

O mercado de dívida corporativa no Brasil

Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento



Elaboração: Equipe ASA

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de entrevistas realizadas com diversos participantes do mercado de capitais, que levantaram informações e comentários fundamentais para a elaboração deste trabalho. Agradecemos especialmente os relevantes comentários e contribuições feitos pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), pelos membros da Israel Securities Authority e pela equipe do Banco Mundial. Somos igualmente gratos pelos comentários recebidos dos participantes da 6ª Reunião do Núcleo de Estudos Avançados de Regulação do Sistema Financeiro (NEASF/FGV).

As opiniões e conclusões apresentadas neste trabalho são de responsabilidade da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos - ASA e não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia.

Sumário

Sumário Executivo	4
Executive Summary.....	10
Introdução.....	16
I – O Mercado Brasileiro de Dívida Privada.....	18
a) Comparativo mundial	18
b) Formas de financiamento das empresas brasileiras	19
c) Emissões domésticas	22
d) Análise do portfólio de investimentos de investidores institucionais selecionados	33
e) Análise comparativa entre títulos públicos, bancários e de dívida privada	35
f) Liquidez do mercado secundário	39
II – Comparativo Internacional	45
O mercado nos Estados Unidos.....	45
Os Mini-bonds italianos.....	53
Reino Unido.....	57
O Fórum sobre Mercado de Dívida da FCA.....	60
União Europeia	62
Os mercados americano e europeu de colocações privadas	66
Alemanha	67
Israel	68
Outras jurisdições.....	72
Propostas	75
Adendo: Ambientes eletrônicos de negociação e negociações automatizadas	79
III – Entrevistas com Participantes do Mercado.....	83
a) Arcabouço regulatório das ofertas públicas.....	84
b) Custos associados à emissão.....	87
c) Público investidor.....	89
d) Investidor estrangeiro	90
e) Mercado secundário	91
f) Demais aspectos	94
g) Outras sugestões	95
IV - Propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro de dívida privada.....	97
V - Conclusões e resultados esperados.....	103
Anexo 1 - Linha do tempo do processo de oferta de instrumentos de renda fixa no Reino Unido	105
Anexo 2 - Recomendações do relatório "Improving European Corporate Bond Markets"	106
Bibliografia	109

Sumário Executivo

O mercado brasileiro de dívida privada ou corporativa, considerado aqui como o ambiente onde se emitem e negociam os quatro principais instrumentos de dívida lançados por empresas – debêntures, certificados de recebíveis imobiliários (CRI), certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e notas promissórias –, é importante fonte de recursos para as companhias brasileiras. Notadamente, os três primeiros instrumentos são capazes de atender às necessidades de projetos de longo prazo, como os de infraestrutura, oferecendo por outro lado oportunidades atrativas e diversificadas de investimento para otimizar a relação risco/retorno das carteiras de investidores institucionais e pessoas naturais.

Um mercado robusto de dívida reduz a dependência do crédito bancário e pode atuar como elemento estabilizador em períodos de crise, quando o último tende a escassear. Assim como os demais valores mobiliários, os instrumentos de dívida permitem o compartilhamento do risco entre os investidores, tornando a concessão de crédito mais sustentável.

Cientes da importância do mercado de renda fixa corporativa para o financiamento das empresas nacionais e na esteira de outros reguladores mundiais que publicaram estudos similares em 2017 e 2018, pretendemos com este trabalho contribuir para ampliar a compreensão do público sobre a dinâmica atual do mercado e ao mesmo tempo elaborar uma estratégia para desenvolvê-lo, sob a forma de um conjunto de propostas.

Segundo os resultados das análises quantitativas realizadas na primeira parte do estudo, o Brasil apresenta um dos maiores mercados emergentes de dívida privada, o qual possui potencial de crescimento. Embora o financiamento das empresas nacionais ainda dependa fortemente do crédito bancário, as emissões efetivadas no mercado de capitais (principalmente de papéis de renda fixa corporativa) foram capazes de preencher parte do espaço deixado pela redução do crédito direcionado (BNDES) e livre (outros bancos), verificada a partir de 2015. Outro indicativo do potencial de ampliação do mercado brasileiro é o expressivo volume captado no exterior pelas grandes companhias nacionais de capital aberto, o qual, segundo os representantes de emissores entrevistados para este estudo, poderia ser direcionado em parte para o ambiente doméstico.

