido quase consensual, não autoriza, no entanto, a conclusão de que não haja aprimoramentos no marco regulatório e nas práticas de mercado que devam ocupar a pauta dos emissores, reguladores e agentes de mercado.

Outra conclusão resultante das conversas é a de que existem, na prática, dois vetores de crescimento no mercado de debêntures com *modus operandi* distintos, porém muito complementares. O primeiro deles composto por emissões que em sua maior parte são garantidas e adquiridas por bancos e que por isso suas condições financeiras se assemelham mais às dos empréstimos praticados por essas instituições. Foi essa demanda que garantiu o crescimento verificado ao longo dos últimos anos, permitindo consolidar uma escala de mercado e uma base operacional de nível internacional.

O segundo segmento é o que mais se aproximaria de uma emissão típica de mercado de capitais, ou seja, uma operação cujo objetivo é acessar diretamente os diferentes investidores – varejo, pessoas físicas de alta renda, fundos de pensão, fundos de investimento etc – e que, por esta razão, está sujeita a um regime informacional mais rigoroso. Operações desta natureza são, em geral, distribuídas ao amparo da Instrução 400 cujos prazos e custos são amplamente superiores se comparados a uma emissão do tipo "476". Apesar de se beneficiar das externalidades geradas pela trajetória mais exuberante do segmento de "esforços restritos", o crescimento das operações de emissão voltadas para um público amplo ficou aquém do seu potencial. Essa atrofia gera impactos negativos para o desenvolvimento equilibrado do mercado, como, por exemplo, uma existência de menor base de liquidez.

Assim sendo, as propostas apresentadas no próximo capítulo visam essencialmente melhorar a operacionalidade do mercado de dívida corporativa no Brasil, sobretudo no tocante às emissões que se destinam a públicos mais amplos. Contemplam também sugestões destinadas a ampliar a liquidez do mercado secundário, embora as discussões sobre este tema venham perdendo relevância nos principais mercados internacionais, após a Crise de 2008.

De toda forma, essas ideias devem ser entendidas como um roteiro de trabalho a ser discutido com os participantes do mercado e cuja implantação certamente envolverá as cinco entidades que apoiaram este estudo.

5 Propostas para o aprimoramento do mercado de debêntures no Brasil

O estudo comparado entre os sistemas regulatórios e de registro de títulos privados mostrou que uma das principais vantagens do modelo britânico frente ao brasileiro é sua melhor operacionalidade. A percepção geral após as entrevistas foi a de que o ambiente institucional e a infraestrutura do mercado de capitais são vistos pelas empresas do Reino Unido como amigáveis e eficientes. Tais características se constituem, inclusive, em uma das vantagens competitivas da City como um *hub* financeiro internacional para onde acorrem emissores, investidores e estruturadores de todo o mundo.

Essa diferença é mais marcante no que toca às emissões que se destinam a um público mais amplo. No caso brasileiro, diferentemente do cenário do Reino Unido, houve várias queixas do mercado quanto à demora, aos custos e à imprevisibilidade dos processos associados à aprovação de lançamentos de debêntures com base na Instrução CVM nº 400. Do mesmo modo, as entidades responsáveis pelo registro – CVM e ANBIMA – se ressentem de problemas na documentação e na interlocução com as empresas, seus estruturadores e seus consultores jurídicos. As dificuldades existentes permeiam, portanto, todo o processo e envolvem todos os agentes que atuam na emissão.

O quadro descrito acima indica ser necessária a atualização e modernização dos mecanismos operacionais atualmente utilizados na aprovação de emissões, o que deverá gerar ganhos substantivos em termos da originação de novas operações e atração de novos emissores para o mercado de dívida corporativa. Isso poderia ser atingido por meio de uma ação que coordenasse o esforço dos diferentes atores do mercado, dando base a um Plano de Modernização.

Esse Plano deveria ser construído com base em *benchmarks* que levem em conta tanto a experiência brasileira como a de mercados internacionais relevantes, como o Reino Unido e os Estados Unidos, além das Diretivas Europeias para o tema. Seu escopo incluiria a redivisão de atribuições e responsabilidades entre os diversos atores envolvidos no processo de emissão de debêntures destinadas a um público investidor mais amplo. Seu propósito final seria tornar

mais eficiente o processo de emissão, reduzindo: i) os custos tangíveis; ii) o tempo necessário para a estruturação de uma emissão e; iii) a incerteza que hoje afeta a capacidade de emissores e investidores tirarem proveito de janelas de oportunidade de mercado.

