

# O ELO PERDIDO

## O MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA NO BRASIL: AVALIAÇÃO E PROPOSTAS

ERNANI TEIXEIRA TORRES FILHO E LUIZ MACAHYBA



**JUNHO/2012**

## AGRADECIMENTOS

Os autores gostariam de registrar seus agradecimentos a todos aqueles que ajudaram na realização desse trabalho e, em particular aos mais de 40 profissionais do Governo, mercado financeiro e empresas que foram entrevistados ao longo dos últimos meses de 2011 e que, de forma generosa, dispuseram do seu tempo para conversas bastante elucidativas sobre os temas aqui abordados. Esse trabalho não teria sido possível sem o apoio do Instituto Talento e do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial - IEDI, nas pessoas de seus dirigentes, os Drs. Antonio Machado de Barros Filho e Pedro Passos. Um agradecimento especial aos técnicos da Associação Nacional das Instituições dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). As propostas aqui apresentadas, bem como eventuais erros e omissões, são de exclusiva responsabilidade dos autores.

# O ELO PERDIDO – O MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA NO BRASIL: AVALIAÇÃO E PROPOSTAS

## Sumário

Principais Conclusões e Sugestões .....	1
Introdução.....	5
1. Três Dimensões do Mercado Brasileiro de Dívida Corporativa .....	10
1.1 O Mercado Internacional de Dívida Corporativa .....	10
1.2 O Mercado Financeiro Brasileiro .....	14
1.3 Papel dos Títulos Corporativos no Financiamento do Investimento no Brasil .....	18
2. A Evolução Recente do Crédito Bancário.....	20
2.1 Panorama.....	20
2.2 O Crédito Bancário de Longo Prazo para as Pessoas Jurídicas: o BNDES .....	27
2.3 O Cenário do Crédito Bancário de Longo Prazo.....	31
3. Evolução Recente dos Mercados de Renda Fixa.....	34
3.1 A Relação entre o Mercado de Títulos Públicos e o de Títulos Privados: a experiência brasileira .....	34
3.2 O Mercado de Títulos Públicos .....	36
3.3 O Mercado de Títulos Corporativos.....	43
3.4 O Mercado de Títulos de Cessão de Crédito .....	48
4. As Medidas de Estímulo ao Mercado de Títulos Corporativos de Longo Prazo .....	51
4.1 O Debate de 2010 .....	51
4.2 As Medidas Adotadas .....	55
4.3 O Impacto das Medidas .....	59
5. Propostas para o Desenvolvimento do Mercado de Títulos Corporativos de Longo Prazo.....	64
Conclusões .....	71
Bibliografia .....	74
Anexo I – Curvas a Termo das Taxas de Juros .....	76
Anexo II – Normas para a Emissão de Dívida Corporativa com Incentivos Fiscais .....	78
Anexo III – O Mapa dos Incentivos.....	80

## Principais Conclusões e Sugestões

O Brasil ainda dispõe de um mercado incipiente de títulos corporativos de longo prazo. Esse fato é visível qualquer que seja o indicador utilizado. Frente à experiência internacional, o tamanho e a profundidade apresentados pelo Brasil estão muito aquém dos existentes em países desenvolvidos, mas também de asiáticos em desenvolvimento e mesmo de latino-americanos, como México e Colômbia, para não citar o Chile.

O mesmo se repete quando se observa o mercado financeiro doméstico. Enquanto o crédito bancário, as bolsas de valores e os títulos de cessão de crédito atravessaram um *boom* de crescimento e de inovação nos últimos anos, o mercado de títulos corporativos teve um crescimento e um desenvolvimento mais restrito.

O principal determinante desse “atraso relativo” da dívida corporativa tem sido a manutenção de taxas elevadas de juros, nominais e reais, por um período demasiadamente longo. Isso, por um lado, inibiu o lançamento de títulos por parte dos melhores emissores e, por outro, concentrou a demanda em papéis públicos que, ademais do retorno, conferem elevada liquidez e segurança.

Além desses condicionantes, houve ainda um conjunto de fatores regulatórios e tributários que limitaram bastante a maior atratividade das operações com títulos privados. Entretanto, a grande maioria desses entraves institucionais foi removida com as medidas adotadas entre 2010 e 2011. Essas mudanças não foram, no entanto, suficientes para, por si só, permitir uma mudança nos rumos desse mercado. A única exceção foram as Letras Financeiras emitidas pelos bancos.

A despeito desse quadro, a perspectiva de uma queda sustentada das taxas de juros está levando a uma mudança – lenta, mas firme - nas carteiras dos investidores. Há uma “fuga para a rentabilidade” que se traduz em maior demanda por títulos que possam sustentar um *yield* mais elevado por prazos mais longos, mesmo que ao custo de maior risco e iliquidez frente aos papéis públicos ou de bancos. Essa demanda não vem encontrando, nesse momento, uma oferta na dimensão adequada. O mercado vem enfrentando, assim, uma situação particular de sobredemanda por títulos privados de longo prazo, de bom risco de crédito.

A eliminação da taxaço do IOF efetivada ao final de 2010 gerou uma retomada do interesse dos investidores externos por títulos corporativos brasileiros. A demanda desse segmento talvez requeira um prazo mais dilatado para se efetivar, mas seu potencial é sem dúvida ainda maior que a dos investidores domésticos. Esse novo quadro de demanda cria uma oportunidade ímpar para se promover o crescimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo.

A efetivação desse potencial requer, no entanto, que vários entraves ainda venham a ser vencidos. No curto prazo, o principal deles é a assimetria de informação entre os diferentes atores. Essa assimetria se materializa no desconhecimento por parte das grandes empresas das vantagens criadas pela Lei 12.431. Do mesmo modo, existe a resistência dos bancos em estruturar e distribuir esses títulos, por causa de um possível questionamento por parte da Receita Federal quanto ao direcionamento dos recursos que vierem a ser captados. Há ainda a pouca difusão de informações sobre as novas medidas junto a investidores

Diante desse quadro, sugerimos que o governo mude a ênfase de sua atuação. Até o momento, seus esforços se concentraram corretamente em criar um arcabouço fiscal e regulatório que incentive o lançamento de títulos privados de longo prazo voltados para investimento. Uma vez que os incentivos governamentais já estão estabelecidos em seus contornos mais importantes, o próximo passo deveria ser centrar esforços no sentido de se quebrar a inércia do mercado e de se reduzir a enorme assimetria de informação existente. Para tanto, estamos propondo um Programa de Emissões de Títulos Corporativos Incentivados (PETCI), que coordene a atuação de investidores, bancos e emissores.

Esse Programa deveria ter como metas principais:

- a) atingir o lançamento de R\$ 50 bilhões em emissões “títulos de investimento”<sup>1</sup> ou de “debêntures de infraestrutura”<sup>2</sup> a partir de emissões que pudessem seguir cronogramas relativamente firmes e do qual participassem empresas de bom risco das áreas de infraestrutura e indústria;
- b) permitir uma ampliação dos financiamentos fornecidos pelos bancos estatais desde que os créditos adicionais se dessem na forma de títulos que atendam

---

<sup>1</sup> Títulos que atendam os requerimentos para isenção de imposto de renda apenas para estrangeiros

<sup>2</sup> Debêntures que oferecem isenção de impostos de renda para investidores estrangeiros e, principalmente, nacionais.

- os requerimentos da Lei 12.431, através de garantia firme para uma parcela substantiva desses lançamentos, que só seria exercida caso as emissões não fossem totalmente distribuídas aos investidores;
- c) estender para os “títulos de investimento” que fossem adquiridos pelas instituições financeiras ao longo da vigência do Programa a mesma vantagem fiscal já existe para as “debêntures de infraestrutura” – redução do imposto de renda para 15%;
  - d) levar a leilão periódicos, através de plataformas eletrônicas, as carteiras originadas pelos bancos públicos, permitindo que os investidores nacionais e estrangeiros pudessem adquirir esses títulos, a qualquer tempo;
  - e) estender a isenção do Imposto de Renda a fundos destinados a esses investidores estrangeiros cujas carteiras venham a ser formadas por ativos que tenham o mesmo incentivo, em qualquer proporção;
  - f) autorizar a emissão de Letras de Crédito de Investimentos Incentivados, com as vantagens de isenção de imposto de renda previstos na Lei 12.431, desde de valor global inferiores a R\$ 100 milhões, particularmente se lastreadas em projetos de Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (PD&I); e
  - g) estabelecer um programa de parceria do BNDES com fundos de investimento privados, voltados para a gestão de ativos de crédito de longo prazo, que atendam aos preceitos da Lei 12.431.

Em complementação a esse programa, existem duas medidas complementares que permitiriam acelerar o processo de originação de ativos:

- h) estender para os “títulos de investimento” a multa que já é prevista para as empresas emissoras de “debêntures de infraestrutura”, no caso de não aplicarem os recursos captados nos projetos associados aos títulos, explicitando, se possível, que essa responsabilidade fiscal não se estende aos investidores; e
- i) aperfeiçoar as restrições hoje existentes à colocação de títulos corporativos em geral com base na Instrução 400 da CVM, de modo a que a base de investidores domésticos pudesse ser a mais ampla possível.

## Programa de Emissões de Títulos Corporativos Incentivados (PETCI)

### Quadro Resumo das Propostas Centrais

<b>Medida</b>	<b>“Títulos de Investimento”</b>	<b>“Debêntures de Infraestrutura”</b>	<b>Objetivo</b>
Meta de R\$ 50 bilhões de emissões em 3 anos	Foco principal das emissões tendo em vista a demanda potencial dos investimentos estrangeiros	Prioridade do Programa, limitada pelas dificuldades de emissão no curto prazo	Retomar a coordenação dos atores e reduzir mito a assimetria de informação
Garantia dos Bancos Públicos às Emissões	Sim	Sim	Atingir um porte mínimo de mercado em curto prazo
Benefício de 15% de IR para as PJ residentes	Estimular os bancos a apoiarem emissões	Já dispõem	Idem
Leilões periódicos das carteiras dos bancos públicos	Sim	Sim	Garantir fluxo de oferta de papéis
Liberdade para a composição de fundos com papéis incentivados	Livre composição com títulos públicos	Composição com outros instrumentos que tenham isenção de IR, desde que mínimo de 30% de “Debêntures de Infraestrutura”	Melhorar a liquidez e a capacidade de mitigação de risco por parte dos investidores
Estímulo à formação de fundos de papéis incentivados	Sim	Sim	Ampliar a liquidez e a escala do mercado
Criar as Letras de Crédito de Investimentos Incentivados	Não	Seria uma forma adicional desses títulos para projetos de menor porte	Estender os benefícios aos projetos de menor porte (PD&I)
Responsabilizar exclusivamente o emissor por desvio de finalidade	Reduzir o risco dos investidores estrangeiros e de seus bancos representantes	Reduzir o risco dos investidores nacionais	Reduzir a incerteza quanto ao benefício dos investidores
Aperfeiçoar a Instrução CVM 400	Sim	Sim	Alargar a base de investidores nacionais

## Introdução

A escassez de fundos de longo prazo sempre foi vista como um dos principais pontos de estrangulamento do desenvolvimento econômico brasileiro. Essa visão embasou, desde os anos 1950, a adoção de diferentes medidas que visavam o estímulo à ampliação das fontes domésticas desses recursos.

Algumas iniciativas, como a criação do BNDES, do FGTS e do PIS-Pasep, buscavam respostas em fundos originados a partir da capacidade fiscal do poder público. Outras, como a reforma bancária de 1965 que criou os bancos de investimento, pretendiam promover a intermediação financeira a partir de instituições privadas. A essas ações se somaram outras medidas, como a Lei das S.A de 1976, que se preocupavam em estimular os mecanismos de financiamento direto das empresas, através do mercado de capitais.

O sucesso de cada uma dessas iniciativas pode ser identificado, nos dias atuais, na relevância desses diferentes instrumentos no mercado financeiro brasileiro. O porte e a profundidade de cada um deles responderam não só a aspectos institucionais e de mercado, mas também a um cenário macroeconômico que foi pautado por crises e por níveis de inflação muito elevados. O resultado é que o padrão de financiamento dos investimentos no Brasil é centrado nos lucros retidos e nos empréstimos dos bancos oficiais.

O baixo desenvolvimento dos mercados financeiros brasileiros foi, durante décadas, visto como um entre tantos outros casos de um padrão que afetava quase todas as economias periféricas. A intermediação de longo prazo quer centrada no mercado de capitais – como era o caso dos EUA – quer dominada pelos bancos – como ocorria na Europa e no Japão – era vista como característica quase que inerente a países desenvolvidos.

Esse cenário começou, no entanto, a mudar a partir da década de 1990. Em meio às diversas crises cambiais e ao aumento da liquidez internacional, países asiáticos e, posteriormente, latino-americanos conseguiram lograr avanços relevantes no financiamento da sua dívida mobiliária, pública e privada em moeda local.



No Brasil, o passo dessas reformas se deu de forma mais lenta. A alta inflação chegou ao fim em 1994. Entretanto, a estabilidade fiscal e, principalmente, a cambial ainda tiveram que esperar por mais de uma década. Isso levou a que o grande desenvolvimento dos mercados financeiros locais viesse a ocorrer mais acentuadamente ao longo da segunda metade dos anos 2000. Só então, o mercado bancário adquiriu um porte mais condizente com o tamanho da economia, a dívida pública ganhou profundidade e prazo e a bolsa de valores, integrada aos fluxos internacionais, passou a ter porte mundial.

A dívida mobiliária corporativa não acompanhou, no entanto, os avanços registrados nos demais mercados financeiros. Os motivos que levaram a esse “atraso relativo” são de natureza macroeconômica, institucional e até mesmo concorrencial. Em grande medida, essa situação decorre da manutenção por período demasiadamente longo de mecanismos financeiros, originados durante as crises dos anos 1980 e 1990, por meio dos quais os investidores em títulos públicos gozam de taxas de juros elevadas, ampla liquidez e segurança quase absoluta.

Esse mesmo cenário fez com que empresas de menor risco se mantivessem distantes de emissões de títulos corporativos que, em seu mix de recursos, eram vistas como demasiadamente caras para prazos longos. Ao mesmo tempo, suas necessidades de passivos de maior duração puderam ser satisfeitas pelo lançamento de ações, pelas captações externas e, principalmente, pelo crédito dos bancos oficiais. Assim, a retomada do ciclo de investimento a partir de 2006 não chegou a gerar uma mudança substantiva nesse *status quo* na medida em que os fundos públicos de financiamento e os mecanismos privados disponíveis puderam atender adequadamente a demanda adicional por recursos de longo prazo.

Entretanto, com a crise de 2008-2009, a questão da escassez de recursos para o financiamento dos projetos de investimento voltou ao centro das atenções. O pânico que se seguiu à quebra do banco americano Lehman Brothers provocou uma “fredda brusca” nos mercados financeiros internacionais. No Brasil, os efeitos foram menos dramáticos. O impacto da desaceleração do crédito por parte dos bancos privados

nacionais foi em boa medida compensado pela expansão das operações das instituições públicas. Entretanto, para isso, foi necessário que o Tesouro Nacional mobilizasse fundos de longo prazo, através de grandes emissões de títulos da dívida pública, para sustentar os empréstimos realizados pelo BNDES.

Diante desse novo quadro de relativa escassez de recursos, governo e setor privado se reuniram em 2010 para identificar medidas que pudessem reduzir o “atraso” do mercado de títulos corporativos. Esse tipo de emissão passou a ser visto como um mecanismo de grande potencial para o atendimento das necessidades crescentes de fundos para investimentos nos setores da indústria e da infraestrutura. Tal processo deu corpo a um conjunto de medidas anunciadas pelo Governo no final daquele ano, destinadas a ampliar a base e a profundidade dos mercados primário e secundário de títulos de dívida corporativa de longo prazo. Essa iniciativa foi recebida com entusiasmo pelos agentes econômicos, na medida em que promovia a eliminação de algumas “desvantagens competitivas” dos títulos privados frente aos públicos e corrigia um rol de imperfeições regulatórias e tributárias que se constituíam em entraves relevantes ao pleno desenvolvimento do mercado de dívida corporativa.

Ao longo do segundo semestre de 2011, esse otimismo inicial foi, no entanto, se dissipando. Isso, por um lado, decorreu do agravamento da crise internacional, que provocou alguns adiamentos de novos investimentos por parte das empresas. Por outro lado, a regulação das medidas anunciadas em 2010 ficou inacabada, gerando incertezas, sobretudo nos departamentos jurídicos das instituições financeiras responsáveis pela estruturação e distribuição de títulos e valores mobiliários. A isso se somou a manutenção da vigência ao longo do ano do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 6% para investidores estrangeiros que aplicassem em renda fixa – eliminada em novembro de 2011. Esses elementos provocaram ruídos no processo de divulgação dos novos instrumentos, o que gerou uma grande assimetria de informações entre os principais atores. Esses elementos explicam por que até o final de 2011 não houve nenhuma emissão ao amparo das medidas adotadas de 2010.

Diante desse contexto, os Institutos IEDI e Talento, que participaram do debate sobre o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos - inclusive com a publicação de

um estudo - entenderam que as discussões sobre o tema deveriam ser retomadas. Para tanto, decidiram promover uma avaliação do conjunto de medidas adotadas desde 2010 e identificar eventuais ações ou aprimoramentos que pudessem dar continuidade ao processo de ampliação e aprofundamento do mercado de dívida corporativa de longo prazo.

Estes são, portanto, os dois principais objetivos deste estudo, que, além dessa introdução e da conclusão, está estruturado em cinco capítulos. O primeiro deles apresenta três diferentes dimensões para se avaliar o porte de mercado de dívida corporativa de longo prazo no Brasil: a evolução desse mercado no mundo, o papel desse segmento dentro do mercado financeiro nacional e sua importância no padrão de financiamento do investimento no País. A escolha desses três parâmetros tem por mérito contextualizar o “atraso relativo” do mercado brasileiro de papéis de dívida de empresas.

O segundo capítulo apresenta um panorama da evolução recente do mercado de crédito bancário no Brasil, com um destaque para os empréstimos de longo prazo através do BNDES. Além de se apresentarem as mudanças mais importantes registradas em termos de porte e de prazos praticados, se busca também mostrar como, na prática, esse mercado funciona de forma bastante segmentada e com fortes características de complementaridade.

O terceiro capítulo se detém sobre a evolução recente dos mercados de dívida pública e corporativa. No primeiro segmento, registram-se os avanços mais significativos em termos regulatórios, operacionais e financeiros, que garantiram maior confiabilidade aos investidores. Esses ganhos, no entanto, não foram suficientes para afetar o funcionamento do mercado de dívida corporativa que não acompanhou o desenvolvimento verificado tanto na dívida pública, mas também em outros mercados de ativos financeiros privados.

O quarto capítulo apresenta o conjunto de medidas de incentivo ao mercado de dívida corporativa, adotado pelo governo federal a partir do final de 2010. Essa iniciativa se seguiu a um amplo debate entre atores públicos e privados. Foram introduzidas reformas importantes na legislação, com destaque para a isenção do imposto de renda

para os investidores estrangeiros em títulos privados, benefício até então limitado aos papéis públicos. Entretanto, apesar das reações iniciais positivas do mercado, o objetivo central da nova legislação, que era o de estimular a emissão de títulos associados a investimentos das empresas, até o momento não se efetivou.

A partir desse quadro, o quinto capítulo reúne um conjunto de propostas que visam retomar o curso e aprofundar o projeto de modernização do mercado de títulos corporativos iniciado em 2010. As medidas sugeridas nesse trabalho se beneficiaram das entrevistas realizadas nos últimos meses de 2011 e que incluiu um grupo amplo de interlocutores tanto do setor público quanto das empresas privadas.

## **1. Três Dimensões do Mercado Brasileiro de Dívida Corporativa**

Para se avaliar a evolução e o tamanho relativo do mercado brasileiro de títulos corporativos, foram utilizados três parâmetros distintos. O primeiro foi mercado internacional de títulos emitidos por empresas não financeiras. Com isso, se tem uma percepção da dimensão da experiência brasileira frente à de outros países relevantes. O segundo foi o mercado financeiro brasileiro. Essa perspectiva permite comparar a evolução recente da dívida direta das empresas frente aos demais componentes do mercado doméstico. Finalmente, o terceiro parâmetro foi o conjunto das fontes de investimento das empresas brasileiras. Nesse caso, se pretende identificar a importância dos títulos corporativos como mecanismo de apoio financeiro às decisões de expansão da capacidade produtiva na indústria e na infraestrutura.

### **1.1 O Mercado Internacional de Dívida Corporativa**

Até a década de 1980, os Estados Unidos era praticamente o único país a ter um mercado relevante de títulos corporativos. Essa particularidade da experiência americana era atribuída em boa medida às características da regulação financeira adotada naquele país a partir da crise de 1930. Foi então imposta uma rigorosa separação entre as atividades desenvolvidas por bancos comerciais – crédito de curto prazo - e pelas demais instituições financeiras - mercados de capitais. Essa separação contrastava com os modelos adotados em outros países avançados da Europa e no Japão, onde, na prática, dominavam os bancos universais<sup>3</sup>. Além disso, havia também as facilidades oferecidas pela legislação americana de falências.

O processo de liberalização pós-1980 impulsionou o mercado americano de títulos de dívida corporativa, criando condições para seu alargamento e aprofundamento. Entretanto, o impacto da globalização financeira em outras regiões fez com que o crescimento desse tipo de emissão no resto do mundo fosse ainda mais rápido. Com isso, a participação dos Estados Unidos no mercado global de títulos corporativos caiu ao longo dos anos, passando de mais de 67% em 1990 para 43% em 2010 (Quadro 1).

---

<sup>3</sup> Ver para Japão, Torres Filho (1983)

Entre as demais economias avançadas, o grande destaque foi o Japão. Nos anos 1970, a Crise do Petróleo de 1973 e a existência do euromercado criaram oportunidades para que as empresas e os bancos nipônicos ensaiassem no exterior seus primeiros passos no lançamento de títulos corporativos. Até então, operações de emissão de títulos corporativos no Japão eram bastante restringidas pela legislação japonesa <sup>4</sup>.

Quadro 1

Estoque de Títulos Corporativos em Países Selecionados

	Em % do PIB									Em % Mundo	
	1990	1995	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	1990	2010
<b>Países Desenvolvidos</b>											
Estados Unidos	21,9	22,0	23,2	22,4	21,5	20,6	20,4	19,8	19,7	63,5	43,1
Japão	9,3	10,5	15,0	16,0	18,6	14,8	17,5	16,0	17,9	14,0	13,5
França	10,8	9,1	10,0	12,0	12,3	10,6	11,2	9,8	10,9	5,5	4,3
Alemanha	0,1	0,2	1,3	2,9	4,9	4,9	8,3	10,5	10,7	0,1	5,3
Reino Unido	2,8	2,6	1,8	1,7	1,4	0,9	0,6	1,0	0,9	1,4	0,3
<b>Emergentes Latino- Americanos</b>											
Argentina	0,0	1,2	2,6	9,1	6,3	5,4	2,4	2,4	1,8	0,0	0,1
Brasil	...	....	0,5	0,3	0,6	0,5	0,4	0,6	0,5	...	0,1
Chile	3,9	3,4	4,8	11,0	12,0	10,3	10,6	17,0	14,6	0,1	0,5
Colômbia	0,3	1,0	0,1	0,3	0,5	0,5	0,3	0,4	0,6	0,0	0,3
México	1,4	0,7	0,0	1,5	2,4	2,9	2,3	3,3	3,4	0,2	0,5
<b>Emergentes Asiáticos</b>											
Índia	...	0,0	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	1,4	1,4	0,0	0,4
China	0,7	0,7	0,9	1,0	0,9	2,6	4,1	7,1	8,8	0,0	7,8
Coréia do Sul	17,3	20,0	37,4	44,0	32,5	24,3	23,4	37,1	37,5	2,3	5,7
Malásia	2,5	10,3	23,1	20,5	19,7	20,8	25,0	31,4	35,8	0,6	1,3

Fonte: BIS (2011), ADB (2011), World Bank (2011) e FMI (2005). Elaboração dos autores.