Apesar de as debêntures ainda serem os instrumentos mais importantes de dívida privada em termos de volume e diversidade, os CRA experimentaram o crescimento mais significativo nos últimos cinco anos (42% ao ano, em média). Estes também se destacam pelo seu maior alcance, notadamente por conta de sua popularidade entre as pessoas naturais, o que se reflete na prevalência de ofertas públicas regidas pela Instrução CVM nº 400/03. Em contraste, as debêntures, notas promissórias e CRI são majoritariamente (mais de 85% do volume subscrito entre 2014 e 2018) distribuídas de forma pública com esforços restritos, sob a égide da Instrução nº 476/09. Isso sugere que a popularização do mercado de dívida privada passa pela necessidade de aperfeiçoamento da ICVM 400.

Pelo lado da demanda, há uma gama de potenciais investidores, como seguradoras e entidades fechadas de previdência fechada, que são habitualmente ativos nos mercados estrangeiros de dívida corporativa e, portanto, capazes de aumentar sua participação em ofertas primárias e na negociação de papéis. O mesmo pode ser dito para investidores não residentes e para as pessoas naturais, sendo estas para o caso de aplicações em debêntures não incentivadas.

Os produtos bancários concorrem fortemente com os instrumentos de renda fixa corporativa principalmente pela preferência dos investidores individuais, em função da relação risco-retorno oferecida e dos canais de distribuição. A remuneração competitiva, isenção de imposto de renda sobre os rendimentos de determinados títulos e, em particular, a garantia oferecida pelo Fundo Garantidor de Créditos representam um conjunto de atributos que tornam sua relação risco-retorno tão ou mais atrativa que a dos produtos equivalentes e disponíveis no mercado de capitais. Além disso, em amostra colhida de portais de dois intermediários, percebemos que os instrumentos bancários de captação eram mais numerosos e ofertados em maior variedade que os valores mobiliários de dívida privada.

Apesar de seus níveis ainda reduzidos de liquidez, é possível afirmar que o mercado brasileiro de debêntures tem se tornado mais líquido em 2017 e 2018. No período, o giro médio anual experimentou aumento de dez pontos percentuais para as debêntures. Foi observado que as debêntures incentivadas possuem grau de liquidez e giro superiores aos das demais. Esse resultado parece corroborar uma possível relação direta entre diversidade da base de investidores e liquidez.

A segunda parte do trabalho reuniu experiências de oito jurisdições¹, cujos mercados de dívida corporativa se encontram em diferentes estágios de desenvolvimento, que geraram percepções relevantes e aplicáveis ao caso brasileiro.

Os casos da Itália e Alemanha se destacam pelos incentivos dados ao financiamento de pequenas e médias empresas (PMEs) por meio de emissões de títulos de dívida comumente denominados mini-bonds. Os papéis italianos representam um exemplo relativamente exitoso que combinou a implementação de mudanças legais viabilizadoras, a constituição de um mecanismo garantidor sistêmico e de um veículo investidor gerido pelo ministério da fazenda, bem como a criação de plataforma de negociação específica e da figura de assessor financeiro com registro. Já o mini-bond alemão demonstrou que o processo de desenvolvimento do mercado pode ser comprometido quando certos aspectos são ignorados durante o estágio inicial, como a ausência de fixação de *covenants* e de colaterais para os títulos emitidos, que resultou baixa participação de investidores profissionais nas ofertas primárias.

Das experiências do Reino Unido e da Colômbia vale ressaltar a constituição de fóruns, com integrantes do regulador e da indústria, para elaborar propostas concretas de aperfeiçoamento dos mercados locais de dívida privada. Em geral, a criação de estruturas que permitem a melhoria do relacionamento entre regulador e participantes², além da simplificação de processos de registro de ofertas e da documentação exigida, costumam integrar o rol de medidas sugeridas. Com o mesmo objetivo, a SEC norte-americana criou o comitê FIMSAC, ainda vigente, formado por grupos de trabalho para discutir temas complexos como liquidez e inovações tecnológicas.