As entrevistas com os diversos agentes de mercado indicaram que há disposição de todos para se promover uma discussão coordenada desses temas.

Nesse sentido, cumpre novamente enfatizar que, embora algumas das sugestões possam exigir aprimoramentos do aparato legal/regulatório, o foco das inovações deveria ser na direção da modernização dos mecanismos operacionais atualmente utilizados na aprovação de emissões, com a redefinição de atribuições e procedimentos.

Por fim é importante ressaltar que algumas das sugestões deste estudo isoladamente já fazem parte da agenda de debates envolvendo as cinco entidades que apoiaram o trabalho. Os itens 1, 2 e 4 fazem parte das agendas estratégicas das instituições apoiadoras deste estudo e foram objeto, em 2013, de debates em mesa redonda entre Anbima e CVM. O item 5 já foi implantado pela Anbima em 2012 (Sistema Reune e autorregulação do pós *trading*) e encontra-se em fase de melhorias.

5.1 Otimização dos processos de registro para emissões distribuídas no âmbito da Instrução CVM nº 400

a. Redução dos prazos de registro e alteração dos procedimentos aplicáveis aos emissores frequentes, definidos como aquelas empresas que tenham lançado ações ou debêntures nos últimos doze meses, e que nos últimos três anos não tenham sido notificados pela CVM por conta de problemas relacionados à falta de tempestividade no fornecimento de informações ou em função do descumprimento de qualquer obrigação prevista nos documentos de emissões neste período.

b. Formalização pela ANBIMA de um help desk com profissionais especializados em títulos de dívida corporativa que pudessem ser contatados pelos estruturadores e escritórios de advocacia antes do protocolo inicial de cada emissão, aos moldes do que existe na London Stock Exchange e na Financial Conduct Authority. Em ambos os casos, os participantes do processo de estruturação são estimulados a trocarem informações prévias com as duas instituições de forma que se reduzam as exigências após formalização do pedido de registro.

c. Revisão dos processos de análise no âmbito da CVM e no Convênio de Ofertas da ANBIMA. A formalização de uma instância prévia de consulta – prevista no item b – poderia ainda dar maior celeridade ao processo de pré-análise da ANBIMA e de registro na CVM.

   Os emissores e estruturadores ouvidos no âmbito deste trabalho foram unânimes em destacar a presteza dos funcionários da Associação e da Autarquia. Criticaram, porém, o excesso de formalismo, a pouca autonomia e a elevada rotatividade dos analistas, o que lhes limita a capacidade de entenderem as operações de forma mais abrangente e de acumularem aprendizado com emissões anteriores. Nesse sentido, um entendimento prévio quanto à natureza do emissor e das características da emissão poderia diminuir as exigências consideradas por alguns emissores como excessivamente rigorosas e centradas no mero cumprimento de um *checklist* padrão.

d. Revisão do aparato regulatório – artigos 11 a 13 da Instrução CVM nº 400 – e dos processos operacionais relacionados aos títulos de dívida corporativa que sejam distribuídos ao amparo dos Programas de Distribuição.

   No Reino Unido, os Programas ficam pré-aprovados junto à entidade de registro. Quando uma janela de mercado se abre, a empresa apenas complementa as informações com as condições financeiras finais, sem a necessidade de ter que submeter novamente a operação às entidades reguladoras, caso os demais quesitos, já pré-aprovados, não tenham sido alterados e a empresa esteja em conformidade com suas obrigações informacionais. De acordo com os entrevistados, no Brasil, a cada nova emissão dentro de um programa, a empresa, na prática, tem que reiniciar todo o processo, já que a CVM revê toda a documentação que havia sido aprovada anteriormente.

   Esta questão remete a uma diferença marcante entre a experiência britânica e a brasileira e que diz respeito à maior responsabilidade de emissores e estruturadores no tocante às informações enviadas ao regulador e disponibilizadas ao público.

   Isso se refere não apenas à qualidade dos dados e da documentação necessária à aprovação do Programa, mas também à obrigação

permanente de atualização das informações, ao longo do tempo em que o Programa estiver válido.