Esse cenário mudou radicalmente com a liberalização e a internacionalização do mercado financeiro do Japão nos anos 1990. Uma das principais iniciativas nesse sentido foi o programa de desregulamentação da Bolsa de Tóquio, o chamado “Big Bang”, posto em marcha em 1998. Com isso, o governo e as instituições financeiras japonesas queriam atrair de volta para Tóquio a intermediação de títulos privados em países que as grandes empresas e os bancos realizavam no exterior. Graças a essa

<sup>4</sup> Ver Torres Filho (1992)

reforma, o Japão é hoje o segundo maior mercado mundial para títulos emitidos por empresas não financeiras, com quase 13% do total.

A Europa teve um desenvolvimento mais tardio do mercado de papéis privados por causa da importância que os bancos continuaram detendo no financiamento das empresas daquele continente. Esse cenário começou a mudar mais rapidamente a partir da adoção do euro em 1999. O processo de liberalização financeira, que acompanhou a introdução da moeda única, provocou o aumento da competição e o achatamento das margens de intermediação financeira. Desde então, a Alemanha veio a superar a França como principal país emissor de títulos corporativos na Europa. Os dois países reúnem os maiores mercados do continente e juntos detinham 9,6 % do total mundial em 2010.

Na Ásia, as emissões de títulos corporativos começaram a crescer mais rapidamente a partir de meados dos anos 1990, inicialmente em países como Malásia e Coréia do Sul. Nesses dois casos, o principal determinante da expansão foi a necessidade de as empresas obterem novas fontes de recursos em um cenário em que os bancos locais estavam restringindo suas operações, por força do processo de ajuste à grave crise financeira asiática de 1997. Na Coréia, esse fenômeno tomou proporções ainda maiores pelo fato de os grandes grupos empresariais nacionais – os *chaebol* – deterem o controle das principais instituições financeiras não bancárias – as *investment trust companies*.

Esse processo não se repetiu na Índia e na China só se tornou mais visível nos últimos anos. Apesar de ser um fenômeno recente, o tamanho do mercado chinês de dívida corporativa, a exemplo do que se observou em outras áreas da economia desse país, tomou rapidamente proporções relevantes frente ao mercado internacional. Atingiu sozinho em 2010 quase 8% do estoque de papéis corporativos no mundo. Mesmo assim, o financiamento das empresas nesses dois países continua dominado pela intermediação bancária, apesar da existência de mercados bastante desenvolvidos de dívida pública. China, Índia, Coréia do Sul e Malásia em conjunto responderam por pouco mais de 15% de toda a dívida corporativa mundial em 2010.

O desenvolvimento de mercados de dívida corporativa na América Latina tem, em geral, sido lento frente ao restante do mundo. O resultado é uma baixa relação entre

os estoques de títulos privados e o PIB desses países. A grande exceção a esse quadro é o Chile. Não só os níveis de dívida direta das empresas chilenas sempre foram mais relevantes frente ao PIB que em outras grandes economias da região, mas também o crescimento observado nos últimos anos foi bastante expressivo.

A maior emissão de títulos privados na América Latina vem sendo motivada por um conjunto de fatores de ordem macroeconômica e institucional. Os destaques são a queda da inflação e das taxas de juros, associadas à maior liquidez global. Contribuiu também positivamente para esse cenário a busca de uma menor exposição em moeda estrangeira, após a experiência negativa das crises dos anos 90. A crise de 2008 deu novo alento ao mercado na medida em que importantes companhias locais, que têm facilidade em operar em dólar americano - como a estatal petroleira colombiana (Ecopetrol) - passaram a também emitir títulos em moeda nacional em seu país de origem. A falência do Lehman Brothers praticamente fechou o acesso das grandes empresas da região – assim como de outras regiões do mundo - aos mercados financeiros globais. Entretanto, apesar da crise, alguns mercados de capitais latino-americanos continuaram abertos a colocações por parte de empresas locais de baixo risco. Os investidores institucionais, em particular os fundos de pensão, tiveram um importante papel em sustentar essa demanda por papéis privados latino-americanos. Em meados da década passada, essas instituições detinham 80% de todas essas emissões em países como Chile, Colômbia e Peru.

As cinco maiores economias latino-americanas em conjunto (Tabela 1) responderam em 2010 por apenas 1,5% das emissões corporativas mundiais. O Brasil detém uma participação pequena, pouco mais de um décimo percentual desse total. Claramente é um percentual que está muito aquém do porte e da trajetória recente de crescimento da economia brasileira. Esse nível também deixa a desejar frente ao desenvolvimento observado em outros segmentos do mercado financeiro local, particularmente no que diz respeito à bolsa de valores e à dívida pública.

Assim, a relativa atrofia do mercado de títulos corporativos brasileiros já não pode ser mais explicada apenas por fatores estruturais, inerentes às economias em desenvolvimento, nem mesmo pelas condições específicas a países latino-americanos.



Trata-se, nos dias atuais, de um fenômeno particular da realidade econômica brasileira, cujos condicionantes devem ser buscados nas características que dominam a operação de financiamento de longo prazo nos mercados financeiros locais.

## **1.2 O Mercado Financeiro Brasileiro**

De acordo com os dados coletados pela ANBIMA e reproduzidos no Quadro 2, o mercado financeiro brasileiro atingiu, ao final de 2011, um total de ativos de R\$ 12,7 trilhões. Trata-se de um valor expressivo, que corresponde a três vezes o PIB nacional no mesmo ano. O crescimento recente também foi bastante expressivo. A expansão nominal registrada entre 2006 e 2011 foi da ordem de 140%.

Esse dado tende, no entanto, a superestimar o tamanho desse mercado na medida em que leva em conta, não só os derivativos transacionados localmente - que representam quase a metade do total levantado pela ANBIMA – como também os “Instrumentos Financeiros” – com pouco mais de 9%. No primeiro caso, não se trata a rigor de operações de crédito, mas de mecanismos de *hedge*, arbitragem ou apostas especulativas que, ainda por cima, estão computados pelo seu valor nominal, ou seja, estão incluídos os valores de contratos que são meros desdobramentos de operações primárias. No segundo caso, são instrumentos que refletem as operações das instituições financeiras entre si e entre estas e o banco central.

Retirando-se os derivativos e os instrumentos financeiros, chega-se a um novo valor que reflete com mais acuidade o tamanho do mercado financeiro nacional, visto do ponto dos investidores. Por essa ótica, os segmentos de renda fixa e variável atingiram em 2011, R\$ 5,6 trilhões, ou seja, 1,4 vezes o PIB. Desse montante, a bolsa de valores alcançava 40% e os títulos representativos de dívida 60%.

Quadro 2

Evolução do Estoque do Mercado Financeiro Brasileiro<sup>(\*)</sup>

Em R\$ bilhões

Ativos		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Títulos Corporativos	Debêntures	156	210	248	283	338	397
	Outros	2	3	19	15	11	13
	<b>Total (a)</b>	157	213	267	298	349	410
Títulos Bancários	CDB	343	397	730	830	854	753
	LF (**)	--	--	--	--	31	149
	Outros (***)	3	7	6	19	55	30
	<b>Total (b)</b>	346	404	736	849	908	932
<b>Títulos de Cessão de Crédito (c)</b>		24	36	65	82	122	179
<b>Títulos Privados (a+b+c)</b>		527	653	1068	1228	1379	1521
<b>Títulos Públicos (d)</b>		1094	1225	1265	1398	1604	1783
<b>Mercado de Renda Fixa (a+b+c+d)</b>		1621	1878	2333	2627	2983	3304
<b>Mercado de Ações (****) (e)</b>		1545	2478	1375	2335	2569	2294
<b>M. Renda Fixa + Variável (a+b+c+d+e)</b>		3166	4356	3708	4961	5552	5599
Instrumentos Financeiros	DI	258	447	463	497	602	711
	Compromissadas	203	219	267	343	385	484
	<b>Total (f)</b>	461	666	730	841	987	1195
<b>Mercado de Derivativos (*****) (g)</b>		1723	2198	2697	4620	4536	5943
<b>Total Geral (a+b+c+d+e+f+g)</b>		5350	7220	7135	10422	11075	12736

Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional, CETIP e BM&FBovespa. Elaboração: ANBIMA.

(\*) Estoque - Posição do final de dezembro de cada ano. Para as operações compromissadas foram utilizados o giro correspondente ao penúltimo dia do ano.

(\*\*) Letras Financeiras

(\*\*\*) Inclui Cédula de Debêntures, DPGE, Letra de Câmbio, Letra Financeira e RDB.

(\*\*\*\*) Posição de capitalização bursátil da BM&FBovespa.

(\*\*\*\*\* ) Somatório do estoque de derivativos em custódia na CETIP e dos contratos em abertos da BM&FBovespa do último dia útil do ano.

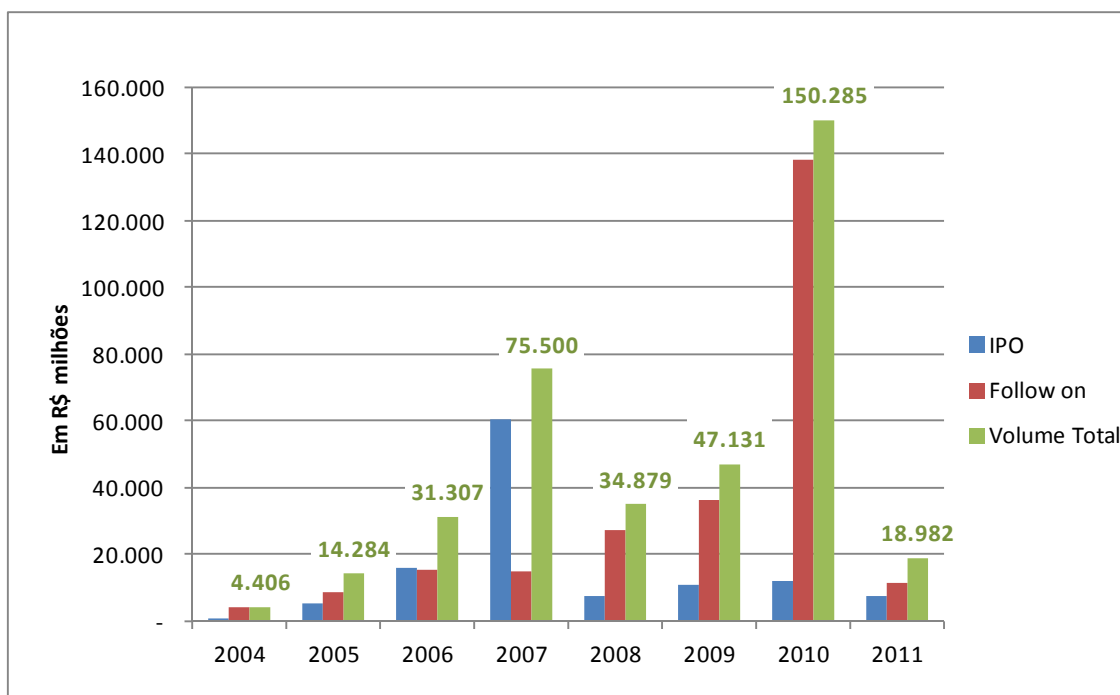
O mercado de ações teve um forte crescimento entre 2006 e 2011. Como se pode ver no Quadro 2, a posição de capitalização bursátil da BM&FBovespa em 2011 era quase 50% maior que a de 2006, apesar de o mercado ainda não ter se recuperado integralmente da crise de 2008.

O Gráfico 1 mostra os volumes de ofertas iniciais e subsequentes de ações entre 2004 e 2011. A grande instabilidade nos volumes anuais decorreu das flutuações do mercado, mas também de algumas operações de grande porte, como foi o caso do *follow on* da Petrobras que alcançou cerca de R\$ 110 bilhões em 2010. Nesse período

quase 150 empresas abriram seu capital na Bolsa e mais de 100 captaram recursos através de colocações subsequentes. Isso corresponde a um ritmo de uma oferta a cada oito dias úteis, aproximadamente.

Gráfico 1

Mercado Acionário: Ofertas Iniciais e *Follow on* (Em anos)



Fonte: Bovespa, Elaboração dos Autores

Outro indicador de pujança do mercado acionário está relacionado à ampliação da base de investidores. O ingresso do investidor estrangeiro foi um dos elementos mais importantes para aumentar o dinamismo do mercado acionário local, principalmente entre 2006 e 2007, anos em que se concentraram o maior número de operações de Ofertas Iniciais (IPO). Sua importância pode ser identificada na medida em que mais de 70% dos IPO realizados nesse período foram adquiridos por não residentes. Ainda que a crise internacional tenha arrefecido a participação destes investidores no mercado acionário local, em dezembro de 2011, eles respondiam por 40% da liquidez no mercado a vista.

Assim, o mercado de renda variável experimentou uma evolução bastante significativa nos últimos anos. A diversidade de investidores, o nível de profundidade apresentada

e a integração com o sistema financeiro internacional são elementos que permitem afirmar que a bolsa de valores já dispõe das condições mínimas necessárias para que as empresas, sobretudo as de maior porte, obtenham, através do lançamento de ações, parte relevante dos recursos necessários para seus projetos de expansão.

Na renda fixa, os papéis públicos predominam com 54% dos títulos de dívida em 2011. Esse percentual, no entanto, vem declinando acentuadamente. Em 2006, atingia mais de 67%. Entre os papéis privados, os de origem bancária respondem por 60% dessa classe de ativos, graças ao grande volume de emissões de Letras Financeiras observado nos últimos dois anos. Entretanto, esse dado minimiza a importância dessas instituições nos mercados de renda fixa, pois, como se verá mais adiante, os bancos também detêm uma presença importante na emissão de debêntures – quer diretamente através das empresas de *leasings*, quer indiretamente mediante a estruturação e distribuição de papéis de seus clientes *corporate*.

Dois tipos de título de crédito ganharam importância a partir da crise de 2008. O primeiro foram as LF - Letras Financeiras. Esse instrumento, que é emitido por bancos, passou a ser intensamente utilizado a partir de 2010, principalmente quando o Banco Central eliminou a obrigação de depósitos compulsórios sobre essas captações, aumentando substancialmente sua atratividade. Havia a expectativa de que as novas emissões de LF – títulos de prazos mais longos que os CDB - seriam feitas com base em indexadores diferentes da taxa DI. Essa perspectiva, no entanto, não se materializou. A quase totalidade dos lançamentos foi com base no DI. Havia ainda a perspectiva - que também acabou não confirmada na prática - de que os bancos registrariam programas de emissões com vértices fixos, similares ao que faz o Tesouro Nacional, reabrindo as ofertas sempre que houvesse necessidade de recursos e demanda pelos investidores. Além disso, as colocações foram quase todas privadas e para o prazo mínimo definido na regulamentação, ou seja, dois anos.

Um dado auspicioso com relação às Letras Financeiras é que uma parcela expressiva desses títulos, estimada em R\$ 30 bilhões dos R\$ 150 bilhões emitidos até o final de 2011, foi adquirida por fundos de pensão. Esse fato revela uma busca dessas instituições previdenciárias por títulos privados que apresentem mais rentabilidade

que os públicos, sem implicar ao mesmo tempo em uma elevação substancial do risco de suas carteiras. Trata-se de uma estratégia de alocação de recursos que já reflete o novo cenário de redução nominal e real das taxas de juros sinalizado pelo Banco Central. Com isso, os títulos públicos tendem a gerar retornos cada vez menores frente às metas atuariais atualmente praticadas por essas instituições.

O segundo grupo de títulos que ganhou destaque nos últimos anos foram os instrumentos de cessão de crédito – basicamente originados a partir de operações com o setor agrícola e o imobiliário. Esses títulos dobraram sua participação de mercado entre 2006 e 2011, alcançando 12% do estoque de papéis privados, revelando o interesse crescente das Pessoas Físicas por investimentos que tenham isenção de Imposto de Renda.

Finalmente, as debêntures, mesmo incluídas as emissões das empresas de *leasing*, representaram em 2011 pouco mais de um quarto do mercado de renda fixa privado, registrando uma queda frente aos quase 30% de participação relativa no conjunto dos títulos privados de 2006. Assim, um segmento, que já era relativamente pequeno, tornou-se ainda menor, em um período em que os mercados privados de renda fixa e variável tiveram crescimento expressivo.

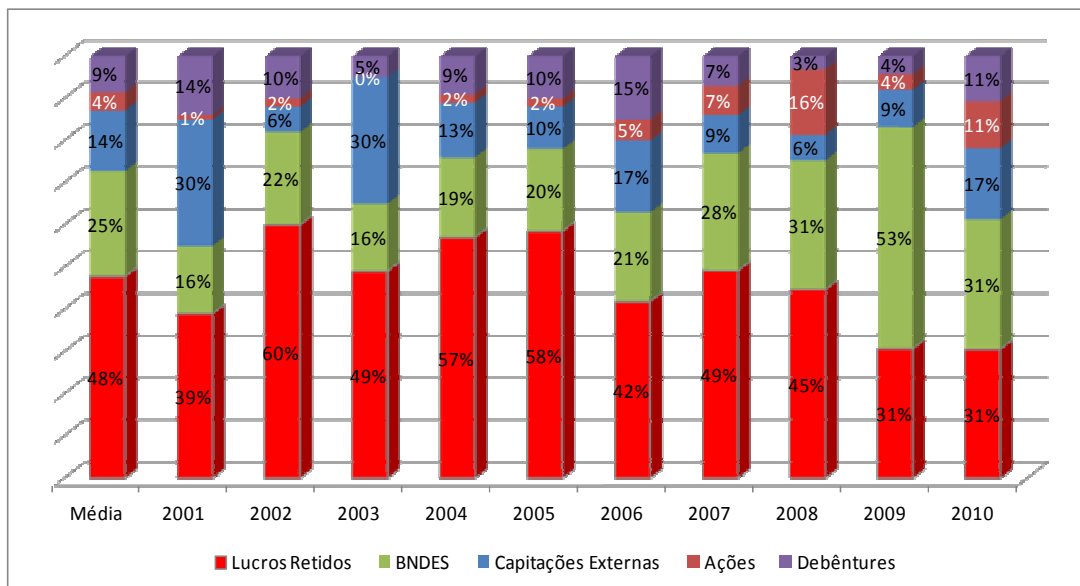
### **1.3 Papel dos Títulos Corporativos no Financiamento do Investimento no Brasil**

A reduzida participação do Brasil no mercado mundial de títulos de dívida corporativa reflete também a pequena importância que esse instrumento tem entre as fontes de recursos para o investimento das empresas. De acordo com pesquisa realizada pelo BNDES, o financiamento do investimento não residencial no Brasil seguiu um padrão relativamente estável ao longo da década de 2000.

Como se pode ver no Gráfico 2, a fonte mais importante foi o lucro retido, seguido pelos empréstimos bancários locais, pelas fontes externas e pelo mercado de capitais. Esse ordenamento é respeitado em praticamente todos os anos em que não houve crises macroeconômicas, como 2003 e 2009, ou operações de porte e natureza excepcional como a capitalização da Petrobras em 2010.

Gráfico 2

Padrão de Financiamento do Investimento na Indústria e na Infra-Estrutura (Em %)



Fonte: BNDES. Elaboração dos Autores.

A proporção dos fundos próprios das empresas respondeu, em média, por 48% dos investimentos. Os empréstimos em moeda local representaram 25% e os em moeda estrangeira 14%. Dos 13% restantes, provenientes do mercado de capitais, cerca de nove pontos percentuais foram representados pelas debêntures e o restante pelas ações. O papel das bolsas de valores no investimento empresarial transcende em muito seu impacto como fonte de financiamento direto. A existência de um mercado de ações líquido permite que as empresas tenham muito maior flexibilidade na gestão de seus portfólios.

## 2. A Evolução Recente do Crédito Bancário

### 2.1 Panorama

A elevada proporção do crédito bancário entre as fontes de investimento no Brasil guarda semelhança com a experiência da maior parte do mundo. Entretanto, há várias especificidades do mercado brasileiro que lhe atribuem condições de desenvolvimento muito particulares.

O mercado de crédito bancário brasileiro tradicionalmente apresentou quatro características marcantes: relativa escassez; evolução sujeita a grande volatilidade; custos elevados frente aos praticados em economias mais desenvolvidas; e prazos curtos. Até o final dos anos 1990, esse quadro de restrição financeira não era, no entanto, uma situação específica da economia brasileira. Países em desenvolvimento, particularmente na América Latina, também apresentavam limitações semelhantes <sup>5</sup>. Esse cenário era, por sua vez, muito diferente do que se observava nas economias industrializadas, onde já existiam, há muitas décadas, mercados financeiros de longo prazo amplos e profundos operando em suas respectivas moedas nacionais, ainda que, em sua maioria, dominados pela intermediação bancária <sup>6</sup>.

No Brasil, um dos fatores que tradicionalmente limitou o desenvolvimento desse mercado de crédito, em particular das operações de longo prazo, foi a convivência com taxas de inflação extremamente elevadas, por períodos muito prolongados <sup>7</sup>. A estabilização dos preços foi alcançada com a implantação bem sucedida do Plano Real em 1994. Entretanto, até 2004 - passada uma década da eliminação da alta inflação - o crédito continuou sendo bastante restrito. Nesse período, o saldo das operações bancárias em % do PIB chegou a apresentar desempenho negativo. Entre o final de 1995 e 2004, esse indicador se reduziu de 28,8% para 23,7% (Ver Gráfico 3).

---

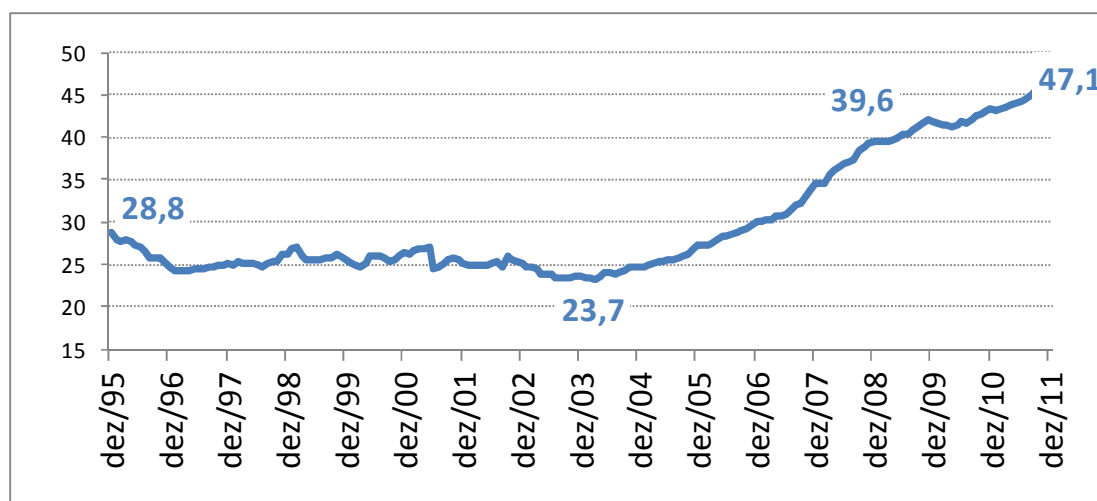
<sup>5</sup> Ver BID (2005)

<sup>6</sup> Como foi mostrado no capítulo anterior.

<sup>7</sup> A alta inflação foi também um dos principais fatores a limitar o desenvolvimento dos mercados de capitais

Gráfico 3

Evolução do Crédito ao Setor Privado (Em % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos Autores.

Os bancos públicos foram os principais responsáveis por essa queda. Houve, ao longo dos anos 1990, uma importante reestruturação dessas instituições, sendo que o evento de maior impacto foi a absorção pelo Tesouro Nacional de um grande volume dos créditos imobiliários gravosos, que constavam do balanço da Caixa Econômica Federal. Entretanto, o desempenho dos bancos privados também deixou a desejar, mesmo quando se consideram os ganhos dessas instituições decorrentes das privatizações. Assim, apesar da redução da inflação e dos avanços regulatórios introduzidos nesse período, as taxas de juros permaneceram demasiadamente elevadas e voláteis e os prazos das operações continuaram sendo curtos.