O mercado de renda fixa corporativa de Israel notabiliza-se pelo seu alto grau de liquidez, explicado por diversos fatores. Um deles é a completa digitalização e concentração das operações com debêntures na Bolsa de Tel-Aviv, onde são transacionadas com *spreads* menores que as ações. A presença significativa de formadores de mercado e investidores de curto prazo, junto com fundos de investimento, seguradoras e fundos de pensão, também contribui para a atividade de negociação. Um ambiente regulatório que possibilita

¹ EUA, Reino Unido, Itália, Alemanha, Israel, Colômbia, Espanha e Noruega, além da União Europeia.

² Cabe destacar o Programa de Relacionamento com o Mercado de Renda Fixa e a equipe de especialistas no mesmo mercado, ambos instituídos pela FCA do Reino Unido.

emissões ágeis e a custo competitivo frente a outras alternativas de financiamento, aliado à variedade de ETFs existentes que seguem índices de renda fixa, resulta em diversas opções de títulos de emissores nacionais e estrangeiros disponíveis para os investidores israelenses.

Completando a etapa de levantamento de informações e a fim de colher subsídios baseados na realidade do dia-a-dia do mercado brasileiro, realizamos entrevistas com 17 participantes entre novembro de 2018 e fevereiro de 2019, responsáveis por atividades de estruturação de emissões, custódia e escrituração de papéis, administração de mercado, além de emissores e investidores.

De modo geral, os entrevistados destacaram que a efetivação de ofertas públicas de instrumentos de dívida no Brasil, em comparação com o exterior, demanda mais tempo e maior mobilização de recursos humanos, acarretando em maiores custos. Isto se deve principalmente a aspectos regulatórios e legais, como a obrigatoriedade de atualização do Formulário de Referência do emissor e o tempo de análise dos documentos da oferta pela CVM. Segundo os entrevistados, o limite vigente para a quantidade de investidores profissionais contatados e subscritores nas ofertas públicas com esforços restritos leva à necessidade de contratação de garantia firme de colocação, considerada dispendiosa. Na opinião dos participantes, o mercado doméstico também perde emissões para o externo devido às “janelas” existentes (períodos do ano em que é possível ofertar valores mobiliários), que decorrem da vedação de concessão de registro de oferta nos 16 dias anteriores à divulgação de informações financeiras.

Os custos com impacto contábil direto na emissão também foram apontados como relevantes. Os entrevistados citaram a cobrança da taxa de registro por série de emissão estruturada sob o sistema de vasos comunicantes, além das despesas com auditoria e revisão trimestral de classificação de crédito de CRI e CRA.

Vários participantes acreditam que a criação de uma lâmina de informações essenciais para os instrumentos de dívida privada facilitaria a sua compreensão pelo público investidor. Eles também defendem que, uma vez tendo adquirido os produtos, o investidor pessoa natural precisa ter acesso às assembleias gerais por meio do voto à distância.

A baixa participação do investidor estrangeiro no mercado doméstico foi atribuída sobretudo à relação risco-retorno desfavorável dos produtos sem incentivo fiscal, frente à dos títulos públicos (cujos rendimentos são isentos de imposto de renda para esse público).

Como alternativas para melhorar o nível de liquidez dos títulos brasileiros no mercado secundário, os entrevistados sugeriram a regulamentação do procedimento de aquisição de debêntures pelos emissores por valor acima do nominal, além do estímulo à atuação dos formadores de mercado por meio do aluguel de papéis, possibilitando sua venda a descoberto e assim exercer sua atividade sem precisar empregar capital próprio.

Com base nos dados e informações levantadas, formulamos um conjunto de propostas para impulsionar o desenvolvimento o mercado brasileiro de dívida privada, aqui divididas em áreas temáticas e também de acordo com a necessidade ou não de articulação de esforços entre agentes públicos e privados para a sua implementação.

a) Aspectos regulatórios

As recomendações seguintes compreendem temas de regulação da CVM que abrangem o regime de ofertas e a vigência dos ativos de renda fixa corporativa.