Segundo relatos, a análise de uma solicitação de registro de um Programa pela *Financial Conduct Authority* pode levar até noventa dias. Entretanto, após a concessão do registro do Programa, o emissor apenas complementa as informações específicas de cada emissão e o papel da Autarquia passa a ser o de fiscalizar *a posteriori* se a empresa e seus consultores disponibilizaram ao público as informações adequadas e de forma tempestiva. Esse trabalho é desenvolvido no Reino Unido pelas áreas de Supervisão e *Enforcement* da FCA, que, em conjunto, reúnem mais de 40% dos quase 3.000 funcionários da instituição.

Outro aspecto a destacar refere-se ao fato de que a maior responsabilização dos atores de mercado faz com que, na prática, empresas, instituições estruturadoras e escritórios de advocacia britânicos mantenham parcerias estáveis, o que permite a acumulação de experiência ao longo de uma curva de aprendizado.

5.2 Dispensa de aprovação prévia do material publicitário pela CVM

O material publicitário deixaria de ser previamente aprovado pela Autarquia que, entretanto, fixaria penalidades rigorosas para os emissores que deixassem de cumprir um conjunto de obrigações previamente determinadas. Dentre elas, a responsabilidade de dar ampla divulgação aos investidores caso alguma informação relevante seja alterada ao longo do processo de registro e distribuição. O regulador inglês não toma conhecimento prévio do material publicitário, mas os escritórios visitados relataram a ocorrência de punições severas às empresas, inclusive com a suspensão do processo de registro.

5.3 Alteração dos critérios de *bookbuilding*

Incluir no Código de Ofertas Primárias da ANBIMA dispositivo que induza os estruturadores a substituir o leilão holandês por processo de formação dos livros que assegure maior pulverização das ofertas.

No mercado inglês, a capacidade do estruturador de distribuir com algum

grau de discricionariedade uma oferta, atendendo de forma equilibrada aos interesses do emissor e dos investidores, foi considerada um diferencial competitivo relevante entre os participantes do mercado a ponto de dois deles afirmarem que: "O que está em jogo neste processo é a própria reputação do intermediário junto a seus clientes emissores e investidores."

5.4 Ampliação do alcance do artigo 2º da Lei nº 12.431

Encaminhar ao Ministério da Fazenda proposta que elimine a assimetria de tratamento entre as debêntures emitidas pelas empresas do segmento de infraestrutura e as demais corporações do setor industrial, mantendo-se inalteradas todas as exigências relacionadas ao perfil dos ativos emitidos com benefício fiscal.

5.5 Aumento da transparência: divulgação de informações pós-trade

Melhorias no ambiente de registro (Sistema Reune) e de regras no âmbito da autorregulação da ANBIMA para ampliar as informações relacionadas aos negócios realizados de forma tempestiva, aos moldes do que ocorre no mercado americano com a utilização da ferramenta *TRACE – Trade Reporting and Compliance Engine*.

Referências

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Guia de consulta rápida à legislação debêntures - 2013**. [Rio de janeiro]: ANBIMA, 2013. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/legislacao/guias/Documents/guiadeb.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Debêntures**. [Rio de Janeiro]: ANDIMA, 2008.

____. **Dívida pública**: propostas para ampliar a liquidez. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2005. 53 p. (Relatório Econômico).

____. **Mercado de balcão de renda fixa:** uma agenda de debates. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2006. 93 p. (Relatório Econômico).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diretoria de Fiscalização. **Relatório de estabilidade financeira.** [Brasília], mar. 2012. 21 p. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Anthero_Meirelles_REF_21-3-2012.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Libertar o crédito.** [S.l.]: Campus, 2005. 304 p.

BANCO MUNDIAL. **Financial:** structure data base - v4. [Brasília], 2013.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Debt securities statistics**. 2013. Disponível em: <http://www.bis.org/statistics/r_qa1312_hanx18.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

BOARD, J.; STUTCLIFFE, C.; WELLS, S. **The impact of the credit crunch on the sterling corporate bond market**. Investment Management Association, maio 2009. 66 p. Disponível em: <http://www.investmentfunds.org.uk/assets/files/press/2009/20090514-02.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

BOLETIM MERCADO DE RENDA FIXA. [Rio de Janeiro]: ANBIMA, vários números.