O crescimento sustentado do crédito só se tornou uma realidade a partir de 2004, quando, à estabilidade de preços, se somou uma âncora fiscal, obtida a partir de 1999, e finalmente um quadro de maior estabilidade cambial. O Gráfico 3 mostra que a relação entre o Crédito Bancário ao Setor Privado e o Produto Interno Bruto (PIB) quase dobrou entre dezembro de 2004 e igual mês de 2011, passando de 23,4% para 47,1%. Houve, portanto, uma mudança estrutural frente ao comportamento registrado anteriormente.



Mesmo assim, o nível alcançado pelo crédito bancário no Brasil em 2011 ainda não pode ser considerado elevado se comparado ao que se observa internacionalmente. Em países desenvolvidos, o indicador Crédito/PIB atinge, em geral, mais de 100% e em algumas economias em desenvolvimento na Ásia e no Chile supera 80%. A média mundial em 2008 era 66%.<sup>8</sup>

A rápida expansão do crédito bancário observada nos últimos anos foi sustentada pela forte descompressão observada no segmento das Pessoas Físicas (PF). O endividamento das famílias não só deu início ao ciclo expansionista do crédito<sup>9</sup> como vem desde então crescendo de forma rápida e sustentada<sup>10</sup>. O endividamento das famílias brasileiras não cedeu nem mesmo durante a crise financeira internacional, que impactou fortemente a economia brasileira entre o final de 2008 e o início de 2009. Como resultado, pode-se ver no Gráfico 4 que a proporção do crédito às PF frente ao PIB quase triplicou entre dezembro de 2003 e igual mês de 2011, ou seja, aumentou de 5,8% para 15,3%.

O mesmo fenômeno também se observou no crédito habitacional. Apesar de representar uma parcela pequena do mercado, em torno a 1,5% do PIB até 2007, os empréstimos para aquisição de residências cresceram a passos largos. Em dezembro de 2011, esse indicador havia mais que triplicado, apesar de ainda se limitar a 4,8% do PIB.

Tanto o crédito às pessoas físicas quanto o habitacional foram impulsionados por um conjunto comum de fatores relevantes. Houve a criação de mais de 10 milhões de empregos formais entre 2003 e 2011. O desemprego caiu a seu nível mais baixo em uma década e os salários tiveram aumento real contínuo, particularmente o mínimo. As taxas de juros para as pessoas físicas também registraram quedas relevantes. Passaram em média de mais de 65% ao ano em janeiro de 2004 para 44% em dezembro de 2011.

---

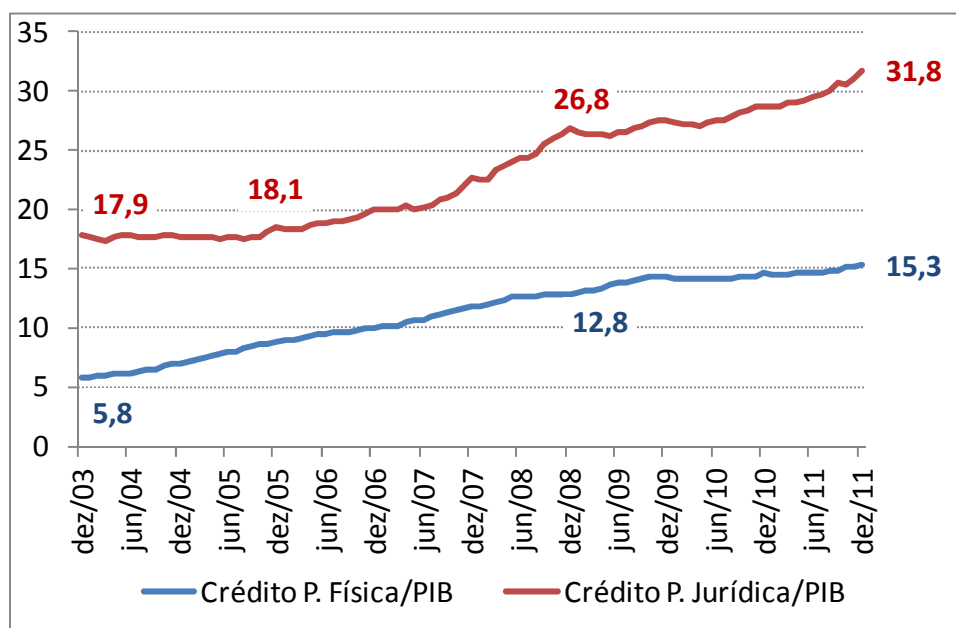
<sup>8</sup> Ver Torres (2011)

<sup>9</sup> A aceleração do crédito às Pessoas Jurídicas se deu posteriormente, a partir de 2006

<sup>10</sup> Ver Torres (2010)

Gráfico 4

Evolução do Crédito Bancário por Tipo de Tomador (Em % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração dos Autores

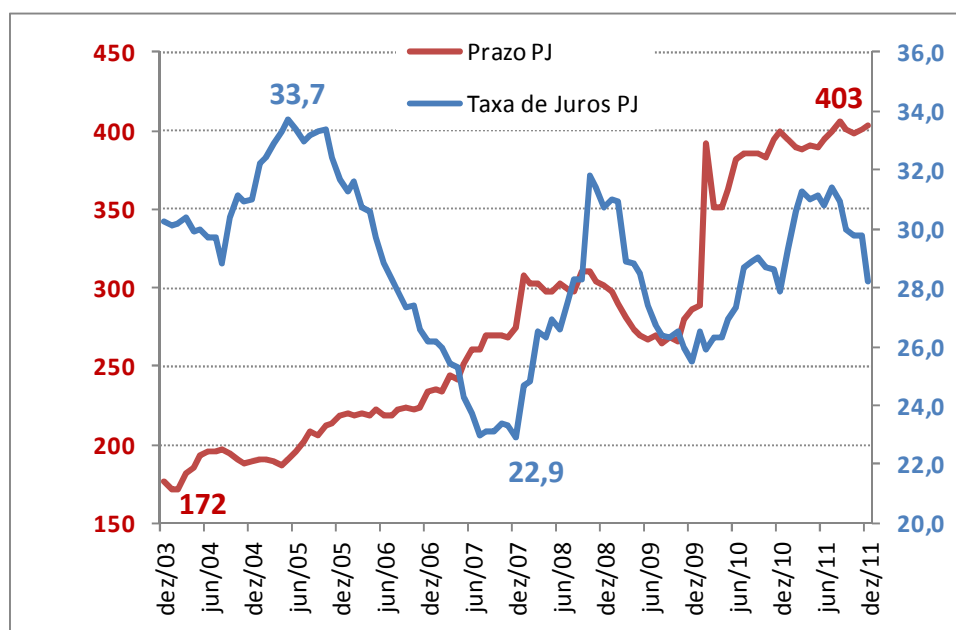
Entre os diferentes segmentos das PF, a demanda de crédito cresceu ainda mais rapidamente junto aos funcionários públicos e aposentados, graças à criação da consignação em folha de pagamento do serviço dessas dívidas. No caso do crédito habitacional, a instituição da alienação fiduciária para imóveis residenciais como instrumento de garantia aos bancos foi um fator relevante para a retomada dos empréstimos residenciais, uma vez que a hipoteca deixou de ser, junto aos tribunais brasileiros, instrumento suficiente para permitir a retomada do imóvel financiado. Houve, assim, um intenso processo de difusão de produtos financeiros junto às famílias, muitas das quais estavam acessando o crédito bancário pela primeira vez.

Os empréstimos às Pessoas Jurídicas (PJ) também apresentaram crescimento significativo entre 2004 e 2011. Sua trajetória foi, no entanto, diferente da ocorrida com as Pessoas Físicas. Não houve uma forte “difusão de novos produtos financeiros” como nas PF. Talvez por isso, o início do ciclo de crescimento das PJ tenha sido mais tardio, só sendo sentido a partir de 2006 e seguiu-se de forma muito intensa até o final de 2008, quando foi interrompido pela crise internacional. Nesse espaço de três anos, o estoque de dívida corporativa junto aos bancos registrou forte aumento frente ao PIB, passando de 17,6 % para 26,5%.

O aumento da demanda de crédito bancário pelas Pessoas Jurídicas, diferentemente do que se observou na PF, não foi impulsionado por uma queda dos juros. Como se pode ver no Gráfico 5, apesar da grande volatilidade, a redução nas taxas médias cobradas das empresas foi muito pequena. Em compensação, o aumento médio dos prazos foi significativo e praticamente contínuo. Passou de 172 dias em janeiro de 2004 para 403 dias em dezembro de 2011.<sup>11</sup>

A crise de 2008/2009 teve um forte impacto sobre o crescimento do crédito bancário às empresas. Os motivos que levaram a esse comportamento podem ser mais claramente percebidos quando se decompõe a evolução dos empréstimos às PJ por suas principais modalidades. Os quatro principais produtos bancários voltados para empresas são pela ordem: capital de giro, descontos de duplicatas, conta garantida e adiantamento de contrato de câmbio (ACC). O capital de giro isoladamente responde por mais da metade de todo o crédito às PJ<sup>12</sup>.

Gráfico 5  
Evolução dos Prazos e Taxas de Juros do Crédito Bancário às Pessoas Jurídicas  
(Em % aa e em dias)



Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração dos autores

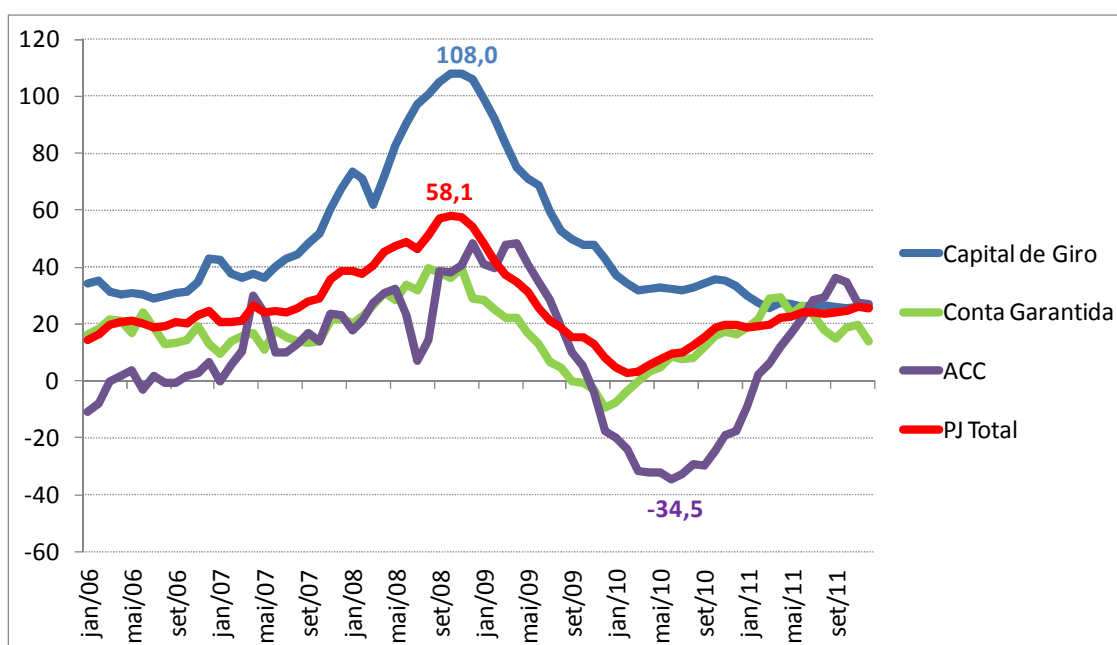
<sup>11</sup> As intensas flutuações registradas nos prazos médios dos créditos às PJ durante a crise de 2008 e 2009 estão diretamente relacionadas às operações especiais realizadas pelos bancos públicos com base em recursos direcionados.

<sup>12</sup> Em dezembro de 2011, o capital de giro representava 56% do crédito às empresas com recursos livres, a conta garantida 11%, o ACC 7% e o desconto de duplicatas 4%.

O Gráfico 6 mostra a evolução da taxas de crescimento nominais dos saldos de três dessas modalidades e do total, comparando-se ao estoque das operações de um determinado mês com igual período do ano anterior. Nota-se que há uma súbita aceleração da demanda de crédito por parte das empresas a partir de maio de 2007. Entre esse mês e dezembro de 2008, a taxa de crescimento do crédito às PJ praticamente triplicou, chegando a 58% ao ano. Essa expansão foi liderada pela demanda por capital de giro, cujo crescimento atingiu mais de 100%. Em meados de 2010, à exceção do ACC, as demais modalidades de crédito às PJ já haviam retomado o ritmo de crescimento que apresentavam até 2007.

O pânico de 2008, que sucedeu à falência do banco americano Lehman Brothers, levou à paralização do sistema financeiro internacional e provocou uma reversão brusca no crescimento do crédito às empresas. Ao final de 2009, a taxa de expansão desse mercado praticamente chegou a zero. Em descompasso com o restante do mercado, houve naquele momento um *boom* de demanda por ACC exatamente nos piores meses da crise, ou seja, no 4º trimestre de 2008 e no 1º trimestre de 2009. Em meados de 2010, à exceção do ACC, as demais modalidades de crédito às PJ já haviam retomado o ritmo de crescimento que apresentavam até 2007.

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



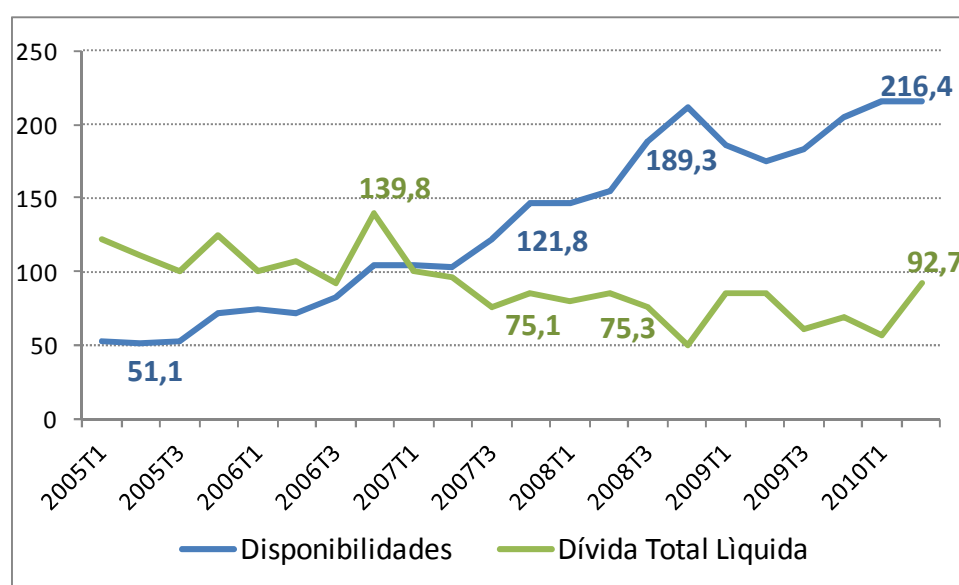
Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração dos autores

A trajetória do crédito à PJ aponta para três motivações mais importantes. A primeira foi o rápido aumento no nível de atividade econômica a partir de 2005. A abrupta valorização e posterior desvalorização da taxa de câmbio – o segundo fator - explica o comportamento das operações de ACC. Finalmente, o motivo mais importante foi o aumento, nos meses anteriores à crise, da demanda por liquidez 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. Como se pode ver, no período que se estende do terceiro trimestre de 2007 - quando acelerou a demanda de crédito das PF - até o terceiro trimestre de 2008 - quando ocorreu a crise financeira – essas empresas aumentaram suas disponibilidades em 50%. Entretanto, enquanto isso, a dívida total líquida chegou a diminuir. Assim, ao mesmo tempo em que 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

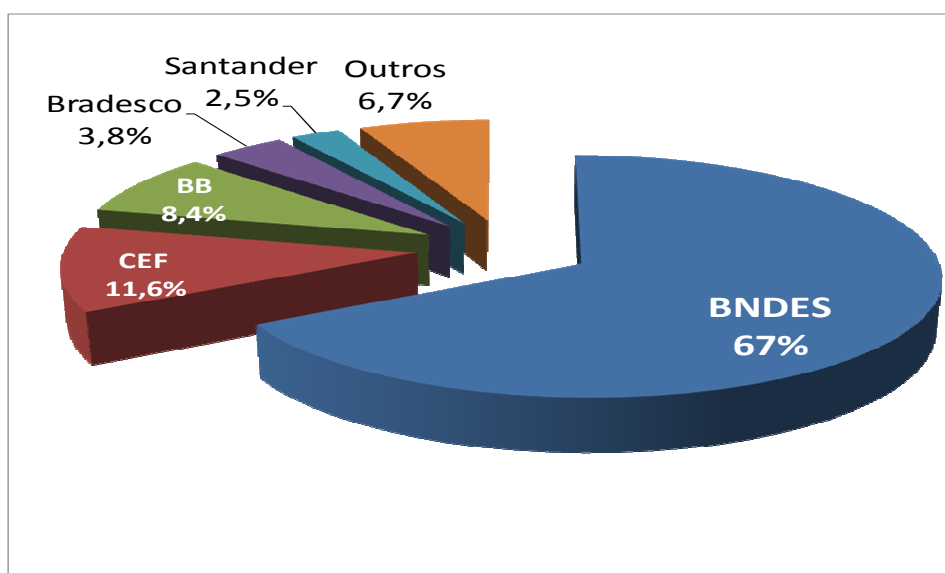
(\*) Não inclui Petrobras

## 2.2 O Crédito Bancário de Longo Prazo para as Pessoas Jurídicas: o BNDES

O crédito bancário de longo prazo às empresas no Brasil sempre foi muito concentrado. Uma única instituição - o BNDES - domina esse tipo de financiamento em moeda local em quase todos os grandes setores, à exceção da habitação. O Gráfico 8 reúne dados sobre a concentração dos empréstimos de mais de 5 anos dos bancos brasileiros em 2009, incluindo tanto as operações com as empresas quanto com as famílias. Pode-se observar que, mesmo incluindo-se as Pessoas Físicas, o BNDES era naquele ano responsável por mais de dois terços de todas essas operações

Gráfico 8

Participação do BNDES no Crédito de mais de 5 anos em 2009 (Em %)



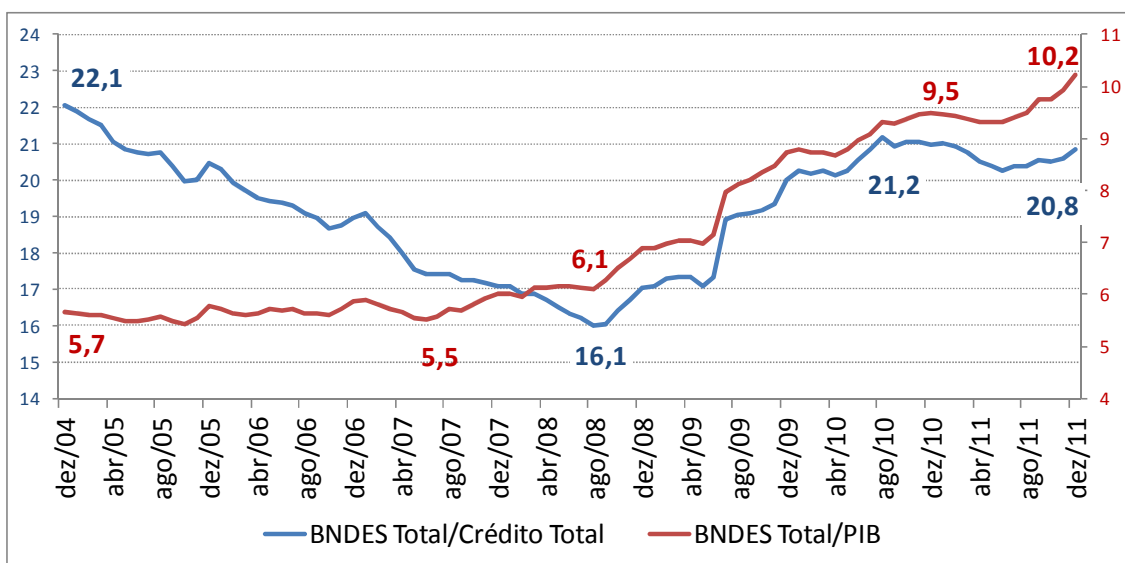
Fonte: Ministério da Fazenda, Elaboração dos Autores

Em consequência de seu papel no segmento de empréstimos corporativos de longo prazo, o banco de desenvolvimento detém uma proporção elevada do total ativos de crédito bancário. Em 2010, essa participação era de quase 21%, o que correspondia a mais de 10% do PIB (Ver Gráfico 9).

Esses percentuais não foram, no entanto, estáveis ao longo dos últimos anos. Por exemplo, entre o final de 2004 e meados de 2008, período de rápido crescimento do crédito bancário, a participação do BNDES no crédito total caiu vertiginosamente. Reduziu-se de pouco mais de 22% para 16%.

Gráfico 9

Participação do BNDES no Crédito Total e frente ao PIB



Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração dos autores

Esse recuo não foi, no entanto, decorrente de uma perda de mercado por pressão competitiva de outras instituições. O motivo principal dessa menor participação foi o ritmo relativamente mais lento de crescimento da demanda pelos programas de financiamento do banco de desenvolvimento frente ao resto do mercado bancário.

As normas operacionais da instituição de fomento requerem que a maior parte de seus financiamentos seja associada diretamente a despesas com aquisição ou exportação de máquinas e equipamentos de produção doméstica, com a construção de novas plantas industriais ou ainda com obras de infraestrutura. Assim, o *boom* de demanda de crédito das famílias nos últimos anos não teve impacto direto sobre o desempenho do BNDES.

Dessa forma, para que aumente a procura pelos recursos do BNDES não basta que a demanda das empresas por crédito acelere. É preciso ademais que determinados componentes do investimento agregado, como a aquisição de equipamentos nacionais ou os gastos com projetos de infraestrutura, também cresçam. Desse ponto de vista, o

desempenho do banco de fomento está mais diretamente relacionado ao comportamento de determinados componentes da Formação Bruta de Capital Fixo.

Outro fator que também afeta o crescimento do crédito do BNDES, de natureza mais conjuntural, está associado ao papel que a instituição venha a desempenhar nas políticas anticíclicas do governo. Como se verificou durante a crise de 2008/2009, o banco de desenvolvimento atuou tanto para sustentar o investimento como para compensar a retração de crédito por parte do sistema financeiro privado. Essa atuação impactou forte e concomitantemente dois indicadores importantes. Como se pode ver no Gráfico 9, em pouco mais de 2 anos, a participação do BNDES no crédito bancário total passou de 16% para 21% ao mesmo tempo em que o estoque de suas operações frente ao PIB saltou de 6% para quase 10%.

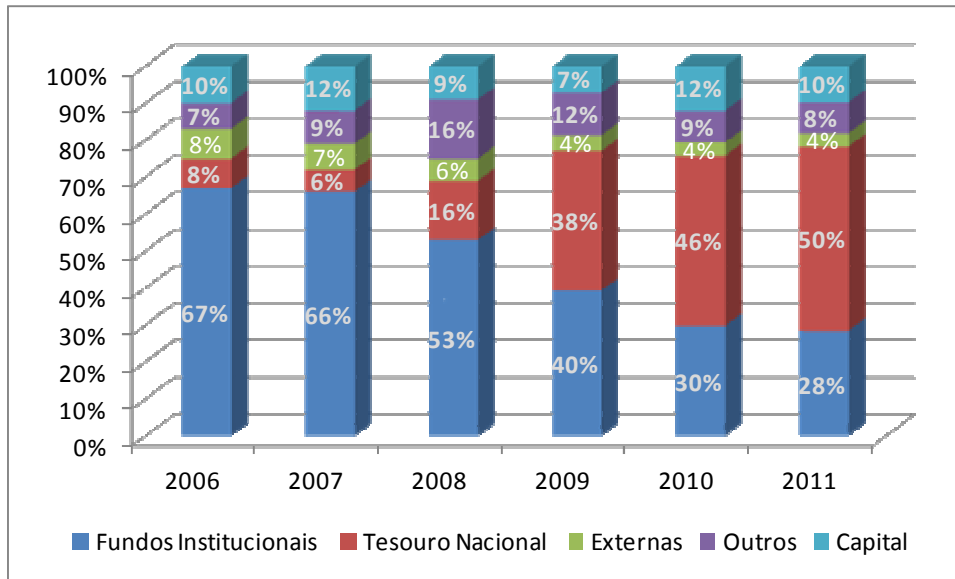
A redução na participação do banco de desenvolvimento no mercado bancário entre 2004 e 2008 também não foi decorrente de limitações pelo lado da oferta de recursos. Como se pode ver no Gráfico 10, tradicionalmente os recursos da instituição tiveram origem no Tesouro Nacional e os Fundos Institucionais (FIs), como o PIS-Pasep e, principalmente, o Fundo de Amparo aos Trabalhadores (FAT). Essas duas fontes, que têm grande estabilidade, responderam entre 2006 e 2011 por mais de 70% dos passivos da instituição.