Ofertas

- **Tratar as emissões de dívida de forma particular**, em especial quanto à simplificação de documentos exigidos.
- **Criação de lâmina de informações essenciais** aplicadas à dinâmica deste mercado.
- **Permitir a recompra³, facilitar a reabertura e avaliar a introdução de mecanismo de substituição de séries pelas emissoras**, o que possibilitaria melhor gestão da tesouraria ao passo que daria liquidez aos títulos.
- **Eliminar o período de *blackout***.
- **Ampliar os limites de destinatários e subscritores em ofertas com esforços restritos**, com vistas a aumentar o grau de liquidez do mercado.
- **Avaliar a viabilidade de a CVM emitir entendimento ou parecer sobre a obrigação legal de fixação das condições de emissão de debêntures**, conforme tratado na Lei nº 6.404/76, em seu artigo 52.
- **Revisar o entendimento sobre a cobrança de taxa de registro** de ofertas estruturadas sob vasos comunicantes.
- **Flexibilizar regras para dupla listagem** de companhias que já emitiram títulos de dívida em outras jurisdições, ponderando vantagens e desvantagens para o mercado doméstico.

Operação do valor mobiliário

- **Eliminar a obrigatoriedade de revisão trimestral de classificação de risco de crédito** por agência especializada, especialmente para títulos sem revolvência.
- **Estender a aplicação da ICVM 481 a assembleias de detentores de dívida**, especialmente no tocante aos mecanismos de voto à distância.

b) Relacionamento com o mercado

As sugestões aqui oferecidas abordam oportunidades de aperfeiçoamento do atual mercado de dívida privada cuja viabilidade e implementação demandarão análise, discussão e ação conjuntas entre a CVM e os participantes.

Como medida essencial e com base em diversas experiências internacionais, entendemos ser necessário o amadurecimento das discussões sobre os gargalos atuais dos mercados de dívida em **fórum específico**, junto aos agentes econômicos. Dessa forma, sugere-se:

- **Instituir um comitê permanente de especialistas em dívida privada** com representantes da CVM e de participantes externos (enfoque estratégico), além da criação de equipe interna na CVM (enfoque operacional) dedicada ao tema.

³ Regulamentação do art. 55, §3º, inciso II, da Lei nº 6.404/76.

Entre as iniciativas colhidas tanto no âmbito internacional como entre os agentes locais, destacamos os seguintes temas a serem melhor explorados em um fórum ampliado:

- Aceitação de títulos de dívida corporativa como garantia de operações compromissadas, aluguel de ações etc.
- Formulação de modelos de escrituras de emissão ou cláusulas parametrizáveis e de políticas de incentivo à sua adoção⁴.
- Incentivo à sincronização das datas de pagamento dos títulos de dívida corporativa com as datas dos títulos públicos.
- Viabilização do aluguel de papéis de renda fixa corporativa para fins de formação de mercado.
- Estímulo à geração de instrumentos de dívida brasileiros com características e convenções mais próximas às dos *bonds* internacionais.
- Acompanhamento do desenvolvimento de formas inovadoras de captação de recursos como *crowdfunding* e venda direta de recebíveis a investidores.

No que diz respeito a soluções operacionais, destacamos:

- **Criar uma base de conhecimento sobre a legislação e o arcabouço regulatório de ofertas** no portal da CVM, nos moldes observados no Reino Unido.
- **Estabelecer a obrigatoriedade de reporte da totalidade das transações fechadas no mercado de dívida privada para a divulgação pública em meio eletrônico**, de modo a proporcionar maior transparência e facilitar a formação de preços.

c) Inovação do mercado

Estas propostas tratam de iniciativas destinadas a gerar novas estruturas, produtos ou mecanismos para incentivar as emissões de dívida por parte de pequenas e médias empresas. Sua viabilidade e implementação também dependem de diálogo e esforço conjunto entre CVM e participantes do mercado.

Financiamento de pequenas e médias empresas (PMEs)

- **Criação de mecanismos de garantias para emissão de títulos de dívida por PMEs.** Apesar de ir além do campo de atuação da CVM, a questão poderia figurar como item de pauta em discussões mais estratégicas junto ao próprio mercado e aos entes de governo⁵.

⁴ Embora já tenha havido esforço neste sentido por parte desta autarquia quando da Instrução CVM nº 404/04, a proposta aqui exposta consiste na ampliação da iniciativa para outros instrumentos, na reavaliação dos incentivos para a adoção mais ampla de contratos padronizados e na avaliação do mérito de se instituir cláusulas parametrizáveis.