BORENSZTEIN, E.; EICHENGREEN B.; PANIZZA U. **Building bond markets in Latin America**. fev. 2006. 59 p. Disponível em: <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/build_bond_mkt_LA.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

CIDADE, Marcelo da Silva. **Aspectos operacionais da estrutura da dívida mobiliária Brasileira (1999/2007)**. Rio de Janeiro: Universidade Candido Mendes, (mimeo) 2007.

THE CITY UK. **Bond markets**. [S.l.], out 2012. 12 p. (Financial Markets Series). Disponível em: < http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Bond-Markets-2012-F1.pdf >Acesso em: 24 mar. 2014.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. **Disclosure and transparency rules**. Disponível em: <www.fca.org.uk/firms/markets/ukla/guidance>. Acesso em: 24 mar. 2014.

___. **Listing rules**. Disponível em: <www.fca.org.uk/firms/markets/ukla/guidance>. Acesso em: 24 mar. 2014.

___. **Prospectus rules**. Disponível em: <www.fca.org.uk/firms/markets/ukla/guidance>. Acesso em: 24 mar. 2014.

FINANCIAL Services and Markets Act 2000. Disponível em: <www.legislation.gov.uk/ukpga/2000>. Acesso em: 24 mar. 2014

FREITAS, M. C. P. Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil. **Boletim de Economia:** Grupo de Economia / FUNDAP, [São Paulo], n. 4, maio 2011. Disponível em: <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/pdf/Boletim4_tema_desafios%20financ.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Corporate finance in emerging markets. **Global Financial Stability Report,** p. 92-133, abr. 2005.

___. Development of corporate bond markets in emerging economies. **Global Financial Stability Report,** p. 103-141, set. 2005.

GROUP OF THIRTY. **The structure of financial supervision:** approaches and challenges in a global market place. 2008. Disponível em: <http://www.group30.org/images/PDF/The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

HM TREASURY. **A new approach to financial regulation:** the blueprint for reform. London: TSO, jun. 2011. 408 p. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81403/consult_finreg_new_approach_blueprint.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

INSTITUTO PARA ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil:** análise e recomendações. [S.l.]: IEDI/ITB, out. 2010. 26 p. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20101108_flp.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

JEANNEAU, S.; TOVAR, C. E. Domestic bond marketes in Latin America: achievements and challenges. **BIS Quartely Review**, p. 51-64, jun. 2006.

___. Latin America's local currency bond markets: an overview. **BIS Papers,** n. 36, p. 46-64, 2008.

KNIGHT, Malcom. **Promoting liquidity in domestic bond markets**. Basel: BIS, 2006. p. 11. Discurso apresentado no Borrowers Forum, realizado em 25 de maio de 2006. Disponível em: <www.bis.org/publ/speeches/sp060520.pdf>.

LONDON STOCK EXCHANGE. **Admission and disclosure standards:** 16 april 2013. [London], 2013. 57 p. Disponível em: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/brochures/admission-and-disclosure-standards.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

___. **A practical guide to listing debt in London**. [London], [2010]. 8 p. Disponível em: <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/debts-bonds/types-of-debts-bonds/a-practical-guide-to-listing-debt-in-london.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

MEIRELLES, Henrique de Campos. **Reação do Brasil à crise internacional.** [Brasília]: Banco Central, Jun. 2009. 38 p. Apresentação de Henrique Meirelles ao Congresso Nacional. Disponível em: <http://www2.camara.gov.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/especiais/53a-legislatura-encerradas/pec59006/criseagricultura030609-Henrique-Meirelles.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

PINHEIRO, A. C. **Proposta para a ampliação e o alongamento de prazos no mercado derenda fixa privada no Brasil**. [Rio de Janeiro]: ANBIMA, mar. 2011.