As demais fontes de recursos do BNDES são de porte relativamente pequeno. As captações externas sempre tiveram participação pequena no *funding* da instituição – menos de 10% - e a maior parte desses recursos tradicionalmente são muito estáveis, oriundos de empréstimos de organismos multilaterais ou de outras agências de fomento estrangeiras. Em 2011, esse percentual havia se reduzido a 4%. O mesmo se aplica às emissões de debêntures no mercado local, por intermédio de sua subsidiária BNDESPar. Neste caso, a participação é ainda menor.



Gráfico 10

Composição das Fontes de Recursos do BNDES (Em %)



Fonte: BNDES, (Vários). Elaboração dos Autores

A substituição dos Fundos Institucionais pelo Tesouro Nacional como principal supridor de recursos é um fato recente, que se verificou a partir de 2010. Até 2007, dois terços dos recursos gerenciados pelo Banco tinham origem nos FIs. Em três anos, a participação desses Fundos recuou para 28%. Nesse mesmo período, os empréstimos da União passaram de 6% para 46% do total das fontes do Banco.

Esses aportes do Tesouro, apesar de só terem tomado grandes proporções por causa da crise de 2008, constituem, na prática, uma resposta a um problema de natureza estrutural. Depois de mais de 30 anos de baixo crescimento, o Brasil atravessou a partir de 2006 o mais longo e intenso ciclo de investimento em mais de 30 anos. Em consequência, a demanda pelos recursos do BNDES aumentou acima do crescimento do PIB, mas, mesmo assim, as fontes de recursos do banco de desenvolvimento não foram objeto de revisão. Os mecanismos então existentes eram, na prática, os mesmos desde os anos 1970. O problema é que os Fundos Institucionais já se mostravam insuficientes para fazer frente ao forte crescimento da demanda de fontes de recursos das empresas.

O esgotamento do padrão de financiamento do banco de desenvolvimento foi adiado até 2008 pelo uso de mecanismos internos à instituição, como a redução da sua

liquidez própria. Detentor de uma carteira de ativos de boa qualidade, o BNDES pode, ao longo da fase de menor dinamismo do investimento nos anos 1990, acumular um volume maior de ativos líquidos e com elevado potencial de ganhos de capital. Essa folga foi mobilizada ao longo da segunda metade da década de 2000, ao custo da redução da liquidez própria da instituição – pagamentos de juros e amortização frente aos desembolsos - que passou de níveis superiores a 100% em 2004 para percentuais um pouco acima de 70% nos últimos anos.

### **2.3 O Cenário do Crédito Bancário de Longo Prazo**

O crédito bancário tem um papel muito importante no financiamento do investimento no Brasil. Desse ponto de vista, a experiência brasileira é semelhante à de vários outros países industrializados e em desenvolvimento. A característica particular do padrão de financiamento de longo prazo brasileiro é dispor de um subsistema de grande porte, controlado pelo governo, com autonomia frente ao restante do mercado, em termos da sua formação de preços, prazos e demais condições. Desse ponto de vista, o elevado porte do BNDES no sistema financeiro brasileiro é, em certa medida, a outra face de um mercado de crédito privado de longo prazo ainda muito incipiente, tolhido pelas taxas de juros muito elevadas e pelos prazos curtos e que tem além disso que disputar com outros tipos de instrumentos de captação absolutamente líquidos.

A solução adotada para o financiamento do BNDES durante a crise de 2008 mostrou, no entanto, avanços importantes na aproximação entre a instituição de desenvolvimento e o restante do sistema financeiro. A saída encontrada para mobilizar rapidamente recursos de longo prazo foi muito diferente das que foram utilizadas no passado. Em lugar de aumentar as fontes fiscais da instituição por meio de novos impostos – como ocorreu nos anos 1950 - ou de abastecê-la com recursos direcionados compulsoriamente do sistema bancário – como se verificou nos anos 1970 - a saída foi privilegiar a captação junto ao mercado financeiro doméstico, sujeitando-se às suas condições de liquidez, de taxas e de prazos<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Para uma análise conceitual dos mecanismos de direcionamento de crédito, ver Torres Filho (2007)

A ponte entre os dois subsistemas – o mercado e o BNDES – foi então realizada por meio da emissão de dívida pública, apoiada na profundidade que esse segmento adquiriu nos últimos anos, e, no momento seguinte, do repasse desses recursos ao banco de desenvolvimento por meio de empréstimos de longa duração. A compatibilização entre os prazos e as taxas praticados pelo mercado e os do BNDES foi realizada no interior do balanço da União <sup>14</sup>. Desse ponto de vista, a solução adotada se aproxima mais dos mecanismos voluntários de direcionamento de crédito adotados em todo o mundo, baseados em recursos captados junto ao mercado a partir de incentivos dos Tesouros Nacionais do que dos mecanismos fiscais e para-fiscais adotados no passado <sup>15</sup>.

Outros países da América Latina, durante a crise de 2008, puderam compensar a perda de acesso ao crédito bancário externo e interno através da colocação diretamente de papéis de longo prazo de empresas no mercado local <sup>16</sup>. Entretanto, nesses casos, já havia um mercado de títulos domésticos constituído, organizado e profundo o suficiente para atender a essa demanda adicional. No exemplo brasileiro, só o mercado de dívida pública tinha condições de atender os volumes de recursos e os prazos requeridos para a atuação do BNDES.

Essa inovação aponta, no entanto, no sentido de uma trajetória mais convergente entre o BNDES e o mercado. Assim que o segmento de títulos de dívida privada venha a adquirir maior tamanho e profundidade - e principalmente que as taxas de juros praticadas no país venham a ser semelhantes às dos países mais estáveis - abre-se a possibilidade para que, não apenas em situações semelhantes à de 2008, o BNDES possa prescindir do Tesouro Nacional para captar diretamente junto ao mercado.

Nesse caso, o Tesouro Nacional continuaria a ter um papel importante, mas auxiliar, semelhante ao que acontece em outros países. Sua atuação se faria através de

---

<sup>14</sup> Com isso, evitou-se comprometer a capacidade de financiamento do BNDES tendo em vista as normas que regulam a atividade bancária.

<sup>15</sup> A principal diferença entre o mecanismo adotado nos países com mercados financeiros mais profundos e o utilizado no Brasil durante a crise é que o incentivo daqueles governos se restringe a um subsídio ou a uma garantia a operações originadas pelo sistema bancário enquanto no Brasil a origem foi feita pelo BNDES, o que se mostrou uma vantagem frente à retração verificada pelas instituições privadas não só no Brasil mas no resto do mundo.

<sup>16</sup> Esse por exemplo foi o caso já citado da Ecopetrol colombiana.

mecanismos indiretos de *garantia*, *hedge* ou de *subsídio*, desobrigando o banco de desenvolvimento de carregar riscos desnecessários em seu balanço. A natureza pública da instituição associada à qualidade de seus ativos deverão se refletir em vantagens competitivas para as futuras emissões do BNDES .

Assim, a despeito do crédito de longo prazo no Brasil continuar a ser basicamente operado de forma bancária e direcionada, houve avanços importantes no mercado financeiro. A solução adotada durante a crise de 2008 aponta para a possibilidade de, no futuro, serem construídos mecanismos inovadores e mais permanentes entre o mercado de capitais e o de crédito de longo prazo, na direção de um sistema que origine e financie investimentos em moeda local, mas com maior atuação do setor privado tanto na originação dos ativos quanto dos passivos de longa duração.

### **3. Evolução Recente dos Mercados de Renda Fixa**

#### **3.1 A Relação entre o Mercado de Títulos Públicos e o de Títulos Privados: a experiência brasileira**

A literatura de finanças especializada em mercados de títulos de dívida é consensual em estabelecer uma estreita relação entre o desenvolvimento do mercado público e o privado. Na prática, é a dívida do governo que cria as condições para as emissões dos títulos corporativos, particularmente através do estabelecimento de um referencial para a formação de preços e o estabelecimento de prazos máximos.

Assim, é essencial para o funcionamento de um mercado de títulos privados que o perfil da dívida soberana seja capaz de gerar estruturas a termo de taxas de juros, ancoradas em vértices líquidos e com prazos longos. A informação acerca do custo de captação do Tesouro Nacional para um dado horizonte de tempo é variável fundamental para os modelos de precificação do risco de crédito de emissores privados.

Desse ponto de vista, a experiência brasileira não tem sido diferente. A existência de uma microestrutura operacional e de convenções que dá suporte ao funcionamento dos mercados primário e secundário de títulos públicos federais tem sido um elemento fundamental para a expansão e o aprofundamento do mercado de títulos privados.

A Cetip e o Sistema Selic são exemplos concretos dessa interdependência. Essas duas centrais depositárias têm em comum o propósito de trazer segurança e agilidade aos mercados de títulos privados e públicos. Isso se dá tanto pela desmaterialização dos ativos, que passaram a ser registrados apenas como *inputs* eletrônicos, quanto pelo processo de liquidação e transferência de propriedade entre os participantes desses mercados. Ao final de 2011, a Cetip registrava um estoque de mais de R\$ 3,6 trilhões em ativos e derivativos privados de balcão. Já o Sistema Selic custodiava 100% da dívida pública em mercado, montante que supera R\$ 1,8 trilhão.

O processo de padronização de cálculos nas escrituras de debêntures – que se consolidou tomando por base as práticas adotadas na dívida pública - é outro exemplo que confirma a complementaridade entre os dois segmentos. Atualmente os principais títulos públicos e privados são plenamente comparáveis, ao menos tocante à forma de

expressão das taxas que os remuneram e aos critérios de cálculo para a atualização de seus valores nominais.

Entretanto, a experiência brasileira mostra também que a relação entre os dois mercados não apresenta apenas externalidades positivas. As altas taxas de juros praticadas no País e a elevada liquidez do mercado de títulos públicos sempre funcionaram como um poderoso elemento de atração da demanda e de barreira à emissão dos papéis das empresas, desestimulando a expansão do mercado privado de títulos.

Adicionalmente, a dívida pública também pode contar, durante muito tempo, com a demanda cativa dos investidores institucionais. Até o final dos anos 90, a legislação que regulamentava a integralização dos portfólios de investidores institucionais apresentava um indiscutível viés em favor dos títulos públicos ao fixarem percentuais mínimos de investimentos nesses ativos. Esta prática havia se mostrado essencial durante os momentos de grande instabilidade macroeconômica, sobretudo por assegurar a rolagem dos papéis do governo.

Essas limitações normativas foram sensivelmente reduzidas ao longo dos últimos 10 anos. A modernização desse aparato regulatório, no tocante à indústria de fundos de investimento e no segmento das entidades fechadas de previdência privada, eliminou a maior parte do viés regulatório favorável aos papéis públicos. Mesmo assim, persistem normas aplicáveis a alguns investidores que continuam a restringir a aquisição de títulos privados por parte de investidores institucionais<sup>17</sup>.

Outra fonte de assimetria bastante significativa entre esses dois mercados é de natureza tributária. Desde 2006, os rendimentos pagos por títulos públicos federais, quando auferidos por não residentes, foram isentos de imposto de renda. Essa medida teve um impacto bastante positivo na gestão da dívida pública federal,

---

<sup>17</sup> É o caso, por exemplo, dos RPPS - Regimes Próprios de Previdência Social. Em novembro de 2010, o Conselho Monetário Nacional aprovou a Resolução nº 3.922, que dispõe sobre as aplicações destas entidades. Pela referida norma, os fundos de pensão instituídos pela União, Estados e Municípios, que totalizam um patrimônio superior a R\$ 55 bilhões, distribuídos em mais de 1500 entidades, podem alocar 100% de seus recursos em títulos de emissão do Tesouro Nacional, diretamente ou através de fundos cujas carteiras sejam compostas exclusivamente por estes ativos. Não podem, todavia, adquirir títulos privados diretamente – estando autorizados a fazê-lo somente através de fundos de investimento. Mesmo assim, as carteiras que tenham em sua denominação a expressão “risco privado” não poderão representar mais do que 5% do patrimônio destes investidores.

particularmente em termos de seu alongamento. Essa diferenciação foi parcialmente reduzida através da Lei 12.431/11 que estendeu o mesmo tratamento fiscal aos títulos e valores mobiliários privados, associados a investimentos <sup>18</sup>.

Assim, registraram-se, ao longo da década de 2000, avanços importantes em termos das condições para se emitir dívida mobiliária privada de longo prazo no Brasil. Atualmente, já existe uma base operacional e financeira que permite muita segurança, transparência e liquidez para a dívida pública. Essa “infraestrutura” se constitui em uma externalidade positiva para o desenvolvimento de um mercado de títulos privados. Ao mesmo tempo, foram introduzidas medidas regulatórias e fiscais que reduziram – apesar de não eliminarem totalmente – o tratamento desigual entre os dois mercados, em favor dos títulos públicos.

Entretanto, continuam a existir elementos de natureza estritamente financeira que limitam as possibilidades para os emissores. Na prática, os papéis privados continuam se vendo obrigados a concorrer com ativos financeiros públicos que oferecem taxa de juros real e nominal ainda muito elevadas e são percebidos pelos investidores como livres de risco de crédito e de recompra relativamente fácil. Esse quadro manteve os mercados de títulos públicos e de títulos privados com níveis de desenvolvimento bastante desiguais.

### **3.2 O Mercado de Títulos Públicos**

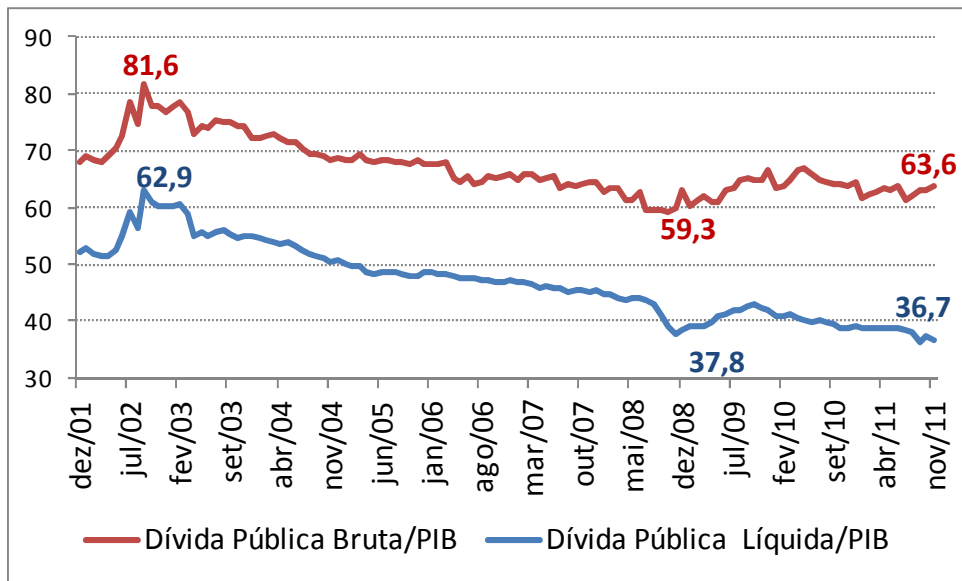
A Dívida Pública Interna vivenciou na década de 2000 um intenso processo de transformação. Em primeiro lugar, houve uma substancial redução do seu estoque frente ao PIB. Entre setembro de 2002 e dezembro de 2011, a dívida bruta do governo geral passou de 81,2% a 63,6% (Gráfico 11) enquanto a dívida líquida se contraía de 62,9% para 36,7%. O aumento do diferencial entre esses dois indicadores deve-se fundamentalmente à importância que os aportes do Tesouro Nacional tiveram para a atuação do BNDES no enfrentamento da crise de 2008.

---

<sup>18</sup> Ver o capítulo 4 desse trabalho

Gráfico 11

Evolução da Dívida Pública (% do PIB)

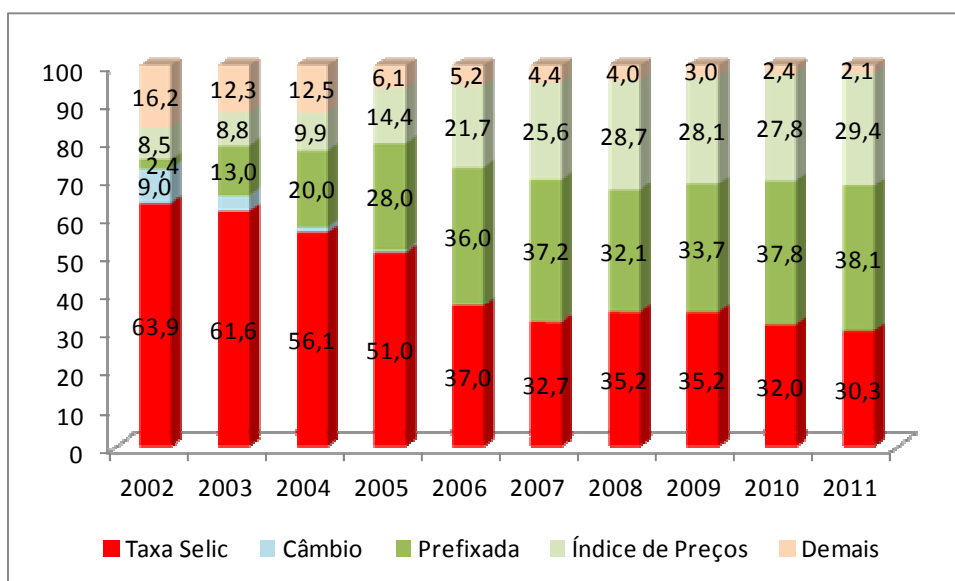


Fonte: Banco Central do Brasil, Elaboração dos Autores.

Essa redução na dívida pública frente ao PIB foi acompanhada por uma melhoria nas condições de seu financiamento. Isso pode ser percebido pela eliminação da parcela sujeita à variação da taxa de câmbio e pela redução da participação dos títulos sujeitos à taxa Selic, de 63,9% em 2002 para 30,3% em 2011 (Gráfico 12).

Gráfico 12

Dívida Mobiliária Federal: Evolução por tipo de Indexador (Em %)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração dos Autores



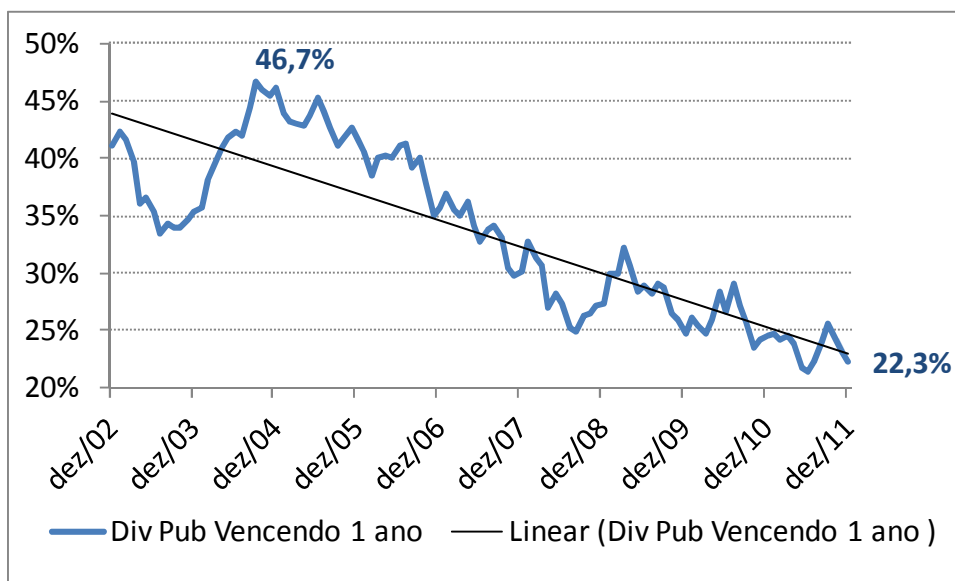
Em compensação aumentaram a proporção dos títulos pré-fixados e dos indexados ao nível de preços. Essa mudança foi muito rápida entre 2002 e 2006, tendo ocorrido de forma mais lenta nos últimos anos. O principal benefício dessa trajetória foi a redução da sensibilidade do estoque da dívida pública a movimentos abruptos nas taxas de juros e no câmbio. O fato de o Tesouro Nacional ser credor líquido em moeda estrangeira explica, por exemplo, a súbita redução e recuperação da dívida pública líquida ao final de 2008. Nesse período, houve uma abrupta desvalorização da taxa de câmbio, acompanhada por uma reversão (Gráfico 11).

Há vários motivos para que o Tesouro busque, no futuro próximo, reduzir ainda mais o percentual da dívida pública indexada à taxa Selic. O principal deles é o aumento na eficiência da política monetária em decorrência da redução do chamado “efeito riqueza”. Assim, se evitaria o aumento instantâneo do poder de compra dos detentores de LFT, toda vez que a taxa Selic é elevada. Em termos microeconômicos, a menor indexação à Selic funcionaria como forte indutora para que os agentes privados reduzissem a indexação de seus ativos à taxa DI.

Houve também avanços importantes na gestão da dívida pública em termos do seu alongamento. Esses ganhos podem ser percebidos através da evolução de dois indicadores. O primeiro é o estoque a vencer em doze meses que em novembro de 2004 representava 46,7% dos títulos públicos e em dezembro de 2011 havia se reduzido para 22,3% (Gráfico 13).

Gráfico 13

Dívida Mobiliária Federal: Estoque vencendo em até 1 ano (Em %)

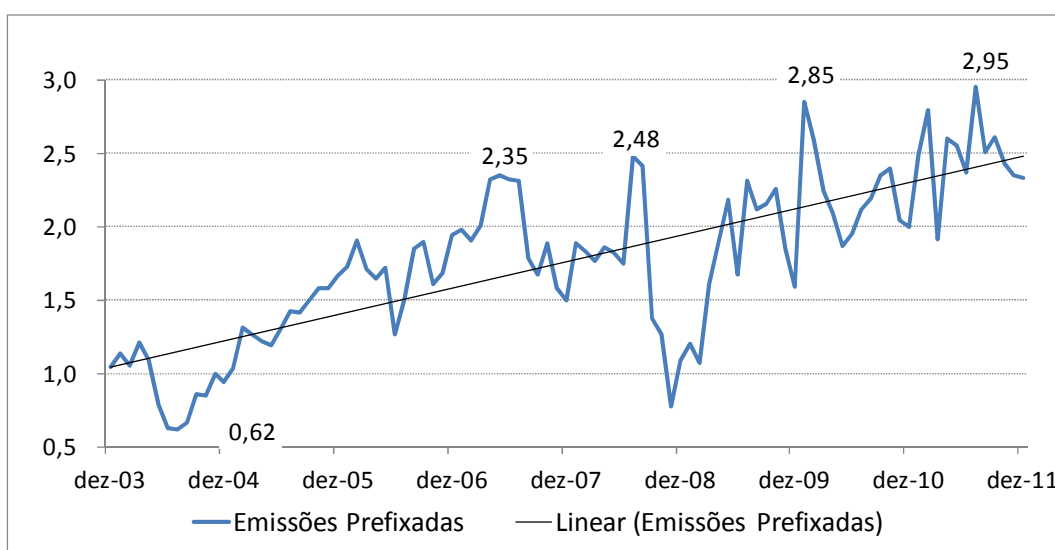


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração dos Autores

O segundo indicador é o prazo médio das emissões prefixadas que, como se pode perceber no Gráfico 14, aumentou de 0,62 ano em julho de 2004 para 2,95 anos em igual mês de 2011. O prazo de quase três anos ainda é baixo quando comparado com o praticado em países avançados<sup>19</sup>, mas o ritmo de crescimento sustentado de quase 5 vezes em 7 anos é bastante positivo.

Gráfico 14

Dívida Mobiliária Federal: Prazo Médio das Emissões Prefixadas (Em anos)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração dos Autores.

<sup>19</sup> Nos EUA, o prazo médio da dívida pública americana oscilou entre 4 anos e dois meses e 5 anos e 10 meses entre 1980 e 2010

A crise de 2008 provocou um retrocesso passageiro na gestão da dívida. Ao final daquele ano, a parcela indexada ao Selic havia crescido três pontos percentuais em relação ao ano anterior. No mês de novembro, o Tesouro só conseguiu leiloar papéis prefixados com vencimentos inferiores a 12 meses. O comportamento verificado em 2008 é semelhante ao que ocorreu em momentos de crise externa após o Plano Real. Como se pode ver no Quadro 4, em todos os casos - Crise da Ásia (1997), Crise da Rússia (1998) e Crise da Argentina (2001) - o choque externo foi combatido com o uso intensivo da política monetária e em cada uma dessas oportunidades, os gestores da dívida pública viram-se forçados a encurtar o prazo das emissões e ampliar a oferta de títulos indexados a taxa Selic ou à taxa de câmbio.

Era uma maneira de o Tesouro Nacional responder à pressão dos investidores. O aumento da aversão ao risco típica de situações como aquelas os levou a concentrar sua preferência por ativos de menor duração e que lhes oferecessem *hedge* contra possíveis variações abruptas nas taxas de juros e de câmbio. Ao mesmo tempo, havia a pressão da rolagem de parcelas muito expressivas de dívida vincenda em horizontes de prazo muito curtos. Assim, a inexistência de folga no campo fiscal e as pressões inflacionárias retiravam do Tesouro graus de liberdade para levar adiante um processo de negociação mais favorável com os demandantes ou mesmo realizar o resgate líquido de seus papéis, monetizando parte da dívida.

#### Quadro 4

Impacto dos choques externos no perfil da dívida em mercado<sup>(1)</sup>

Em percentual de cada tipo título no valor total da dívida

Prazo	Crise asiática (1997)			Crise Russa (1998)			Crise Argentina (2001)		
	Selic	Câmbio	Pre	Selic	Câmbio	Pre	Selic	Câmbio	Pre
1 mês antes	19,2	9,1	12,8	21,1	15,7	51,3	50,2	20,5	14,5
4 meses após	34,9	12,8	36,2	65,7	19,3	7,1	51,0	24,9	10,2

Fonte: Banco Central do Brasil e ANBIMA.

(1) Inclui os papéis híbridos, que tinham parte prefixada e parte indexada à taxa Selic

Entretanto, não foram apenas os choques externos que impactaram negativamente a gestão da dívida pública. Crises domésticas também deram sua contribuição. O ano de 2002 pode ser considerado um marco nessa história. Inicialmente, o acirramento do debate da eleição presidencial provocou uma forte deterioração das expectativas, alimentadas pelo medo de uma eventual descontinuidade da política econômica, em geral, e de uma eventual renegociação forçada da dívida pública, em particular.

Com isso, houve uma desvalorização muito intensa dos papéis que estavam em mercado, sobretudo as Letras Financeiras do Tesouro. Esses títulos indexados à taxa Selic acabaram, junto com a taxa de câmbio, se tornando “termômetros” das incertezas dos investidores quanto ao futuro da política econômica após as eleições.

O ano de 2002 também foi marcado pela entrada em vigor do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Esse mecanismo implicou na transferência dos riscos de liquidação das operações financeiras, anteriormente corridos pelo Banco Central do Brasil, para as instituições liquidantes, as centrais de registro e as *clearings* de pagamento.

Essa mudança provocou um total rearranjo do *modus operandi* do mercado, desde a contratação até a liquidação das operações financeiras, impactando diretamente a forma em que as instituições administravam suas contas de reserva bancária. O resultado foi um significativo “empoçamento” da liquidez que teve efeitos sobre o funcionamento de todos os segmentos de negócios dos participantes do mercado financeiro local. Entretanto, em menos de um ano as operações foram retomando sua normalidade e, passados dez anos de implantação do SPB não restam dúvidas que os elevados custos iniciais mais do que compensaram o acréscimo de segurança e agilidade percebido por todos.

Outro evento que afetou este mercado foi a entrada em vigor da regulamentação que obrigou os fundos de investimentos a contabilizarem seus ativos a preços de mercado, numa conjuntura em que já se deteriorava a percepção dos investidores quanto à solvência dos papéis do governo. O episódio ficou conhecido como a “crise das LFT”, em função da rápida perda de valor de face destes títulos, que passaram a ser negociados com deságios crescentes.

Esse cenário acabou contaminando toda a dívida pública e, em consequência, os fundos de investimentos de varejo, que carregavam grandes volumes destes ativos. Em maio de 2002, as LFT representam cerca 50% da carteira dos FIF Renda Fixa. Na medida em que as cotas desses fundos começaram a registrar rentabilidades negativas, uma sensação de pânico tomou conta de parte de investidores até então desacostumados com a ideia de que uma aplicação em renda fixa pudesse apresentar retornos nominais negativos. Em consequência, ao final do ano, a indústria de fundos havia perdido mais de 20% de seu patrimônio, tanto pela desvalorização nominal dos ativos quanto pelos resgates líquidos<sup>20</sup>.

Este conjunto de choques acabou por retardar a implantação do programa de aprimoramento da gestão da dívida – as 21 medidas - que o Banco Central e o Tesouro Nacional haviam anunciado em novembro de 1999. Em síntese, o programa previa um rol de iniciativas que incluíam desde a diminuição do número de vencimentos em mercado, criação de vértices fixos e o aumento da parcela prefixada até alteração de procedimentos operacionais – como o registro de operações a termo no Sistema Selic, alternativa inexistente até então.

Pretendia-se também aumentar o acesso a informações relevantes de forma a dar previsibilidade à trajetória da dívida pública, seguindo com isso recomendações internacionais que sugeriam a existência de uma estreita relação entre transparência e liquidez nos mercados de dívida<sup>21</sup>. Nessa linha de preocupações, houve o compromisso de divulgação prévio de um cronograma de emissões para cada mês e a criação de uma publicação de periodicidade mensal com informações sobre liquidez, preços, volumes etc. Essas iniciativas foram fundamentais para aumentar a previsibilidade dos agentes quanto à trajetória de curto prazo da dívida.

Boa parte das 21 medidas anunciadas em 1999 foi efetivada ao longo dos anos 2000, à medida que as conjunturas doméstica e externa assim permitiram. Os efeitos dessas

---

<sup>20</sup> Esta perda só não foi maior por que em agosto daquele ano a CVM editou a Instrução 375 que flexibilizou a exigência de marcação a mercado, permitindo que títulos indexados à Selic ou ao DI, com prazos inferiores a um ano fossem contabilizados pela curva do papel.

<sup>21</sup> Ver Knight (2006).

iniciativas são hoje patentes. Como se viu anteriormente, cresceu a parcela de dívida indexada a preços ou prefixada, reduziu-se o percentual de títulos vincendos em até 1 ano e aumentou-se o prazo médio das emissões de 1,1 para 4,5 anos, entre 2002 e 2011. Além disso, o número total de vencimentos caiu de 197 para 52. O principal resultado é a existência hoje de um mercado de títulos públicos de relativa profundidade e de curvas a termo das taxas de juros de até 8 anos, no caso da estrutura prefixada, e de 38 anos, em se tratando da curva construída a partir dos papéis indexados ao IPCA.<sup>22</sup>

### 3.3 O Mercado de Títulos Corporativos

O mercado de títulos corporativo, formado basicamente por debêntures, teve um crescimento bastante expressivo desde 2006, de mais de 150% no período (Quadro 2). Essa trajetória pode, do ponto de vista global, dar a impressão de que este segmento do mercado financeiro apresentou igual dinamismo ao que se verificou na dívida pública e no mercado de ações. Entretanto, uma análise mais apurada dos dados mostra uma realidade diferente.

Em contraste com o que se verificou na dívida pública e com a bolsa de valores, o mercado de títulos privados de renda fixa continuou a apresentar pouca profundidade, o que pode ser identificado a partir de quatro características principais: a) a elevada concentração da base de investidores verificada no mercado primário; b) a escassa liquidez do secundário; c) a reduzida transparência no processo de formação de preços; e d) a elevada preferência do investidor por títulos indexados à taxa de juros de um dia.

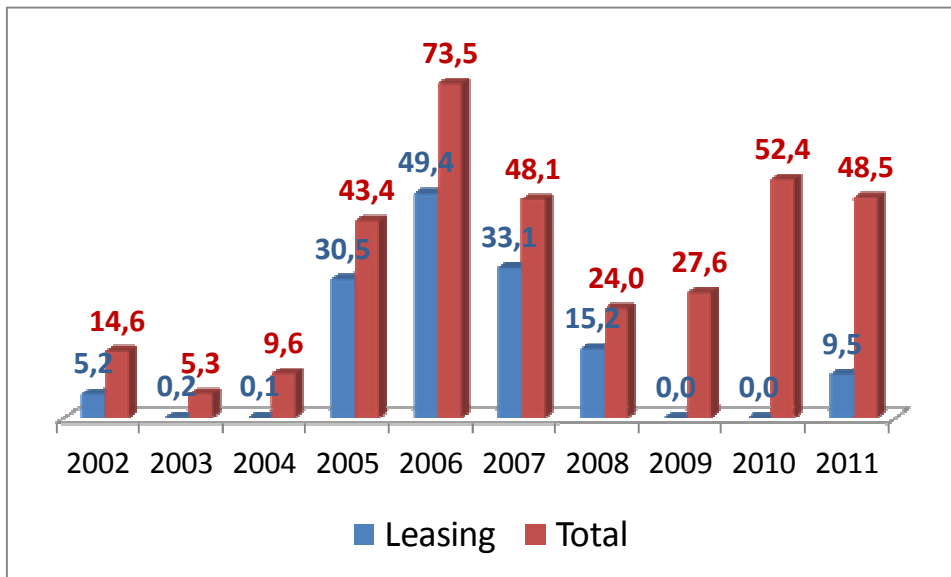
Em primeiro lugar, é necessário compreender que uma parte importante do crescimento recente do mercado de debêntures é resultado de uma decisão estratégica de arbitragem regulatória dos bancos. Como se pode ver no Gráfico 15, entre 2005 e 2008, período que concentra grande volume de lançamentos, as empresas de *leasing* – que em sua maioria são controladas por bancos – responderam por 68% das emissões.

---

<sup>22</sup> Ver Anexo I

Gráfico 15

Emissões de Debêntures por Setor (Em R\$ bilhões)



Fonte: CETIP. Elaboração dos Autores.

O lançamento de títulos por empresas de arrendamento mercantil participantes de conglomerados financeiros era uma forma de os bancos evitarem a obrigação de realizar depósitos compulsórios junto ao Banco Central como ocorria com as demais formas tradicionais de captação. Desde 2009, essa arbitragem deixou de ter sentido por dois motivos. As operações compromissadas com debêntures das empresas de *leasing* passaram a ser objeto de depósitos compulsórios, eliminando as vantagens existentes até então. Em segundo lugar, os títulos de dívida de longo prazo dos bancos – debêntures bancárias, na prática – na forma de Letras Financeiras, passaram a ser isentas de depósitos compulsórios junto ao Banco Central <sup>23</sup>.

Além de os bancos serem “grandes emissores”, parte significativa dos papéis que vêm sendo ofertados não apresentam as características adequadas em termos de prazos,

<sup>23</sup> Entretanto, no ano de 2011, surpreendentemente houve novas emissões.

indexadores, cláusulas de aceleração etc., à necessidade de financiamento de longo prazo das empresas.

Em termos ideais, 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 certamente mais adequados do que aqueles atrelados à taxa de juros de um dia. Em contraste, a lógica do investidor é diametralmente oposta. Há uma nítida preferência por ativos que tenham liquidez diária e que capturem automaticamente qualquer volatilidade na taxa de juros. Uma exceção relevante a este quadro são os fundos de pensão que em geral têm seu passivo atuarial corrigido por taxas de inflação e são demandantes de ativos que tenham este mesmo indexador.

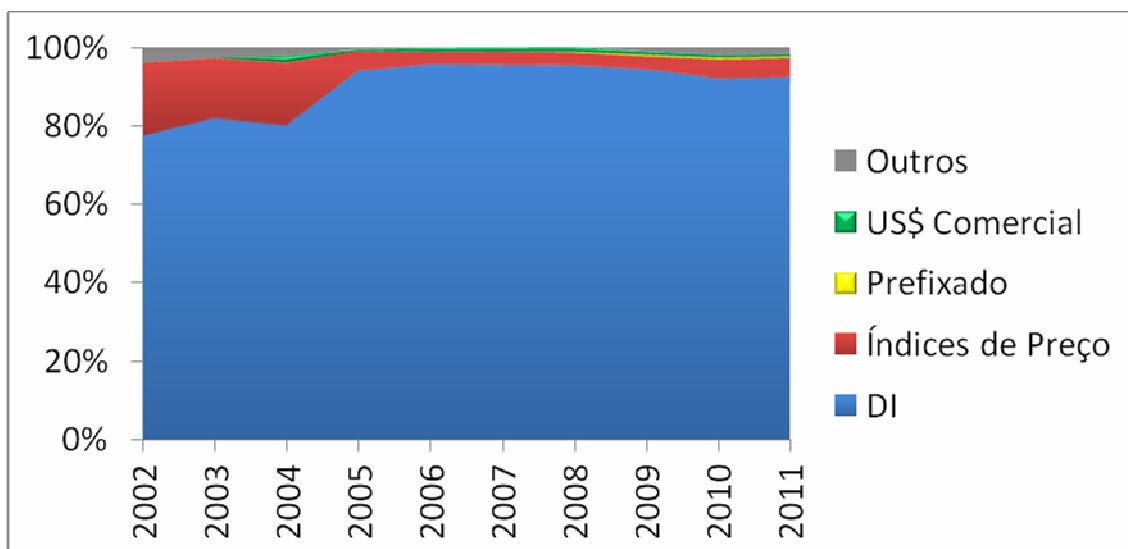
Como se pode observar no Gráfico 16, mais de 90% das debêntures emitidas nos últimos anos foi atrelada à DI. Essa taxa que na prática acompanha o comportamento da Selic, mantendo – curiosamente – um diferencial a menor, corrige a maior parte das operações ativas dos bancos. Ora, as emissões das empresas de *leasing*, por si só, fariam com que com fossem elevados os volumes de debêntures indexadas à DI. Entretanto, a realidade mostra que esse tipo de indexação domina a quase integralidade do mercado.

Isso também se deve ao fato de que a maior parte das emissões *ex-leasing* 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. Os tomadores desses papéis são, muitas vezes, as Tesourarias e os Fundos administrados pelos próprios bancos. Entrevistas com representantes de empresas mostrou que é rara a preocupação desses administradores financeiros em buscar uma participação direta mais intensa no mercado de renda fixa. Há, aparentemente, certo consenso entre as empresas de que os custos adicionais normalmente associados ao esforço de



pulverização não compensam os potenciais ganhos de visibilidade que a empresa passa a ter quando distribui diretamente seu papel a um público mais diversificado.

Gráfico 16  
Emissões de Debêntures por Indexador (Em R\$)



Fonte: CETIP. Elaboração dos Autores.

É por esse motivo que outra característica importante do mercado de debêntures é a concentração em operações realizadas com “Esforços Restritos”, ou seja, ofertas que são distribuídas para um número máximo de 20 investidores, podendo ser oferecidas a até cinquenta potenciais compradores. Em alguns casos não há sequer esforço de venda já que a totalidade do lote acaba sendo adquirido pela instituição financeira que coordenou a oferta. Também é prática comum neste segmento a garantia de oferta firme pelos coordenadores, que se comprometem a adquirir toda parcela da operação que não for distribuída aos clientes.

Mesmo antes da entrada em vigor da Instrução 476 – que regulamentou os “a Oferta com Esforços Restritos” - o que se verificava na prática era que dificilmente uma operação tinha mais do que 100 investidores, à exceção daqueles raríssimos casos em que o emissor contratava junto aos coordenadores um esforço de pulverização. Adicionalmente, o nível de sofisticação financeira da maioria dos investidores, mesmo aqueles dos segmentos de maior renda disponível para aplicações, parece ser

insuficiente para compreender de forma adequada todos os riscos associados a uma emissão de debêntures, cujos prospectos muitas vezes alcançam centenas de páginas. Assim, na prática, o acesso a este mercado pelas pessoas físicas se dá quase que exclusivamente através de fundos de investimento ou pressupõe acesso a algum tipo de serviço de aconselhamento só disponível para investidores de “maior porte”.

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 5, o volume negociado em 2011 representou apenas 5% do estoque e é inferior ao registrado em 2008.

Quadro 5  
Mercado Secundário de Debêntures

Ano	Número de Séries	Ticket Médio (R\$ milhões)	Volume Negociado (R\$ bilhões)	Número de Negócios
2008	142	4,02	22,5	5.597
2009	150	2,28	18,9	8.320
2010	187	2,18	16,5	7.562
2011	234	1,32	17,5	13.286

Fonte: ANBIMA, Boletim (2012)

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 que adquirem estes ativos em geral dispõem de equipes especializadas em avaliar os riscos específicos 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 contempla uma relação risco/retorno adequada no longo prazo, ou seja, que será vantajoso comprar o papel e carregá-lo por prazos mais longos.

Este raciocínio é tão mais verdadeiro quanto maior for a taxa de juros em termos absolutos e deixa de ter validade quando, por razões de qualquer natureza, há uma

percepção de que o risco de crédito da empresa se alterou. Trata-se, portanto, de um ativo que conceitualmente exige um acompanhamento permanente, o que não parece ser uma vocação das pessoas físicas em geral.

Assim, quando, ao final de 2010, o Governo anunciou as medidas de incentivo ao mercado de títulos e valores mobiliários emitidos por pessoas jurídicas não financeiras<sup>24</sup>, o desafio a ser enfrentado era dar densidade aos mercados primário e secundário. Isso seria feito através da incorporação de um contingente de novos investidores e da ampliação da liquidez neste segmento, com foco na geração de recursos que se destinassem ao financiamento dos projetos de investimento de longo prazo.

Esperava-se que tudo isso viesse a acontecer em um ambiente onde a maior parte dos ativos ou dos veículos de investimento se encontra indexado à taxa de juros de curto prazo, que ainda permanecem em patamares elevados, apesar de declinantes; têm liquidez diária e não premiam adequadamente o alongamento; e desfrutam de algum tipo de benefício fiscal. Por fim, os investidores pessoas físicas permanecem impregnados pela cultura da remuneração e liquidez diárias e os institucionais já desfrutam de benefícios fiscais em suas carteiras e tendem a adotar estratégias do tipo *hold to maturity*<sup>25</sup>.

### **3.4 O Mercado de Títulos de Cessão de Crédito**

Os Títulos de Cessão de Crédito constituem o segmento do mercado de títulos privados que vem crescendo mais rapidamente nos últimos anos<sup>26</sup>. Entre 2007 e 2011, o estoque desses ativos aumentou 4 vezes em termos nominais e não houve nenhum sinal de impacto negativo relevante nessa trajetória, mesmo com a crise de 2008/2009. Ao final de 2011, o volume desses ativos montava a mais de R\$ 183 bilhões, o que equivale à metade do mercado de debêntures. Essa mesma relação era de 15% em 2006 (Ver Gráfico 16).

---

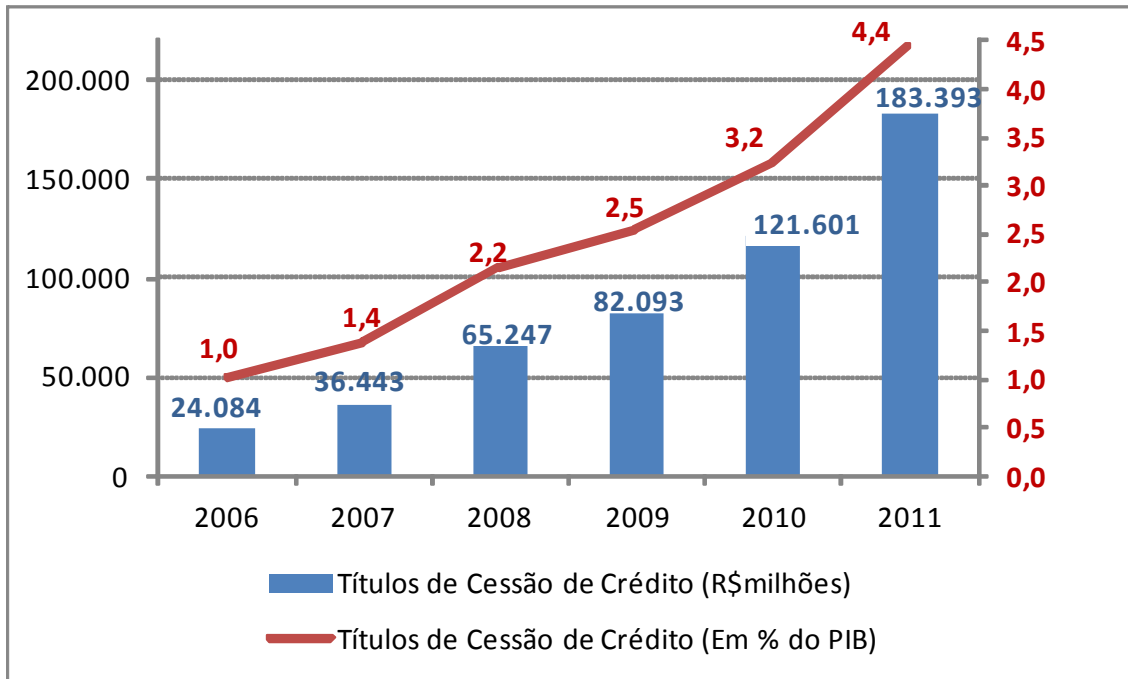
<sup>24</sup> Ver a seção 4

<sup>25</sup> Para um quadro comparativo dos diferentes regimes de incentivos fiscais aos ativos financeiros, ver o Anexo III

<sup>26</sup> Seu ritmo chegou até mesmo a superar o do crédito bancário imobiliário.

Gráfico 16

Estoque de Títulos de Cessão de Crédito  
(Em R\$ milhões e % do PIB)



Fonte: ANBIMA. Elaboração dos Autores.

Os créditos que vêm sendo cedidos no Brasil têm origem em quatro diferentes setores. São, por ordem de relevância: o imobiliário, o comercial, o agrícola e o exportador. Dentre esses, o imobiliário respondeu em 2011 por mais de 65% do estoque desses títulos, sendo o restante dividido em partes semelhantes entre os outros três setores. Existe uma grande diversidade de instrumentos de cessão utilizados, sendo que os mais importantes são os Certificados, de emissão de empresas, e as Letras, de emissão dos bancos.

Dos quatro setores originadores, as cessões de recebíveis imobiliários e agrícolas gozam de isenção de imposto de renda para as Pessoas Físicas residentes, o que vem atraindo um grande número de indivíduos para esse mercado. Não é por outro motivo que os instrumentos que vêm tendo maior aceitação junto ao público são os três principais títulos imobiliários – Letras de Crédito Imobiliário (LCI), os Certificados de Crédito Imobiliário (CCI), os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) – e a Letra de Crédito Agrícola (LCA). Como se pode ver no Quadro 6, esses 4 instrumentos responderam por quase todas as emissões ocorridas de títulos de cessão de crédito verificadas entre 2009 e 2011.