ROYAL BANK OF SCOTLAND.**The UK Corporate bond wave.** Jan. 2013. 3 p. Disponível em: <http://www.rbs.com/content/dam/rbs/Documents/News/2013/01/uk-corporate-bond-wave.pdf>. Aceso em: 24 mar. 2014.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO, Armando Castelar (Org.); OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

____. A reforma do sistema FAT-BNDES: críticas à proposta arida. **Revista do BNDES**, n. 24, dez. 2005.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues; NASCIMENTO, Marcelo Machado. Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil. In: **Visão do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro n.51, ago. 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_51.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, L. **O elo perdido:** mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil. [S.l.]: IEDI/ITB, 2012. 83 p. Disponível em: <http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff6e4934e2d3070.pdf

VEYS, A. **The sterling bond markets and low carbon or green bonds:** a report to E3G. Maio de 2010. Disponível em: <www.e3g.org/docs/The_Sterling_Bond_Markets.pdf>. Acesso em: 24 mar. 2014.

Anexo A

Detalhamento da Estrutura Regulatória do Mercado de Debêntures

A.1 Conceitos e Principais Características

- Definição: Podem ser definidas formalmente de três maneiras: como valor mobiliário (artigo 2º da Lei nº 6.385), título de crédito (artigo 52, da Lei nº 6.404) e título executivo extrajudicial (Código civil, artigo nº 585). Na prática conferem aos seus detentores um direito de crédito contra a companhia emissora nas condições constantes na escritura de emissão;
- Séries e Emissões: Cada emissão pode ser dividida em séries, que conferem aos seus titulares os mesmos direitos. (Lei nº 6.404, artigo 53);
- Forma: Nominativa ou escritural. (Lei nº 6.404, artigos 31, 34 e 63);
- Classe: Conversíveis em ações, Permutáveis ou Simples. (Lei nº 4.728, artigo 44; Lei nº 6.404, artigo 57);
- Garantias: Real, Flutuante, Quirografária ou Subordinada. (Lei nº 6.404, artigo 58).
- Correção nominal: Valores denominados em moeda nacional e corrigidos por qualquer indexador aplicável à dívida pública. (Lei nº 6.404, artigos 54 e 56; Lei nº 12.431, artigo 8º; Decisão Conjunta BC/CVM nº 13);
- Remuneração: Juros fixos ou variáveis, participação no lucro, prêmio de reembolso. (Lei nº 6.404, artigos 54 e 56; Lei nº 12.431, artigo 8º; Decisão Conjunta BC/CVM nº 13);
- Prazos Mínimos: Nas emissões indexadas a índices de preços o prazo mínimo deve ser de um ano para o vencimento ou repactuação. As debêntures emitidas no âmbito da Lei nº 12.431 devem ter prazo mínimo de 4 anos para que sejam elegíveis ao benefício fiscal previsto na norma. (Decisão Conjunta BC/CVM nº 13; Lei 12.431, artigo 8º);

- Prospecto: documento produzido em conjunto pelo coordenador da oferta e a empresa ofertante que contenha toda a informação relevante para que o investidor tome sua decisão de alocação de recursos. (Instrução nº 400, artigo 38);
- Lote Suplementar: A instituição responsável pela distribuição pode vender até 15% a mais do volume inicialmente, desde que tal prerrogativa esteja prevista no prospecto. (Instrução nº 400, artigo 24);
- Programa de distribuição: A companhia aberta que já tenha emitido valores mobiliários pode registrar junto à CVM um Programa de Distribuição com o objetivo de realizar no futuro novas ofertas. (Instrução nº 400, artigos 11 a 13);
- Prazos para a distribuição: Após a obtenção do registro, a empresa tem 3 meses para divulgar o Prospecto e o Anúncio de Início de Distribuição. A partir desta data, inicia-se o prazo de 6 meses para que o ofertante encerre o processo de distribuição. (Instrução nº 400, artigos 17 e 18);
- Formador de mercado: Instituição previamente cadastrada junto às bolsas ou às entidades de mercado de balcão organizado, interessada em fomentar a liquidez, responsável por abrir *spreads* de compra e venda. (Instrução CVM nº 384); e
- Debênture Simplificada: Emissões que adotam cláusulas padronizadas – em especial aquelas relacionadas a padrões de cálculo – cujo objetivo é aumentar a negociabilidade do ativo. (Instrução CVM nº 404/04).

A.2 Obrigações dos Emissores

- Pedido de Registro: A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados depende de prévio registro do emissor na CVM. (Instrução CVM nº 480, artigos 1º ao 7º);
- Forma de organização: O emissor deve estar organizado na forma de uma companhia aberta, à exceção dos casos em que uma norma específica indicar o contrário. (Instrução CVM nº 480, artigo 1º)[1];

1 As exceções estão previstas no artigo 7º da Instrução CVM nº 480 e não se aplicam a qualquer tipo de emissor de debênture.