Quadro 6

## Estoque de Títulos de Cessão de Crédito por Tipo de Instrumento

Em R\$ bilhões

Títulos	2006	2007	2008	2009	2010	2011
LCA	19	2.137	7.050	9.094	13.123	19.229
LCI	7.283	7.844	10.503	15.510	29.260	46.832
CCI	2.010	2.636	8.287	12.703	24.295	43.790
CRI	2.170	2.867	7.208	10.567	18.919	27.795
<b>Total (A)</b>	<b>11.482</b>	<b>15.485</b>	<b>33.048</b>	<b>47.874</b>	<b>85.598</b>	<b>137.646</b>
Outros	12.602	20.959	32.199	34.219	36.004	45.747
<b>Total (B)</b>	<b>24.084</b>	<b>36.443</b>	<b>65.247</b>	<b>82.093</b>	<b>121.601</b>	<b>183.393</b>
Var(A/B) *	n.d.	32%	61%	88%	95%	84%

Fonte: ANBIMA. Elaboração dos Autores.

(\*) Variação do Total (A)/ Variação do Total (B)

A rápida expansão do mercado de títulos de cessão de crédito está diretamente relacionada à atratividade que algumas dessas operações proporcionavam aos bancos comerciais para fins de enquadramento de suas carteiras imobiliárias junto aos requerimentos mínimos das autoridades reguladoras. A existência de um fator de multiplicação de 1,2 sobre o montante investido nesses títulos motivou até agora instituições financeiras a transformarem seus créditos imobiliários em CRI. Adicionalmente, existe um crescente interesse por esse tipo de ativo por parte das famílias em busca de uma rentabilidade adicional advinda da isenção do imposto de renda, particularmente em um momento em que projeta uma queda sustentada das taxas de juros.

O benefício fiscal associado aos títulos de cessão de crédito não estão sujeitos a grandes limitações ademais do lastro de operações agrícolas e imobiliárias. Por esse motivo, a maior parte desses instrumentos foi emitida com indexação à taxa DI, a exemplo da maior parte dos demais títulos privados. Essa flexibilidade tende a tornar mais difícil a atratividade das “debêntures de infraestrutura” previstas na Lei 12.431, que para contarem com o benefício do imposto de renda para as Pessoas Físicas precisam de autorização específica do governo e estão sujeitas a várias limitações nas condições financeiras que podem oferecer. Por exemplo, não podem ser indexadas à taxa DI nem objeto de recompra ou de resgate por prazo inferior a 2 anos.

## 4. As Medidas de Estímulo ao Mercado de Títulos Corporativos de Longo Prazo

### 4.1 O Debate de 2010

Ao longo de 2010, houve um intenso debate envolvendo representantes do governo, do mercado financeiro e do setor industrial sobre o mercado doméstico de títulos corporativos. 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 capitais se tornasse um instrumento mais ativo de financiamento do investimento privado.

Para tanto, foram constituídos grupos de trabalho, formados por representante das entidades diretamente envolvidas. Esses grupos produziram relatórios que deram origem a um rol de recomendações, muitas das quais foram adotadas no final daquele ano<sup>27</sup>.

Dois documentos, datados do final de 2010, reúnem as principais contribuições desses grupos. São eles, “Financiamento de Longo Prazo: Análise e Recomendações” (ITV/IEDI, 2010) e “Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Renda Fixa Privada no Brasil” (ANBIMA, 2011). Ambos partem de um diagnóstico comum de que o atual padrão de financiamento de longo prazo da economia brasileira, baseado em recursos fiscais ou parafiscais, seria insuficiente para atender às necessidades decorrentes dos investimentos programados para a próxima década<sup>28</sup>.

Essa convicção partia de duas premissas básicas. 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. Para tanto, afirmava-se que seria necessário que a taxa de investimento avançasse para um patamar mínimo de 23% do PIB, ou seja,

---

<sup>27</sup> O Instituto Talento divulgou dois importantes estudos sobre o funcionamento dos mercados de crédito e de debêntures no Brasil. Algumas das recomendações apontadas neste último documento foram atendidas na Medida Provisória 517, que regulamentou as mudanças anunciadas no final de 2010 (ver bibliografia ao final do trabalho).

<sup>28</sup> Segundo o texto da Anbima (2010), “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”.

uma expansão de cerca de quatro pontos percentuais se comparada à situação observada à época. Esta meta, por sua vez, era vista como factível em um horizonte de 3 a 5 anos. Assim, a despeito da crise internacional e de seus efeitos negativos sobre as expectativas dos agentes econômicos domésticos, as projeções ao final de 2009 indicavam que o Investimento poderia crescer nos anos subsequentes a taxas superiores às dos demais componentes da demanda agregada, resultando em uma desejável expansão do PIB potencial.

Estudos realizados pelo BNDES<sup>29</sup>, com base no mapeamento dos projetos anunciados em nove complexos industriais e nos segmentos de infraestrutura, indicavam que entre 2011 e 2014, estes investimentos poderiam gerar uma demanda de recursos de longo prazo em montante superior a R\$ 600 bilhões.

A segunda premissa a nortear os debates estava relacionada aos limites e às possibilidades das quatro principais fontes de financiamento das empresas brasileiras de suprir estes recursos adicionais. Como foi mostrado no Capítulo 2 desse trabalho, pouco menos da metade dos investimentos realizados pelas empresas no Brasil são financiados com capitais próprios - em geral oriundos de lucros não distribuídos. Em seguida, com cerca de um terço do total, aparecem as operações de crédito bancário direcionadas, segmento em que o provedor é quase que exclusivamente o BNDES. Captações externas e o mercado de capitais completam este cardápio, cabendo a este último um percentual ligeiramente superior a 10% dos recursos utilizados pelas empresas para financiarem seus projetos de maior prazo de maturação<sup>30</sup>.

A partir desse quadro, admitiu-se que o autofinanciamento continuaria a responder por quase metade dos recursos utilizados pelas empresas para investimentos e que o mercado de crédito externo sofreria um encolhimento na liquidez nos próximos anos e permaneceria mais restrito aos grandes tomadores. Com isso, restaria ao crédito bancário e ao mercado de capitais a função de gerar os recursos adicionais de longo prazo necessários à realização dos investimentos, em volumes significativamente superiores aos historicamente ofertados nestes dois segmentos.

---

<sup>29</sup> Ver BNDES (2011).

<sup>30</sup> Ver seção 1.2 desse trabalho

As perspectivas no tocante ao comportamento do crédito bancário de longo prazo eram, por sua vez, de que, embora tivesse sido fundamental a ação anticíclica dos bancos públicos ao ampliarem a oferta de crédito no período de enxugamento da liquidez, a continuidade desse esforço não se mostraria sustentável no longo prazo. Haveria fortes limitações decorrentes das magnitudes envolvidas, tanto por causa da regulação prudencial, quanto das dificuldades em se mobilizar os canais tradicionais de captação dessas instituições ou mesmo por meio da realização de novas operações de capitalização do Tesouro Nacional, como vinha ocorrendo no caso do BNDES<sup>31 32</sup>. Assim, a hipótese dominante ao final de 2009 era de que apenas uma parte do acréscimo na demanda por recursos de longo prazo poderia ser atendida pela expansão das carteiras de crédito das instituições financeiras públicas. Esta visão também era compartilhada por atores públicos e foi manifestada por agentes de governo, como o Ministro da Fazenda e o Presidente do BNDES.

Por fim, no que se refere ao mercado de capitais, o diagnóstico apontava que seu desenvolvimento recente tinha se dado de forma bastante desigual entre o segmento de dívida e o de ações. O dinamismo apresentado pelas bolsas de valores não foi, nem de perto, acompanhado pelo segmento de títulos corporativos<sup>33</sup>. 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 debate sobre questões relacionadas à baixa profundidade do mercado de títulos privados de renda fixa não era algo novo para os participantes dos grupos de trabalho

---

<sup>31</sup> O texto do ITV/IEDI dizia que “a grande evolução do investimento que vem ocorrendo na economia não deixa dúvida de que há séria limitação de fontes de recursos voluntários para financiar o desenvolvimento econômico. Certas condições para que uma maior parcela dos fundos financeiros acumulados no país seja destinada ao financiamento de longo prazo já estão sendo criadas”.

<sup>32</sup> O texto da ANBIMA afirmava que “(...) o recurso a essa solução (de dependência de recursos públicos) torna-se progressivamente inviável e mesmo indesejável, pelo volume de recursos a serem intermediados e pela necessidade de o setor público focar em tantos outros problemas que também exigem a sua atenção”.

<sup>33</sup> Apesar de avanços importantes, sobretudo no que se refere à modernização das normas aplicáveis aos processos de oferta pública.



formados em 2010. Ao contrário, ao longo das últimas duas décadas houve vários estudos que procuraram investigar as causas este fenômeno e propuseram algumas iniciativas que, apesar de implementadas não produziram o resultado esperado<sup>34</sup>. Dessa forma, quando representantes do Governo e dos setores financeiro e industrial se reuniram para debater o tema, o que se observou foi uma forte convergência de opiniões no tocante às causas do problema, bem como em relação à melhor forma de mitigá-lo.

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 elevada liquidez e indexação à taxa básica do Banco Central. Desse ponto de vista, a queda continuada da SELIC abria 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 pública, quando os estrangeiros demonstraram um maior apetite pelos títulos públicos de maior prazo em moeda local.

Nesse contexto, se fazia necessário uma agenda de medidas que enfrentasse quatro tipos de obstáculos diferentes:

- a elevada concentração do mercado primário;
- a escassa liquidez do mercado 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.

---

<sup>34</sup> ANBIMA. (2006)

## 4.2 As Medidas Adotadas

Ao final de 2010, o Governo editou um conjunto de medidas destinadas a estimular as emissões de títulos privados corporativos de longo prazo em moeda local <sup>35</sup>. O intuito era atrair investidores nacionais e estrangeiros para essas operações e, com isso, suprir parcela da demanda das empresas por recursos para o financiamento de seus projetos de investimentos.

Na prática, as medidas visavam alargar e aumentar a profundidade dos mercados primário e secundário de títulos e valores mobiliários emitidos por pessoas jurídicas não financeiras. Em outras palavras, as propostas buscavam essencialmente ampliar a base de investidores atuando na oferta primária e no giro do mercado secundário.

Assim, a Lei 12.431/11 <sup>36</sup> introduziu em seus artigos 1º, 2º e 3º incentivos fiscais para investidores que viessem a adquirir títulos corporativos. A concessão desse benefício fiscal requeria, no entanto, que os recursos captados por meio de títulos ou valores mobiliários fossem alocados exclusivamente em projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Essa mesma lei, em seus artigos 5º e 6º, eliminou entraves legais e tributários que afetavam o mercado secundário de debêntures, tais como o problema da bitributação dos rendimentos periódicos ou ainda algumas restrições previstas na Lei 6.404/76. Assim, ainda que não tivesse contemplado a íntegra da agenda debatida em 2010, a edição da Lei nº 12.431 foi bem recebida pelo setor privado.

Dentre todas as iniciativas anunciadas pelo Governo ao final de 2010, certamente a de maior impacto 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, desde que 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 os não residentes todos os tipos de títulos e valores mobiliários desde que os documentos que

---

<sup>35</sup> A relação dos normativos mencionados neste estudo está disposta no Anexo I.

<sup>36</sup> Originalmente, Medida Provisória nº 517/10.

acompanhem sua oferta pública identifiquem claramente o projeto de investimento que foi – ou irá ser - financiado no todo ou em parte com os recursos captados. A isenção se aplica à compra direta ou por meio de aplicação em fundos de investimento exclusivos para não residentes que tenham no mínimo 98% da carteira em títulos privados corporativos que atendam às exigências elencadas acima.

A mesma isenção de imposto de renda também foi estendida a investidores nacionais, mas o rol dos instrumentos passíveis desse benefício foi muito mais limitado. A lei beneficia apenas as debêntures emitidas por Sociedades de Propósito Específicas (SPE) que tenham por objetivo levar a cabo projetos considerados prioritários pelos ministérios setoriais. Para as Pessoas Físicas, a alíquota passou a ser zero e no caso das Pessoas Jurídicas de 15%. O benefício para os investidores residentes vale para os papéis emitidos entre janeiro de 2011 e dezembro de 2015. Os cotistas de fundos que tenham no mínimo 85% da carteira aplicados nestes ativos também fazem jus à isenção.

Além dessas condições, as emissões devem também:

- 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 através dos mecanismos de oferta pública regulamentados pela CVM, inclusive a Instrução nº 476 , que normatiza as ofertas “com Esforços Restritos”<sup>37</sup>;
- 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
- ser registradas e negociadas em mercados regulamentados de valores mobiliários

---

<sup>37</sup> Esta instrução permite a distribuição de valores mobiliários com um nível de exigência informacional muito inferior ao previsto na Instrução 400. Por outro lado a distribuição tem de ficar restrita a no máximo 20 investidores.

A definição do modo como se daria aprovação de projetos para fins da isenção do imposto de renda para investidores residentes só foi feita em novembro de 2011, por meio do Decreto nº 7.603. Foram, então, definidos os setores da infraestrutura cujos projetos poderão contar com recursos incentivados, sendo delegada aos respectivos ministérios setoriais a responsabilidade por avaliar a elegibilidade de cada projeto ao benefício fiscal. As Portarias dos Ministérios referentes ao rito de aprovações de projetos começaram a ser editadas a partir de 30 de janeiro de 2012<sup>38</sup>.

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. O artigo 5º acabou com uma grave distorção existente na legislação do Imposto Renda incidente no pagamento de cupons. Até então, se o investidor adquirisse no mercado secundário um título que pagasse rendimentos periódicos seria penalizado pela bitributação do rendimento, já que o imposto era recolhido *pro rata tempore* no momento em que o papel trocava de proprietário e novamente, pelo seu valor integral, na data do pagamento do cupom, em geral realizado semestralmente pelo emissor.

Já o artigo 6º trouxe alguns aperfeiçoamentos importantes nas regras de emissão e recompra das debêntures originalmente previstas na Lei 6404, 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 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

---

<sup>38</sup> Até 23/02/2012 haviam sido editadas as Portarias do Ministério dos Transportes, da Secretaria de Aviação Civil, do Ministério das Minas e Energia e da Secretaria dos Portos.

- 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, através 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 deverão 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 7487/11, 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. Posteriormente, o Governo alterou a norma para deixar claro que o imposto só havia sido zerado para operações envolvendo títulos privados com características de longo prazo, como debêntures, letras financeiras, CRI e para os seguintes ativos do agronegócio, CDCA, CRA e LCA. Os Certificados de Depósito Bancário (CDB) não foram contemplados pela medida.

Ainda no bojo das medidas de estímulo ao mercado de títulos corporativos – e conforme solicitação dos agentes privados – o governo criou algumas vantagens específicas para os títulos de longo prazo emitidos pelos bancos, as Letras Financeiras (LF). O título foi criado em janeiro de 2010 com o objetivo de fornecer às instituições financeiras um instrumento de captação de mais longo prazo, que não assegurasse ao investidor a possibilidade de liquidez diária, como ocorre com os CDB. Dessa forma, foram regulamentadas com um prazo mínimo de emissão de dois anos, não podendo conter qualquer cláusula que provoque a antecipação de seu resgate antes deste prazo.

Ao final de 2010, o governo adotou duas medidas importantes para alargar o mercado de LF. A Instrução 488 da Comissão de Valores Imobiliários (CVM) estabeleceu as regras para a emissão pública desses papéis. Simultaneamente, o Banco Central eliminou o depósito compulsório então incidente sobre o título, criando assim uma vantagem relevante sobre os instrumentos de captação de curto prazo dos bancos como o CDB <sup>39</sup>.

### **4.3 O Impacto das Medidas**

O ano 2011 se encerrou sem que tenha ocorrido uma única emissão no âmbito do novo marco regulatório e fiscal da Lei 12.431 <sup>40</sup>. Esse cenário difere do que ocorreu no mercado bancário. As LF tiveram um crescimento exponencial. Os motivos que levam a essa diferença no ritmo de emissões dos títulos das empresas e dos bancos foram de múltipla natureza.

No que se refere aos investidores domésticos, os incentivos criados pela legislação, além de sujeitos a algumas limitações, não puderam, na prática, ser utilizados pelo fato de a normatização do processo de aprovação de projetos pelo governo só ter sido concluída no início de 2012. A escolha dos ministérios setoriais como porta de entrada para aprovação de projetos a serem beneficiados pela isenção do imposto de renda seguiu um caminho semelhante ao que já vinha sendo utilizado pelo Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) do governo. Entretanto, a opção por esse encaminhamento cria entraves e riscos ainda difíceis de serem avaliados.

O atraso e as dificuldades enfrentadas pelo governo na normatização dessas medidas criaram, no entanto, um efeito colateral negativo. Afetaram também as emissões para estrangeiros, apesar de o incentivo da redução do imposto de renda para esses investidores não requerer a aprovação prévia de projetos da parte do setor público. A maior parte dos emissores potenciais, inclusive de grande porte financeiro, que foram entrevistados pela pesquisa, não sabia que havia diferenças profundas entre as duas modalidades de incentivos. A necessidade de aprovação formal de projetos por parte

---

<sup>39</sup> Ver evolução das emissões no Quadro 2.

<sup>40</sup> Esse quadro não havia se alterado até 30 de abril de 2012.

do governo foi, muitas vezes, entendida como um requerimento geral. A regulação desse procedimento tardou muito <sup>41</sup>, o que piorou a situação.

Essa confusão entre os emissores se associou, em muitos casos, a outra preocupação, mais presente nos bancos, quanto à responsabilidade fiscal por essas operações <sup>42</sup>, em particular quando envolvesse capital estrangeiro. Nas conversas com as instituições financeiras, essa questão foi muito presente, principalmente, pela eventualidade de o órgão fiscalizador – no caso a Secretaria da Receita Federal – poder vir a punir investidores no caso de descumprimento da promessa de uso dos recursos captados. O temor das instituições que prestam serviços de custódia aos estrangeiros é o de que nessa hipótese venham a ser responsabilizadas por esse não recolhimento do imposto.

No caso das debêntures que podem beneficiar os investidores residentes a lei já prevê uma multa de 20% do valor da emissão para as empresas que não aplicarem os recursos captados nos projetos associados à debênture <sup>43</sup>. Entretanto, a legislação é omissa no que se refere aos instrumentos que forem exclusivamente direcionados para estrangeiros. Esse tratamento diferenciado na própria lei alimenta ainda mais as dúvidas sobre um tratamento diferenciado por parte da autoridade fiscal. O desejável seria explicitar a exclusiva responsabilidade por parte do emissor, em qualquer caso.

Os investidores nacionais só passaram a mostrar algum interesse mais específico por esses novos instrumentos ao final de 2011, após a publicação das normas que repassam aos ministérios a responsabilidade pela aprovação de projetos. Houve notícias de bancos captando fundos de 10, 20 e 30 anos de duração para aplicar nas “debêntures de infraestrutura”.

Entretanto, na prática, trata-se de um instrumento novo, ainda não testado pelo mercado, e que terá que competir com substitutivos próximos já consagrados – os títulos públicos, no caso dos investidores estrangeiros e os títulos de cessão de crédito agrícola e imobiliário, no caso dos nacionais. Como se pode perceber nos quadros que estão no Anexo III há uma miríade de regras de tributação favorecendo vários tipos de

---

<sup>41</sup> Decreto 7.603, de 9/11/2011

<sup>42</sup> Essa preocupação se estende tanto para os títulos para investidores estrangeiros quanto para o de residentes

<sup>43</sup> Ver o parágrafo 5º do Artigo 2º da Lei 12431.

emissores e instrumentos de investimento, alguns deles já com alguma história acumulada que os torna, ao menos conjuntamente, mais atrativos aos olhos dos potenciais investidores domésticos. É por esse motivo que títulos como os CRI, LCI e LCA vêm ganhando espaço na carteira das pessoas físicas, sobretudo no segmento de *private banking*.

Os investidores estrangeiros, por sua vez, também não se mostraram ainda atraídos pelos novos incentivos aos títulos privados de longo prazo. Apesar de sua cesta de instrumentos beneficiados ser muito ampla – quaisquer título ou valor mobiliário associado a investimento – e não estarem sujeitas a aprovação prévia por parte do governo, não houve registro até o final de 2011 de operações realizadas nos moldes da Lei 12.431.

Esse desinteresse se deve, de um lado, à frustração, particularmente dos fundos de dívida em países emergentes, das expectativas geradas quando as medidas foram lançadas em 2010. A recepção inicial foi boa, mas a manutenção até o final de 2011 da incidência do IOF de 6% sobre o ingresso de recursos estrangeiros para a aplicação em títulos privados tornou a isenção do Imposto de Renda um benefício inócuo. Na prática, o IOF constituía uma barreira demasiadamente elevada ao exigir um prazo mais elevado de permanência no ativo ou um *spread* maior na operação, em ambos os casos como forma de se diluir o custo do imposto.

Reconhecendo que se tratava de um obstáculo relevante, o Governo eliminou essa incidência do IOF no início de dezembro de 2011, através do Decreto 7.632. Essa medida fez retomar o interesse dos capitais estrangeiros pelos títulos privados incentivados. Vários dos interlocutores financeiros manifestaram que, a partir da retirada do IOF, fundos importantes do exterior haviam voltado a demonstrar interesse pelo tema.

Os bancos, por sua vez, adotaram uma postura de cautela e ficaram aguardando o governo completar as medidas tomadas. Uma vez que o interesse dos investidores externos estava bloqueado pelo IOF e dos locais pela falta de regulamentação, a melhor estratégia, no entendimento desses agentes, era esperar o desenrolar dos fatos.



Técnicos do governo envolvidos no processo revelaram frustração com a total ausência de emissões privadas nos moldes da Lei 12.431, apesar dos sinais positivos que haviam sido emitidos por diferentes agentes do mercado ao longo de 2010. Havia uma consciência clara da impossibilidade de serem lançadas “debêntures de infraestrutura”, voltadas para investidores domésticos, pelo fato de que as normas de elegibilidade de projetos ainda não terem sido totalmente editadas. Entretanto, o mesmo não acontecia com os “títulos de investimento” para estrangeiros. Na percepção dos atores de governo, a demanda das instituições financeiras por maior “segurança jurídica” era desnecessária e criava dificuldades adicionais para as instituições públicas ou privadas que viessem a assumir a responsabilidade pelo atendimento da legislação. O entrave do IOF foi, no entanto, reconhecido apesar de provavelmente ter sido, inicialmente, subestimado.

Existem ainda dois atores importantes para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo que, na prática, se mantiveram distantes dos debates de 2010, mas que podem vir a ter um papel importante no futuro. Um deles são os fundos de pensão. Em outros países, particularmente na América Latina, esses fundos têm um papel importante na demanda de títulos privados. No Brasil, esse comportamento ainda não é muito visível.

Esses fundos têm se mantido relativamente à margem do mercado corporativo por dois motivos mais importantes. De um lado, as elevadas taxas praticadas pela dívida pública lhes garantia o atendimento de forma tranquila da meta atuarial com baixo risco. De outro, a baixa liquidez e a falta de transparência nas transações no mercado secundário de dívida privada leva a preocupações da parte de gestores e de reguladores. A elevada demanda dos fundos de pensão pelas Letras Financeiras dos bancos em 2011 é um sinal de que a “situação de conforto” vivida nos últimos anos pode não estar mais garantida no futuro próximo. Não se deve, no entanto, esperar mudanças relevantes nesse comportamento em prazo curto.

Outro grupo importante de atores que não participaram diretamente do debate foram os *assets* independentes. As entrevistas com interlocutores desse segmento identificaram, de uma forma geral, um grande desconhecimento das medidas que vem sendo adotadas pelo governo de estímulo às emissões de títulos corporativos de longo prazo.

Em compensação, essas instituições demonstraram um grande interesse pelo tema. Esses atores, pelo porte de suas operações, teriam dificuldade para gerar carteiras próprias para distribuir a investidores potenciais. Entretanto, foram claros em apontar o grande interesse de seus clientes, particularmente no exterior, em adquirir ativos brasileiros dessa natureza. Para tanto, seria importante que o mercado avançasse em termos de porte e de fluxo de emissões, permitindo-lhes estabelecer estratégias de distribuição.

Uma última questão a ser mencionada é a baixíssima liquidez do mercado secundário de títulos corporativos. A inexistência de uma porta de saída certamente desestimula o ingresso do investidor neste segmento ou resulta em prêmios de liquidez mais elevados que compensem a perspectiva do carregamento do papel por prazos longos.

Quando em 2006, o investidor estrangeiro começou a adquirir títulos públicos federais, estimulado pela isenção do imposto de renda nos rendimentos desses ativos, encontrou um segmento bem mais maduro, tanto pela existência de um grande estoque de papéis, quanto pela liquidez e pelo número de participantes do mercado secundário. Assim, é com bons olhos que os agentes enxergam algumas ideias que estão na pauta de debates, como a criação de fundos de liquidez, aumento da transparência pré e pós-negócios, desenvolvimento de um mercado de “short selling”, além de outras iniciativas que sejam capazes de dar densidade ao segmento.

Entretanto, boa parte dos interlocutores apontou que a ausência de um mercado secundário ativo não é um impedimento ao avanço do mercado no curto prazo. Investidores estrangeiros e até mesmo nacionais estariam dispostos a adquirir títulos de longo prazo de empresas brasileiras desde que apresentassem uma relação risco-retorno atraente. Na prática, há uma demanda crescente por títulos privados e a expansão que já vem sendo registrada nessa área mostra que está havendo uma competição feroz por papéis de boa qualidade.

## 5. Propostas para o Desenvolvimento do Mercado de Títulos Corporativos de Longo Prazo

O Brasil ainda dispõe de um mercado incipiente de títulos corporativos de longo prazo. Esse fato é visível qualquer que seja o indicador utilizado. Frente à experiência internacional, o tamanho e a profundidade apresentados pelo Brasil estão muito aquém dos existentes em países desenvolvidos, mas também de asiáticos em desenvolvimento e mesmo de latino-americanos, como México e Colômbia, para não citar o Chile.

O mesmo se repete quando se observa o mercado financeiro doméstico. Enquanto o crédito bancário, as bolsas de valores e os títulos de cessão de crédito atravessaram um *boom* de crescimento e de inovação nos últimos anos, o mercado de títulos corporativos teve um crescimento e um desenvolvimento mais restrito.

O principal determinante desse “atraso relativo” da dívida corporativa tem sido a manutenção de taxas elevadas de juros, nominais e reais, por um período demasiadamente longo. Isso, por um lado, inibiu o lançamento de títulos por parte dos melhores emissores e, por outro, concentrou a demanda em papéis públicos que, ademais do retorno, conferem elevada liquidez e segurança.

Outra característica do mercado financeiro é de ainda se comportar como se estivesse convivendo com uma “ameaça” de, a qualquer momento, o Banco Central se ver obrigado a aumentar abruptamente sua taxa básica, a níveis extraordinariamente elevados. Essa expectativa faz com que os níveis de liquidez e de indexação à taxa DI ainda sejam muito altos. O desenvolvimento de um mercado de dívida corporativa de longo prazo se insere assim em um contexto maior de consolidação da estabilidade financeira.

Além desses condicionantes, havia ainda um conjunto de fatores regulatórios e tributários que limitaram bastante a atratividade das operações com títulos privados. Como descrito anteriormente, a grande maioria desses entraves foi removida com as medidas adotadas entre 2010 e 2011. Essas inovações não foram, no entanto, suficientes para, isoladamente, permitir uma mudança nos rumos desse mercado. A única exceção foram as Letras Financeiras emitidas pelos bancos.

A despeito desse quadro, as informações colhidas nas entrevistas levaram à identificação de um momento novo no mercado de capitais brasileiro. A perspectiva

de uma queda sustentada das taxas de juros está levando a uma mudança – lenta, mas firme - nas carteiras dos investidores. Há uma “fuga para a rentabilidade” que se traduz em maior demanda por títulos que possam sustentar um *yield* mais elevado por prazos mais longos, mesmo que ao custo de maior risco e iliquidez frente aos papéis públicos ou de bancos. Essa demanda não vem encontrando, nesse momento, uma oferta na dimensão adequada. O mercado vem enfrentando, assim, uma situação particular de sobredemanda por títulos privados de longo prazo, de bom risco de crédito. Nas entrevistas, vários estruturadores afirmaram que, nos lançamentos de títulos privados ocorridos nos últimos meses de 2011, a demanda havia sido, em geral, duas vezes superior ao volume ofertado. Essa trajetória tende a se sustentar na medida em que não haja nenhum fator que atue no sentido de frustrar a esperada queda da taxa de juros.

Do mesmo modo, os interlocutores de mercado mostraram que, agora que a taxaçoão do IOF havia sido removida, há uma retomada do interesse dos investidores externos por títulos corporativos brasileiros. A demanda desse segmento talvez requeira um prazo mais dilatado para se efetivar, mas seu potencial é sem dúvida maior que a dos investidores domésticos. O aumento do interesse de investidores estrangeiros e domésticos constitui uma oportunidade ímpar para se promover o crescimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo.

A efetivação desse potencial requer, no entanto, que vários entraves ainda venham a ser vencidos. No curto prazo, o principal deles é a assimetria de informação entre os diferentes atores. Essa assimetria se materializa no desconhecimento por parte das grandes empresas das vantagens criadas pela Lei 12.431. Do mesmo modo, existe a resistência dos bancos em estruturar e distribuir esses títulos, por causa de um possível questionamento por parte da Receita Federal quanto ao direcionamento dos recursos que vierem a ser captados. Há ainda a pouca difusão de informações sobre as novas medidas junto a investidores, tanto nacionais como, e principalmente, estrangeiros. Esses últimos tendem ter uma visão ainda mais distante do que acontece no País, principalmente quando se trata de inovações regulatórias como as que foram recentemente introduzidas.

Diante desse quadro, sugerimos que o governo mude a ênfase de sua atuação. Até o momento, seus esforços se concentraram corretamente em criar um arcabouço fiscal e regulatório que incentive o lançamento de títulos privados de longo prazo voltados para investimento. Como não se trata de medidas de estímulo ao “desenvolvimento do mercado de capitais em geral” – ou seja, de vantagens fiscais para quaisquer títulos de dívida privada de longo prazo – é natural que as especificidades da nova legislação tornem mais difícil o entendimento dos requisitos associados às emissões.

Uma vez que os incentivos governamentais já estão estabelecidos em seus contornos mais importantes, o próximo passo do governo deveria ser centrar esforços no sentido de se quebrar a inércia do mercado e de se reduzir a enorme assimetria de informação existente. Para tanto, estamos propondo um Programa de Emissões de Títulos Corporativos Incentivados (PETCI), que coordene a atuação de investidores, bancos e emissores.

Esse Programa deveria ter como meta atingir o lançamento de R\$ 50 bilhões em “títulos de investimento”<sup>44</sup> ou de “debêntures de infraestrutura”<sup>45</sup> até o final de 2014, ou seja, até o último ano da administração da Presidenta Dilma Rouseff. Para tanto, seu desenvolvimento deveria ser feito em duas etapas. Na primeira, que duraria em torno de 18 meses, o Programa focaria o “nascimento” do mercado. A meta a ser alcançada seria de R\$ 10 bilhões de emissões de títulos incentivados. Esse prazo deve-se à dificuldade natural do mercado em conhecer e absorver novidades tais como os novos títulos de dívida corporativa com incentivo fiscal.

Seria importante que essas emissões pudessem seguir um cronograma relativamente firme do qual participassem empresas de bom risco das áreas de infraestrutura e indústria. Uma forma de se acelerar essas emissões seria permitir uma ampliação dos financiamentos fornecidos pelos bancos estatais desde que os créditos adicionais se dessem na forma de títulos que atendam os requerimentos da Lei 12.431. As instituições públicas poderiam, por exemplo, dar garantia firme para uma parcela substantiva desses lançamentos, que só seria exercida caso as emissões não fossem totalmente distribuídas aos investidores.

Os “títulos de investimento” que fossem adquiridos pelas instituições financeiras ao longo da vigência do Programa poderiam fazer jus a uma vantagem fiscal – redução do

---

<sup>44</sup> Títulos que atendam os requerimentos para isenção de imposto de renda apenas para estrangeiros

<sup>45</sup> Debêntures que oferecem isenção de impostos de renda para investidores estrangeiros e, principalmente, nacionais.

imposto de renda para 15%. Mecanismo semelhante, já existe para as “debêntures de infraestrutura”, títulos que beneficiam também os investidores nacionais. Na prática, essa medida representaria a extensão desse benefício aos “títulos de investimento” pelo prazo de duração do Programa. Com isso, haveria um incentivo financeiro para a securitização desses créditos na origem, compensando as empresas pelo custo maior frente ao uso de contratos de financiamento com os bancos.

Os títulos que fossem comprados pelas instituições financeiras públicas deveriam ser financiados, por captações junto ao mercado, através dos instrumentos que já dispõem, como as Letras Financeiras. Tendo em vista as características desses papéis, não haveria necessidade de que os créditos adicionais viessem a disputar recursos fiscais e parafiscais escassos.

Ao mesmo tempo, essas carteiras dos bancos públicos deveriam ser objeto de leilões periódicos, através de plataformas eletrônicas, permitindo que os investidores nacionais e estrangeiros pudessem adquirir esses títulos, a qualquer tempo. Esse mecanismo daria segurança para que administradores de carteiras pudessem estabelecer estratégias de vendas a seus clientes, particularmente no exterior, sem ficar na dependência do mercado primário.

As emissões que viessem a fazer parte do Programa deveriam seguir os parâmetros mínimos estabelecidos na legislação para os investidores estrangeiros, aliando-se, no possível, à padronização já existente e à observância dos vértices praticados pelo Tesouro Nacional para sua dívida pública.

Com relação à liquidez dos papéis com benefício de imposto de renda, a medida mais importante seria estender a isenção do Imposto de Renda a fundos destinados a investidores estrangeiros cujas carteiras venham a ser formadas por ativos que tenham o mesmo incentivo em qualquer proporção. Atualmente, há um requerimento legal de que esses fundos, para serem isentos, tenham um percentual muito elevado de títulos públicos ou, alternativamente, de papéis privados.

No tocante às “debêntures de infraestrutura”, que proporcionam isenção de imposto de renda para as pessoas físicas residentes no País <sup>46</sup>, há que se ter em mente que o acesso a esse investidor <sup>47</sup> enfrenta outro tipo de realidade competitiva. Existem papéis lastreados em recebíveis imobiliários e agrícolas que oferecem o mesmo

---

<sup>46</sup> Benefício também aplicável aos investidores estrangeiros.

<sup>47</sup> Nesse grupo não se inclui os fundos de pensão

benefício e que não estão sujeitos às mesmas restrições, ou seja, podem dispor de prazos menores, indexação ao DI ou serem emitidos por bancos.

Além disso, a Lei, da forma como foi elaborada, limita muito o valor dos projetos que podem ser beneficiados, por causa das obrigações do uso da debênture de emissão pública como único instrumento. Esse mecanismo restringe demasiadamente a possibilidade de projetos de menor porte, como os de pequenas centrais hidrelétricas ou de ciência e tecnologia fazerem jus ao benefício.

Assim, o PETCI deveria estimular as emissões de “debêntures de infraestrutura”, mas ter claro que, no curto prazo, persistirão grandes dificuldades para se conseguir viabilizá-las de forma não pontual. Para enfrentar esse entrave, sugere-se a introdução de duas adaptações às normas já existentes.

A primeira seria que se pudessem constituir fundos para pessoas físicas residentes com no mínimo 85% de ativos isentos de imposto de renda desde que, no mínimo, 30 pontos percentuais desse limite fossem formados por “debêntures de infraestrutura”. Esse mecanismo poderia aumentar a demanda por esses papéis no curto prazo, permitindo, adicionalmente, que os investidores pudessem administrar melhor o risco de suas carteiras.

A segunda proposta refere-se ao tratamento que deveria ser dispensado aos projetos de menor porte, particularmente relacionados a Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (PD&I) – cujo investimento total fosse, por exemplo, inferior a R\$ 100 milhões. Nesses casos, as sociedades de propósito específico poderiam tomar recursos de longo prazo junto a instituições financeiras que, por sua vez, seriam autorizadas a emitir Letras de Crédito de Investimentos Incentivados, lastreadas nesses créditos, com as vantagens de isenção de imposto de renda previstos na Lei 12.431.

Finalmente, com o objetivo de promover um maior dinamismo ao desenvolvimento do mercado, sugere-se que o BNDES estabeleça um programa de parceria com fundos de investimento privados, voltados para a gestão de ativos de crédito de longo prazo, que atendam aos preceitos da Lei 12.431. Tradicionalmente, o Banco limita sua participação em fundos a 20% do total. Esse percentual poderia ser ampliado durante a fase inicial do programa para atrair investidores.

## Quadro 7

### Programa de Emissões de Títulos Corporativos Incentivados (PETCI)

#### Resumo das Propostas Centrais

<b>Medida</b>	<b>“Títulos de Investimento”</b>	<b>“Debêntures de Infraestrutura”</b>	<b>Objetivo</b>
Meta de R\$ 50 bilhões de emissões em 3 anos	Foco principal das emissões tendo em vista a demanda potencial dos investimentos estrangeiros	Prioridade do Programa, limitada pelas dificuldades de emissão no curto prazo	Retomar a coordenação dos atores e reduzir mito a assimetria de informação
Garantia dos Bancos Públicos às Emissões	Sim	Sim	Atingir um porte mínimo de mercado em curto prazo
Benefício de 15% de IR para as PJ residentes	Estimular os bancos a apoiarem emissões	Já dispõem	Idem
Leilões periódicos das carteiras dos bancos públicos	Sim	Sim	Garantir fluxo de oferta de papéis
Liberdade para a composição de fundos com papéis incentivados	Livre composição com títulos públicos	Composição com outros instrumentos que tenham isenção de IR, desde que mínimo de 30% de “Debêntures de Infraestrutura”	Melhorar a liquidez e a capacidade de mitigação de risco por parte dos investidores
Estímulo à formação de fundos de papéis incentivados	Sim	Sim	Ampliar a liquidez e a escala do mercado
Criar as Letras de Crédito de Investimentos Incentivados	Não	Seria uma forma adicional desses títulos para projetos de menor porte	Estender os benefícios aos projetos de menor porte (PD&I)



Em complementação a esse programa, existem duas medidas complementares que permitiriam acelerar o processo de originação de ativos. A primeira seria estender para os “títulos de investimento” a multa que já é prevista para as empresas emissoras de “debêntures de infraestrutura”, no caso de não aplicarem os recursos captados nos projetos associados aos títulos. Essa medida, se possível, deveria explicitar que essa responsabilidade fiscal não se estende aos investidores.

A segunda medida diz respeito às restrições hoje existentes à colocação de títulos corporativos em geral com base na Instrução 400 da CVM. Esse ponto transcende o universo de títulos objeto da Lei 12431 por que diz respeito aos custos elevados a que um emissor está sujeito caso queira atingir um público que não seja formado exclusivamente por investidores qualificados. Atualmente, os volumes emitidos através dessa instrução da CVM passaram a ser muito pequenos quando comparados aos realizados na forma de “esforços restritos”, com base na Instrução 476. Apesar de esse entrave não impedir o avanço do mercado de títulos corporativos haveria ganhos relevantes a longo prazo na medida em que a base de investidores domésticos pudesse ser mais ampla possível.

#### Quadro 8

##### Programa de Emissões de Títulos Corporativos Incentivados (PETCI)

##### Resumo das Propostas Adicionais

<b>Medida</b>	<b>“Títulos de Investimento”</b>	<b>“Debêntures de Infraestrutura”</b>	<b>Objetivo</b>
Responsabilizar exclusivamente o emissor por desvio de finalidade	Reduzir o risco dos investidores estrangeiros e de seus bancos representantes	Reduzir o risco dos investidores nacionais	Reduzir a incerteza quanto ao benefício dos investidores
Aperfeiçoar a Instrução CVM 400	Sim	Sim	Alargar a base de investidores nacionais

## Conclusões

O processo de globalização financeira promoveu a partir dos anos 1980 a rápida ampliação e aprofundamento do mercado internacional de títulos privados<sup>48</sup>. Esse desempenho, no caso das emissões corporativas, se deu de forma bastante assimétrica. Entre os países desenvolvidos, foi mais intenso na Europa e no Japão e relativamente mais lento nos Estados Unidos e no Reino Unido. Na América Latina, também se observou um fenômeno semelhante. Os países andinos e o México mostraram uma forte expansão do endividamento direto das empresas. O mesmo, no entanto, não se repetiu em outros países da região, como o Brasil.

Esse fraco desempenho contrasta com a experiência brasileira do crédito bancário e de outros mercados domésticos de títulos e valores mobiliários, particularmente a partir de 2004. Desde então, os empréstimos dos bancos praticamente dobraram frente ao PIB, enquanto a dívida pública passou por um intenso processo de alongamento de prazo, desindexação da taxa Selic e de modernização da sua gestão. Trajetória semelhante também foi observada na bolsa de valores, que se tornou uma das três maiores do mundo em valor de mercado.

Enquanto isso, o mercado de debêntures continuou sendo pequeno, pouco profundo e ilíquido, apresentando fortes características de dominância pelo crédito bancário. De fato, quando se compara o crescimento dos diferentes segmentos do mercado financeiro brasileiro a partir de 2004, percebe-se que a maior parte das emissões de debêntures é um "transbordamento" das operações de crédito de curto prazo dos bancos comerciais ou resulta de arbitragem regulatória dessas mesmas instituições.

Esse descompasso, frente ao que ocorreu no mercado internacional e no doméstico, permite afirmar que o Brasil configura um caso de "atraso relativo" tanto no mercado internacional de títulos corporativos quanto no mercado financeiro nacional. Essa condição deve-se, nos dias atuais, primordialmente a fatores locais. Na prática, persiste uma condição de inércia, que vem sustentando uma "zona de conforto" para os principais atores.

---

<sup>48</sup> Entre 1989 e 2008, a taxa de crescimento do segmento de títulos corporativos alcançou 6,4% foi pouco inferior ao das empresas financeiras, que superou 8,1% ao ano, ver BIS (2010).

O principal fator a restringir o desenvolvimento desse mercado é persistência das altas taxas de juros – tanto em termos reais quanto nominais. Essa condição vem se mantendo por muitas décadas no Brasil e conseguiu sobreviver até mesmo aos avanços registrados nas condições de estabilidade macroeconômicas, frustrando as expectativas otimistas de muitos dos mais importantes analistas de mercado <sup>49</sup>. Esse fator se alia às condições de liquidez e de indexação que prevalecem tanto para a dívida pública quanto a privada. No caso dos bancos, suas captações são, em sua maior parte, líquidas, indexadas à taxa do mercado monetário e sujeitas a uma *duration* muito curta – em geral de um dia. Na prática, o mercado ainda goza de um privilégio, introduzido durante as crises dos anos 1980, de não ter o valor de seus ativos impactados pelas mudanças nas taxa de juros de curto prazo.

Diante desse quadro, o apetite das empresas para emitir papéis de dívida de longo prazo é bastante limitado. Para concorrerem com o governo e os bancos teriam que oferecer condições demasiadamente onerosas, principalmente em se tratando de instrumento de longa duração. Além disso, os custos diretos e indiretos dessas emissões são desencorajadores.

Há, no entanto, sinais de que esse quadro está em processo de mudança. A contínua redução das taxas de juros, que vêm se acentuando nos últimos meses, está sendo vista pelo mercado como uma tendência firme. A busca por maior rentabilidade já está sendo percebida em vários segmentos. Os fundos de pensão, por exemplo, adquiriram volumes importantes de títulos bancários com prazo mínimos de resgate de dois anos, as Letras Financeiras. Ao mesmo tempo, os investidores pessoas físicas passaram a ter mais interesse em títulos privados mais longos com isenção de imposto de renda, lastreados em recebíveis imobiliários ou agrícolas.

A iniciativa do governo federal de, ao final de 2010, estender essa vantagem fiscal aos títulos corporativos, desde que associados a investimentos, representa um passo importante na consolidação das mudanças em curso. Como não se trata de medidas para o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo, sua concepção e operacionalidade esbarraram em dificuldades que, até o momento, não foram

---

<sup>49</sup> Ver Carneiro (2006)

integralmente superadas. Houve insegurança jurídica por parte de instituições financeiras relevantes, problemas generalizados de assimetria de informações e atraso nas decisões de governo.

O Programa de Emissões de Títulos Corporativos Incentivados (PETCI) de R\$ 50 bilhões proposto nesse trabalho busca retomar o debate entre o setor público e o privado a partir de um novo patamar. O programa estabelece algumas linhas básicas de ação e, principalmente, metas de emissão que busquem, em um prazo relativamente curto – até três anos - proporcionar ao mercado uma escala mínima para permitir o desenvolvimento de instrumentos e estratégias dos diferentes atores. Nesse cenário, o papel central de coordenação do governo é essencial para o sucesso do Programa, de forma a se conseguir superar as assimetrias existentes e romper a inércia que imobiliza o mercado.

## Bibliografia

Associação Nacional das Instituições dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). *Boletim Mercado de Renda Fixa*, janeiro de 2012  
<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=4847>

Associação Nacional das Instituições dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). *Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Renda Fixa Privada no Brasil*, mimeo, março 2011.

Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA). *Mercado de Balcão de Renda Fixa: uma agenda debates*. Rio de Janeiro, 2006. 93 p. (Relatório Econômico).

Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA). *Dívida pública: propostas para ampliar a liquidez*. Rio de Janeiro, 2005. 53 p. (Relatório Econômico).

Banco Central, Reação do Brasil à Crise Internacional, *Apresentação de Henrique Meirelles ao Congresso Nacional*. Junho de 2009  
<http://www2.camara.gov.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/especiais/53a-legislatura-encerradas/pec59006/criseagricultura030609-Henrique-Meirelles.pdf>

Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), *Libertar o Crédito*, 2005.

Banco Mundial, Financial, *Structure Data Base v4*, 2008.

Borensztein, E., Eichengreen B. e Panizza U. *Building Bond Markets in Latin America*, mimeo, julho de 2006.

Carneiro, Dionísio Dias. *Letras Financeiras do Tesouro e Normalidade Financeira: Haverá um “peso problem”?*. Em Bacha, Edmar Lisboa e Oliveira Filho, Luiz Chrisóstomo (eds.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública*. Contracapa Editora, 2006.

Cidade, Marcelo da Silva. *Aspectos Operacionais da Estrutura da Dívida Mobiliária Brasileira (1999/2007)*. Rio de Janeiro: Universidade Candido Mendes, (mimeo) 2007.

Fundo Monetário Internacional (2005a), *Development of Corporate Bond Markets in Emerging Economies*, Global Financial Stability Report, setembro, pgs.103-141.

Fundo Monetário Internacional (2005b), *Corporate Finance in Emerging Markets*, Global Financial Stability Report, abril, pgs. 92-133.

Instituto Talento Brasil (ITV) e Instituto para Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), *Financiamento Voluntário de Longo Prazo no Brasil – Análise e Recomendações*, [[http://www.iedi.org.br/admin\\_ori/pdf/20101108\\_flp.pdf](http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20101108_flp.pdf)].

Jeanneau, S.; Tovar, C.E. *Domestic Bond Marketes in Latin America: achievements and challenges*. BIS Quartely Rewiew, p. 51-64, June 2006.

Jeanneau, S.; Tovar, C.E. *Latin America's local currency bond markets: an overview*. BIS Papers n. 36, pp 46-64, 2008.

Knight, Malcom. *Promoting liquidity in domestic bond markets*. BIS, 2006. p. 11. Discurso apresentado no Borrowers Forum, realizado em 25 de maio de 2006 e disponível em: [www.bis.org/publ/speeches/sp060520.pdf](http://www.bis.org/publ/speeches/sp060520.pdf).

Freitas, M. C. P. *Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil*, Fundap, Boletim de Economia nº4, maio de 2011.

Torres Filho. Ernani Teixeira, Puga. Fernando e Nascimento. Marcelo. *Autofinanciamento e BNDES Sustentam o Atual Ciclo de Investimentos no Brasil* In: Visão do Desenvolvimento 2008 ed. Rio de Janeiro : BNDES, 2009, p. 145-152.

Torres Filho. Ernani Teixeira. *Entendendo a Crise do Subprime* In: Visão do Desenvolvimento 2008 ed. Rio de Janeiro : BNDES, 2009 (b), v.1, p. 23-33.

Torres Filho. Ernani Teixeira. *Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES* In: Ensaio sobre Economia Financeira ed. Rio de Janeiro : BNDES, 2009, p. 11-56.