- Categoria: Os emissores podem se registrar em duas categorias: A ou B. O registro na categoria A habilita a empresa a emitir qualquer valor mobiliário. Os emissores registrados na categoria B não podem emitir ações, certificados de ações ou outro valor mobiliário que atribua ao detentor o direito de adquirir qualquer dos dois últimos. (Instrução CVM nº 480, artigo 2º);
- Regime informacional: prazos, conteúdo e formas de divulgação: A Instrução CVM nº 480 detalha todos os documentos que o emissor deve enviar à Autarquia, dar publicidade e/ou manter atualizado. (Instrução CVM nº 480, artigos 13 a 31);
- Formulário de Referência: Documento que contém informações societárias, contábeis e econômicas do emissor e que deve ser atualizado anualmente até o quinto mês depois da data de encerramento do exercício social. A cada emissão o formulário deve ser atualizado e reenviado à CVM. Da mesma forma, a ocorrência de fatos relevantes listados no artigo 24, da Instrução CVM nº 480, também obriga que o emissor atualize tempestivamente o Formulário. (Instrução CVM nº 480, artigo 24);
- Emissores com Grande Exposição ao Mercado: São aqueles que têm ações em mercado pelo menos nos últimos 3 anos; cumpriram tempestivamente todas as suas obrigações periódicas nos últimos 12 meses; e cujo valor das ações em mercado seja no mínimo igual a R$ 5 bilhões. (Instrução CVM nº 480, artigo 34);
- Emissores de pequeno porte: Suas emissões são dispensadas de registro, desde que não excedam o valor de R$ 2,4 milhões e sejam realizadas com intervalo mínimo de 12 meses. (Instrução CVM nº 480, artigo 7º; Instrução CVM nº 482);
- Deveres dos administradores e controladores: Administradores e controladores são responsáveis por assegurar o cumprimento de todas as normas do mercado de valores mobiliários, com ênfase na tempestividade do fornecimento de informações à CVM e ao mercado. O emissor deve indicar um diretor estatutário que exerça a função de diretor de relações com o investidor, cuja obrigação principal é a de assegurar que todas as informações exigidas pela legislação estão sendo

disponibilizadas corretamente e de forma tempestiva. (Instrução CVM nº 480, artigos 42 a 46);

- Instituição intermediária: A oferta deve ter ao menos uma instituição intermediária que seja a líder do processo de distribuição e que fique responsável por avaliar a viabilidade da operação, em conjunto com o ofertante, solicitar o registro, formar o consórcio de distribuição, coordenar o processo de coleta de intenções, entre outras atividades. (Instrução CVM nº 480, artigo 24; Instrução CVM nº 480, artigos 33 a 37); e
- Agente Fiduciário: Pessoa física ou Instituição financeira contratada pelo ofertante com o objetivo de proteger os direitos e interesses dos debenturistas. Responsável por acompanhar todos os eventos previstos na escritura (pagamento de cupons, repactuações etc), além de produzir um relatório anual de acompanhamento da emissão. (Instrução CVM nº 28/83).

A.3 Emissões – Estruturação e distribuição

- Obrigatoriedade de registro: Toda emissão de valores deve ser registrada na CVM, à exceção dos casos previstos em norma específica. (Lei nº 6.385, artigos 19 a 21; Instrução CVM nº 480, artigo 1º);
- Modalidades de registro:

Instrução CVM nº 400/03

Oferta pública para investidores em geral, com ampla transparência e adequada divulgação sobre a oferta e o ofertante. A norma elenca detalhadamente todas as responsabilidades atribuídas ao ofertante, à instituição líder da distribuição e aos demais participantes da operação. Seus prazos regulamentares são mais longos. Segundo depoimentos, uma emissão estruturada no âmbito desta norma pode levar até 90 dias entre a data do pedido de registro na CVM e a autorização para o início de distribuição. Instituições coordenadoras e emissores entrevistados pelos autores questionaram o excesso de rigor e a falta de padronização da CVM nos processos de análise dos documentos da oferta.