Torres Filho. Ernani Teixeira *Por que ainda não temos crédito privado de longo prazo no Brasil?* (mimeo) A ser publicado em 2011.

Torres Filho. Ernani Teixeira. *Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de Desenvolvimento e a Experiência recente do BNDES*. Em Castelar Pinheiro, Armando e Oliveira Filho, Luiz Chrysostomo (eds.) Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas, Contracapa Editora, 2007

Torres, Ernani, *A Economia Política do Japão: Reestruturação Econômica e seus Impactos sobre as Relações Nipo-Brasileiras (1973-1990)*, Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da UFRJ, 1992

Torres, Ernani, *O Mito do Sucesso: Uma Análise do Economia Japonesa no Pós-Guerra, 1945-1973*, Instituto de Economia Industrial-UFRJ, Textos para Discussão nº 37, Rio de Janeiro, 1983

Torres Filho. Ernani Teixeira e Borça Jr. Gilberto. *Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime* In: Ensaio sobre Economia Financeira ed. Rio de janeiro : BNDES, 2009, p. 287-318.

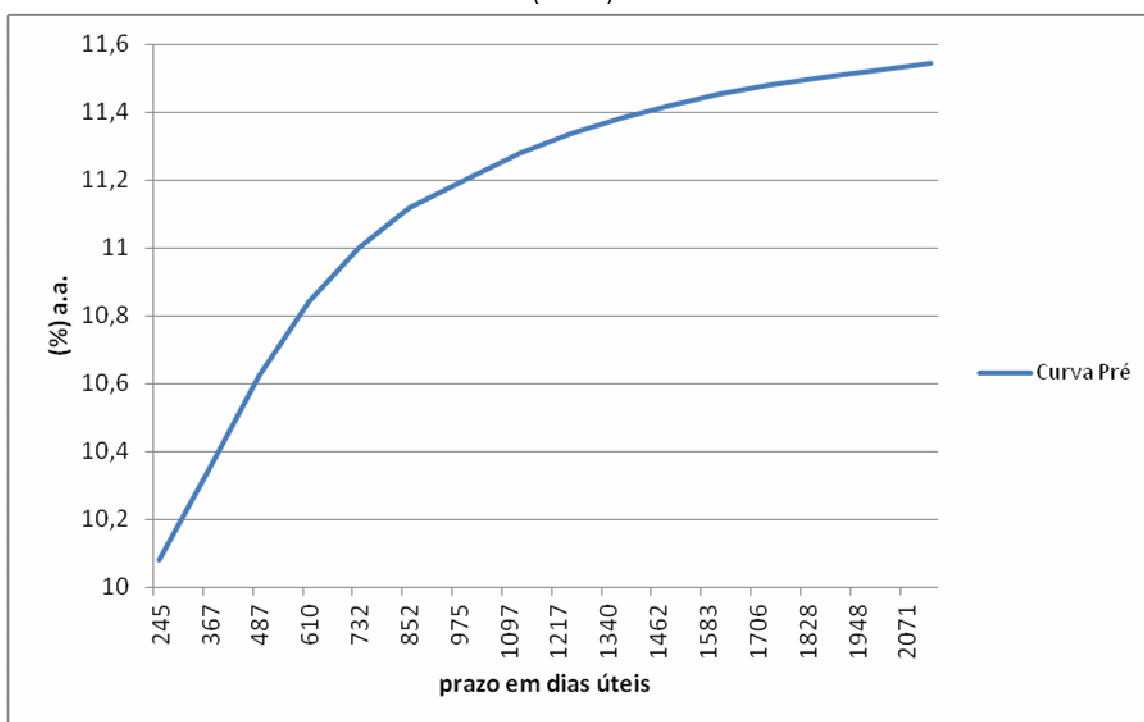
Torres Filho. Ernani Teixeira. *A Reforma do Sistema FAT-BNDES: Críticas à Proposta Arida*, Revista do BNDES, nº 24, dezembro de 2005.

## Anexo I – Curvas a Termo das Taxas de Juros<sup>50</sup>

Gráfico I.1

Brasil: Estrutura a Termo da Taxa de Juros Prefixada em 10/01/2012

(Em %)

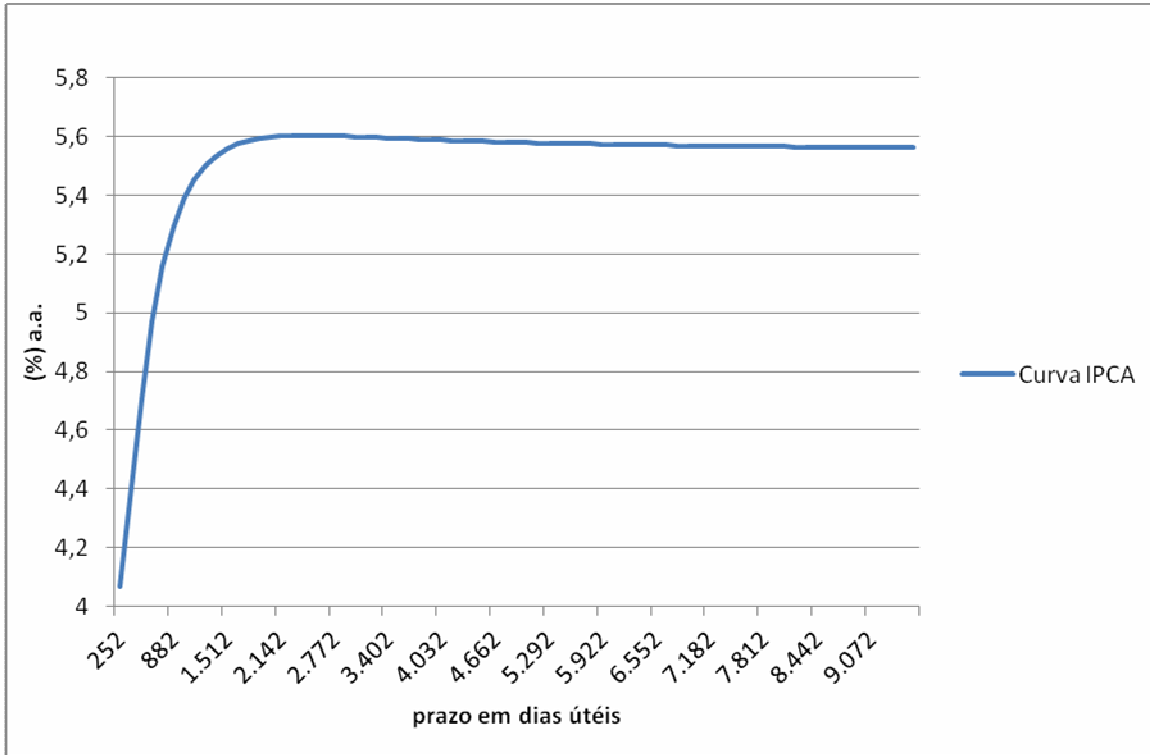


Fonte: ANBIMA, Elaboração dos autores

<sup>50</sup> Ambas foram construídas a partir de informações obtidas no site da ANBIMA<sup>50</sup> que divulga diariamente essas curvas calculadas com base em preços de mercado e a partir de uma metodologia que elimina os efeitos dos cupons. Ver ([http://www.andima.com.br/est\\_termo/Curva\\_Zero.asp](http://www.andima.com.br/est_termo/Curva_Zero.asp))

Gráfico I.2

Brasil: Estrutura a Termo da Taxa de Juros em IPCA em 10/01/2012  
(Em %)



Fonte: ANBIMA, Elaboração dos autores



## Anexo II – Normas para a Emissão de Dívida Corporativa com Incentivos Fiscais <sup>51</sup>

- Lei nº 12.431, de 24/06/2011, artigos 1º ao 8º. Originalmente Medida Provisória nº 517, de 30/12/10. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm)
- Resolução nº 3947, de 27/1/11, do Conselho Monetário Nacional que dispõe sobre a fórmula de cômputo do prazo médio ponderado e procedimento simplificado previstos no § 2º do art. 1º da Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010. Disponível em  
<http://www.bcb.gov.br/htms/normativ/RESOLUCAO3947.pdf>
- Decreto 7487, de 23/5/11, que dá nova redação ao Decreto 6306/07. Fixa em 0% o IOF de Curto Prazo. Disponível em  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ Ato2011-2014/2011/Decreto/D7487.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ Ato2011-2014/2011/Decreto/D7487.htm)
- Decreto nº 7.603, de 9/11/2011, que regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e dá outras providências. Disponível em  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ Ato2011-2014/2011/Decreto/D7603.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ Ato2011-2014/2011/Decreto/D7603.htm)
- Decreto nº 7.632, de 1/12/11, que dá nova redação ao Decreto 6306/07. Fixa em 0% o IOF sobre Aplicações em Renda Fixa para Estrangeiros. Disponível em  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ Ato2011-2014/2011/Decreto/D7632.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ Ato2011-2014/2011/Decreto/D7632.htm)
- Portaria nº 9, de 30/1/12, do Ministério dos Transportes que estabelece o procedimento de aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários em infraestrutura no setor de transportes. Disponível em  
<http://www2.transportes.gov.br/BaseJuridica/Detalhe.asp>
- Portaria nº 18, de 1/2/12, do Ministério da Aviação Civil com os requisitos mínimos para a aprovação de projetos de investimento na área de

---

<sup>51</sup> De dezembro de 2010 a fevereiro de 2012

infraestrutura. Disponível em

<http://www2.anac.gov.br/biblioteca/portarias/2012/PS2012-0018-SAC.pdf>

- Portaria nº 9, de 2/2/12, da Secretaria de Portos que estabelece os requisitos para aprovação de projetos de investimentos, considerados como prioritários, na área de infraestrutura portuária marítima, e os procedimentos de acompanhamento de sua implantação, conforme estabelecido no Decreto nº 7.603, de 09 de novembro de 2011. Disponível em <http://www.in.gov.br/visualiza/index.jsp?data=03/02/2012&jornal=1&pagina=3&totalArquivos=128>
- Portaria nº 47, de 6/2/12, do Ministério de Minas e Energia que estabelece os procedimentos a serem adotados pelos interessados na aprovação do empreendimento como prioritário, para os fins do art. 2º da Lei no 12.431, de 24 de junho de 2011. Disponível em [http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/noticias/2011/Port\\_47\\_Debxntures\\_setor\\_elxtrico.pdf](http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/noticias/2011/Port_47_Debxntures_setor_elxtrico.pdf)

### Anexo III – O Mapa dos Incentivos

APLICAÇÕES	PESSOA FÍSICA RESIDENTE	PESSOA JURÍDICA RESIDENTE	NÃO-RESIDENTES*
Renda Fixa Regra Geral	IR: 22,5% a 15%, conforme o prazo desde a aquisição <sup>i</sup> , sobre rendimentos, periódicos e na venda ou resgate <sup>ii</sup> .  IOF (para operações de prazo inferior a 30 dias): 1% ao dia sobre o valor do resgate, limitado ao rendimento da operação.	Igual a PF Residente.  Instituições Financeiras não estão sujeitas ao regime de Fonte ou ao IOF (30 dias)	IR: 15% sobre rendimentos <sup>2</sup>  IOF (Câmbio): 6% no ingresso de recursos
Títulos Públicos Federais	Regra geral	Regra geral	IR: Alíquota zero sobre rendimentos <sup>iii</sup> ;  IOF Câmbio: 6% no ingresso de recursos
Caderneta de Poupança	Isentas de IR; IOF não se aplica	--	--
CDB, LF	IR: Regra geral.  IOF (30 dias): sobre CDB; alíquota zero para LF	Regra geral	IR: Regra geral  IOF Câmbio: alíquota zero para LF: regra geral para CDB;
Debêntures	IR: alíquota zero para Debêntures de SPE Incentivadas <sup>iv</sup> ; regra geral para demais debêntures.  IOF (30 dias): alíquota zero	IR: 15% <sup>11</sup> para Debêntures de SPE Incentivadas <sup>4</sup> ; regra geral para demais debêntures.  IOF (30 dias): alíquota zero	IR e IOF (Câmbio): alíquota zero para Debêntures que atendam às condições de Títulos Privados Incentivados <sup>v</sup> ; regra geral para demais debêntures.
LH, CRI e LCI, CDA, WA, CDCA, LCA, CRA e CPR	IR: isenta  IOF (30 dias): CDCA, LCA, CRA, CRI sujeitas a alíquota zero; CDA, WA, e CPR, isentos. Regra geral para LH e LCI.	IR: Regra geral  IOF (30 dias): igual à PF	IR e IOF (Câmbio): alíquota zero para aqueles que atendam às condições de Títulos Privados Incentivados <sup>5</sup> ;  regra geral para demais títulos.

Demais títulos privados	Regra geral	Regra geral	IR e IOF (Câmbio): alíquota zero para aqueles que atendam às condições de Títulos Privados Incentivados <sup>5</sup> ; regra geral para demais títulos.
Renda Variável <sup>vi</sup>	IR: 15% sobre ganhos líquidos mensais, isentos ganhos de alienações de ações até R\$ 20 mil/mês (+0,05% fonte); 20% sobre Day trade (+ 1% fonte)  IOF (30 dias): alíquota zero	IR: 15% sobre ganhos líquidos mensais (+0,05% fonte); 20% sobre Day trade (+ 1% fonte)  IOF (30 dias): alíquota zero	IR: ganhos de capital <sup>2</sup> , isentos; 10% para operações em mercados de liquidação futura fora de Bolsa.  IOF (Câmbio): 6% para operações fora de Bolsa; alíquota zero para demais operações.
Swaps	IR: conforme o prazo desde a aquisição, 22,5% a 15% sobre resultado positivo auferido na liquidação do contrato.	Idem PF	IR: 10% sobre rendimentos, dentro ou fora de Bolsa.  IOF (Câmbio): alíquota zero, para operações em Bolsa.
Fundos de Renda Fixa <sup>vii</sup>	IR: 22,5% a 15%, conforme o prazo desde a aquisição <sup>1</sup> , sobre diferença positiva entre o valor da quota no resgate e na data da aplicação + 15% de antecipação, retidos semestralmente (“come-quotas” maio e novembro).  IOF (30 dias): 1% ao dia sobre o valor do resgate, limitado ao rendimento da operação.	Idem PF	IR: 15% sobre rendimentos; alíquota zero no caso de Fundos (exclusivos de não-residentes) com 98% de Títulos Públicos Federais ou 98% de Títulos Privados Incentivados <sup>5</sup>  IOF (Câmbio): 6%, no ingresso dos recursos, no caso de Fundos em Títulos Públicos Federais; zero, no caso de Fundos com Títulos Privados Incentivados <sup>5</sup> .
Fundos de Curto Prazo <sup>viii</sup>	IR: 22,5% (até 720 dias) e 20% (acima de 720 dias), sobre diferença positiva entre o valor da quota no resgate e na data da aplicação + 20% de antecipação, retidos semestralmente (“come-quotas” maio e novembro).  IOF (30 dias): 1% ao dia sobre o valor do resgate, limitado ao rendimento da operação.	Idem PF	IR: 15% sobre rendimentos  IOF (Câmbio): 6%, no ingresso dos recursos.

Fundos de Ações <sup>ix</sup>	IR: 15% sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição da quota IOF: Alíquota zero.	Idem PF	IR: 10% sobre rendimentos IOF (Câmbio): 6% no ingresso de recursos
Fundos com 85% em Debêntures de SPE Incentivadas <sup>x</sup>	IR (exclusivo de fonte): alíquota zero IOF (30 dias): 1% ao dia sobre o valor do resgate, limitado ao rendimento da operação.	IR (exclusivo de fonte, inclusive IF <sup>xi</sup> ): 15% sobre rendimentos	IR: alíquota zero IOF (Câmbio): alíquota zero
FIP, FIC-FIP e FIEE (incl. FIP-IE e FIP-PD&I)	IR: alíquota zero sobre ganhos na alienação de quotas e resgate/ amortização isentos, no caso de FIP-IE e FIP-PD&I <sup>xii</sup> ; 15%, sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e de aquisição das quotas; e sobre os ganhos auferidos na alienação/ amortização das quotas <sup>xiii</sup> ; nos demais casos. IOF: alíquota zero	IR: 15% sobre resgates e sobre ganhos na alienação/ amortização das quotas	IR: alíquota zero <sup>xiv</sup> sobre rendimentos <sup>3</sup> de FIP, FIC-FIP e FIEE IOF (Câmbio): alíquota zero
FII <sup>xv</sup>	IR: de fonte, nas aplicações da carteira, sobre rendimentos e ganhos, exceto KH, CRI, LCI e quota de FII; Rendimentos distribuídos aos quotistas, isentos	IR: Idem PF; 20% sobre rendimentos/ganhos de capital distribuídos	IR: 15% sobre rendimentos IOF (Câmbio): 6%, no ingresso dos recursos.

<sup>i</sup> Alíquotas, conforme o prazo, contado desde a aplicação: 22,5% (até 180 dias); 20% (de 181 a 360 dias); 17,5% (de 361 a 720 dias) ou 15% (acima de 720 dias).

<sup>ii</sup> A parcela dos rendimentos correspondente ao período (quando existir) entre a data do pagamento do rendimento periódico anterior e a data de aquisição do título (se posterior) pode ser deduzida da base de cálculo do IR sobre o rendimento periódico, observado que, nesse caso, essa parcela deverá ser deduzida do custo de aquisição para fins de apuração do imposto incidente na alienação/resgate do título (art. 5º da Lei nº 12.431/11).

<sup>iii</sup> Para fins da tributação de não residentes, rendimentos consideram quaisquer valores que constituam remuneração de capital aplicado, inclusive aquela produzida por títulos de renda variável, tais como juros, prêmios, comissões, ágio, deságio e participações nos lucros, bem como os resultados positivos auferidos em aplicações nos fundos e clubes de investimento em ações; e ganhos de capital, consideram os resultados positivos auferidos nas operações realizadas em Bolsas de Valores, de Mercadorias, de Futuros e assemelhadas, com exceção das operações conjugadas que produzam rentabilidade predeterminada, e nas operações com ouro, ativo financeiro, fora de Bolsa.

<sup>iv</sup> Debêntures de SPE Incentivadas (art. 2º da Lei nº 12.431; Res. CMN nº 3.947/11; Decr. nº 7.603, de 9/11/11): Debêntures emitidas (entre Jan/11 e Dez/15) por SPE constituída para implementar projetos de investimento na área de infraestrutura (IE) ou na produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I). Os setores e condições gerais para projetos prioritários foram definidos no Decreto nº 7.603, observado que Portarias Ministeriais disporão requisitos mínimos específicos dos projetos e que, adicionalmente, cada projeto deve ser aprovado por Portaria de Aprovação do Ministério setorial responsável, cujo número e data devem ser destacados pela SPE no prospecto e Anúncio do Início de Distribuição, quando da emissão pública da debênture.

<sup>v</sup> Títulos Privados Incentivados (art. 1º da Lei nº 12.431; Res. CMN nº 3.947/11): Títulos emitidos por PJ de direito privado não-financeiro (exclui emissões de bancos, cooperativas de crédito, caixa econômica, distribuidoras, corretoras (inclusive de câmbio), SCFI, SCI e SAM) adquiridos por não residente a partir de 1/1/2011, com prazo médio ponderado superior a 4 anos (vide Res. nº 3.947/11); remunerado por taxas de juros prefixada, vinculada a índice de Preços ou à TR; vedada a recompra nos 2 primeiros anos /liquidação antecipada pelo emissor e compromisso de revenda pelo comprador; com intervalos mínimos de pagamento de rendimentos periódicos (se existentes) de 180 dias; regulamentado pela CVM ou CMN, objeto de oferta pública, procedimento simplificado demonstrando o objetivo de alocar recursos em projetos de investimento (vide Res. nº 3.947/11) e negociação em mercado regulamentado.

<sup>vi</sup> Inclui ações no mercado à vista, operações a termo, no mercado futuro e de opções. Exclui operações com derivativos que resultem em rendimentos predeterminados.

<sup>vii</sup> Fundos de Longo Prazo, carteira de títulos com prazo médio superior a 365 dias. Condições de enquadramento/desenquadramento dispostas na Lei nº 11.053, artigo 6º e IN nº 1.022, arts. 3º a 7º.

<sup>viii</sup> Fundos de Curto Prazo, ou seja, carteira de títulos com prazo médio igual ou inferior a 365 dias. Lei nº 11.053, art. 6º; IN nº 1.022, arts. 3º e 4º.

<sup>ix</sup> Fundos com carteira de, no mínimo, 67% em ações no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade assemelhada, inclusive os recibos de subscrição de ações, os certificados de depósito de ações, os BDR, as quotas dos fundos de ações e as quotas dos fundos de índices de ações negociadas em mercado organizado, bem como os ADR e GDR, no exterior – MP nº 2.189, art. 2º; Lei nº 11.033, arts. 1º e 7º; IN nº 1.022, arts. 7, 18 e 21.

<sup>x</sup> Art. 3º da Lei nº 12.431/11. A aplicação de, no mínimo, 85% do valor do PL em Debêntures de SPE Incentivadas, em qualquer momento de sua vigência, deverá ficar disposta no regulamento do Fundo. Inclui FIC que detenham, no mínimo, 95% de seus recursos alocados em cotas desses Fundos.

<sup>xi</sup> IR exclusivamente de fonte. Esse regime de tributação aplica-se inclusive às operações de titularidade de instituições financeiras, inclusive sociedade de seguro, previdência e capitalização, CTVM, DTVM, ou SAM. Os rendimentos tributados exclusivamente na fonte poderão ser excluídos na apuração do lucro real. As perdas apuradas nas operações com cotas dos fundos, quando realizadas por PJ tributada com base no lucro real, não serão dedutíveis na apuração do lucro real.

<sup>xii</sup> Os ganhos auferidos na alienação de cotas de FIP-IE e FIP-PD&I serão tributados à alíquota zero, quando auferidos por PF, dentro ou fora de Bolsa; e os rendimentos distribuídos à PF, no resgate ou amortização de quotas ficam isentos do IR. Os FIP-IE e FIP-PD&I devem manter no mínimo 90% do PL aplicado em ações, bônus de subscrição, debêntures, conversíveis ou não, ou outros títulos de emissão de sociedades anônimas autorizados pela CVM que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional; e devem ter um mínimo de 5 quotistas, sendo que cada quotista não poderá deter mais de 40% das cotas emitidas pelo FIP-IE ou pelo FIP-PD&I ou auferir rendimento superior ao correspondente a 40% do total dos rendimentos do Fundo, observadas condições adicionais para os respectivos projetos e emissores – Lei nº 11.478, arts. 2º ao 4º (alterada pela Lei nº 12.431/11, art. 4º) e ICVM nº 460/07 (alterada pela ICVM 501/11).

<sup>xiii</sup> Os ganhos tributados à alíquota de 15% serão considerados como ganho líquido, quando auferido por PF em Bolsa ou PJ dentro ou fora de Bolsa, e como ganho de capital, quando auferido por PF fora de Bolsa. No caso de amortização, o IR incidirá sobre o valor que exceder o respectivo custo de aquisição. Os FIP e FIEE deverão ter, no mínimo, 67% em ações de SA, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição e cumprir os limites de diversificação e regras de investimento constantes da legislação da CVM – Lei nº 11.312/06, art. 2º, e ICVM 391/03 e 406/04.

<sup>xiv</sup> Esse benefício não se aplica ao titular de quota de FIP, FIC-FIP e FIEE que detenha (isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele ligadas) 40% ou mais da totalidade das quotas, ou cujas quotas lhe derem direito a rendimento superior a 40% do total de rendimentos auferido pelo Fundo; ou aos Fundos que detiverem em sua carteira mais de 5% do PL em títulos de dívida (exceto debêntures conversíveis em ações e títulos públicos federais) – Lei nº 11.312/06, art. 3º.

<sup>xv</sup> FII Incentivados = Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em mercado organizado e que possua, no mínimo, 50 quotistas. O benefício não será concedido ao quotista pessoa física cujas quotas representem 10% ou mais da totalidade das quotas do FII ou cujas quotas lhe derem direito a rendimento superior a 10% do total de rendimentos do fundo.