Restrições: todos os valores mobiliários podem ser ofertados no âmbito desta Instrução e investidores de toda a natureza podem ser acessados, respeitando-se o que estiver previsto na escritura da emissão.

Instrução CVM nº 429/06 – Registro automático

Ativos cujas emissões estejam vinculadas a Programas de Distribuição previamente arquivados na CVM e que se encontrem em conformidade com o Código de Ofertas da ANBIMA são elegíveis ao registro automático na Autarquia.

Restrições: As emissões só podem ser vendidas a, no máximo, 20 investidores, vedada a distribuição para fundos mútuos de investimentos e entidades fechadas de previdência privada.

Instrução CVM nº 471/08 – Registro Simplificado (*Fast Track*)

Entidade autorreguladora previamente autorizada pela CVM realiza análise prévia da documentação e solicita o registro junto à CVM, em nome da ofertante. A Autarquia tem 7 dias para apresentar as eventuais exigências – o prazo na Instrução CVM nº 400 é de 20 dias.

Restrições: Ações, certificados de ações, BDR ou qualquer outro ativo que possa ser convertido em ações não podem ser distribuídos por esta via.

Instrução nº 476/09 – Dispensa de registro (distribuição com esforços restritos)

A maior parte das ofertas de debêntures realizada nos últimos anos tem sido estruturada ao amparo desta modalidade, em que é dispensado o registro junto à CVM.

Ainda que a oferta esteja sujeita a várias restrições, sobretudo no tocante ao número e tipo de investidor que pode ser acessado, os descontos regulatórios que a norma introduziu provocaram uma expansão no universo de potenciais emissores[2] e aumentaram a celeridade no processo de estruturação.

2 O artigo elenca os ativos e delimita o campo de atuação das LTDAS, relacionando, inclusive, os ativos que estas últimas podem distribuir publicamente – as debêntures estão excluídas deste rol.

Estas facilidades, entretanto, acabaram provocando alguns efeitos colaterais indesejáveis. O mais importante deles certamente é o de que emissões "476" são naturalmente menos líquidas, seja porque já nascem com um período do *lock up* de 90 dias, seja porque só podem ser distribuídas a investidores superqualificados, que geralmente adotam estratégias do tipo *hold to maturity*.

Restrições: Só pode ser oferecida a, no máximo, 50 investidores qualificados, sendo vedada a produção de material de divulgação, venda em lojas ou estabelecimentos comerciais abertos ao público. Apenas 20 investidores podem subscrever a oferta. Negociações no mercado secundário só podem ocorrer 90 dias após a data do término do período de distribuição. O emissor tem que aguardar um prazo de 4 meses para iniciar uma nova operação. *Ticket* mínimo de R$ 1,0 milhão. Vedada a distribuição de debêntures conversíveis.

CNI

DIRETORIA DE POLÍTICAS E ESTRATÉGIA – DIRPE

José Augusto Coelho Fernandes
Diretor de Políticas e Estratégia

Gerência Executiva de Política Econômica – PEC

Flávio Castelo Branco
Gerente-Executivo de Política Econômica

Danilo César Cascaldi Garcia
Equipe Técnica

DIRETORIA DE COMUNICAÇÃO – DIRCOM

Carlos Alberto Barreiros
Diretor de Comunicação

Gerência Executiva de Publicidade e Propaganda – GEXPP

Carla Gonçalves
Gerente Executiva

Walner Pessoa
Produção Editorial

DIRETORIA DE SERVIÇOS CORPORATIVOS – DSC

Fernando Augusto Trivellato
Diretor de Serviços Corporativos

Área de Administração, Documentação e Informação – ADINF

Maurício Vasconcelos de Carvalho
Gerente-Executivo de Administração, Documentação e Informação

Gerência de Documentação e Informação – GEDIN

Mara Lucia Gomes
Gerente de Documentação e Informação

Alberto Nemoto Yamaguti
Revisão Pré e Pós-Textual

Ernani Teixeira Torres Filho e Luiz Macahyba
Autores

Maria da Penha Oliveira Dutra
Revisão Gramatical

Soraya Lacerda | CRB1 - 1320
Normalização Bibliográfica

MC&G Design Editorial
Projeto Gráfico e Diagramação

Xxxxxxxx Xxxxxxxx
Impressão e Acabamento

Apoio