⁵ Tais tratativas possivelmente envolveriam a revisão do arcabouço legal dos mecanismos de garantias vigentes no Brasil.

- **Estabelecer a figura do assessor financeiro voltado às emissões de PMEs**, sabidamente menores do que a média dos lançamentos que hoje atraem grandes intermediários, seja aproveitando o arcabouço normativo vigente ou estudando a criação de novas regras. Entendemos que eventuais aperfeiçoamentos normativos devem ter como princípio a ampliação da competição entre os prestadores de serviços.
- **Fomentar as captações de renda fixa e variável voltadas a PMEs em ambientes de negociação segmentados e com arcabouço regulatório próprio**, sobretudo as emissões não contempladas pelo *crowdfunding*. O uso de denominações que caracterizem adequadamente os maiores riscos (quando comparados com os associados às grandes companhias) é fundamental desde o primeiro momento.
- **Direcionar ações educacionais a potenciais emissores PMEs.**

d) Aperfeiçoamentos legais e outros esforços de desenvolvimento de mercado

Tratam-se de propostas que dependem de implementação fora da esfera de atuação direta e única da CVM.

- **Empreender esforços para estabelecer um tratamento tributário harmônico** para títulos públicos, privados e empréstimos bancários.
 - Revisão de alíquotas tributárias e redirecionamento de benefícios (emissor/investidor).
- **Viabilizar a emissão de dívida local em moeda estrangeira por companhias não-financeiras**⁶.
- **Estudar a adoção de selo ou denominações padronizadas** de produtos de renda fixa para diferenciá-los por tributação incidente e outras características.

e) Novos estudos

O presente trabalho identificou certos temas amplos e de maior complexidade, que são relevantes para o mercado de dívida corporativa. Assim, entendemos que há espaço para ao menos dois novos estudos:

- **Estudar eventual migração de negócios dos mercados primário e secundário de balcão para plataforma eletrônica**, seus impactos, vantagens e desvantagens.
 - Avaliação do arcabouço regulatório para meios eletrônicos de negociação de títulos privados, frente aos desafios colocados pela digitalização crescente.
- **Investigar os drivers de liquidez** no mercado secundário brasileiro.

⁶ Um ponto de atenção seria manter a vedação ou restringir esse tipo de emissão por instituições financeiras, pois, no limite, poderia provocar a necessidade de utilização de reservas cambiais em caso de ocorrência de risco sistêmico.

Executive Summary

The Brazilian corporate debt market, for the purpose of this report, is defined as the environment where the four main corporate debt instruments – Debentures¹, Real Estate Receivables Certificates (CRI)², Certificates of Agribusiness Receivables (CRA)³, and Promissory Notes – are issued and negotiated. It is an important source of funding for Brazilian companies. Those securities, mostly the first three ones, are able to fulfill the financial needs of long-term projects (e.g., for infrastructure), but also represent diversified and attractive investment opportunities for risk/return optimization of investment portfolios held by institutional and individual investors.

A solid debt market reduces the dependency on loans and can act as a stabilizing agent during a financial crisis, when bank credit becomes scarce. Like other securities, debt instruments allow risk sharing among investors, contributing for a more sustainable credit environment.

As we are aware of the importance of the corporate debt market for the financing of domestic companies, and following several similar studies published by international regulators in 2017 and 2018, we hope this work can contribute to the public understanding of current market dynamics, as well as help to draw up and discuss a strategy for its development by offering an objective set of proposals.

According to the results of the quantitative analysis carried out in the first chapter, Brazil presents one of the largest emerging corporate debt markets, with a considerable growth potential. Although Brazilian companies' financial needs remain highly dependent on bank credit, since 2015 new issues on the capital market (mainly corporate debt securities) were able to fill the space left by the decrease of directed credit (National Bank for Economic and Social Development – BNDES), and credit from commercial banks. Another evidence of the Brazilian market's growth potential is found in the large offerings from national corporations placed in other jurisdictions, which could be partially redirected to the domestic market according to some issuers' representatives interviewed for this study.

Although debentures are still the main corporate debt instruments in terms of volume and diversity, CRAs achieved the strongest growth in the last five years (42% per annum on average). They also stand out as having a large investor base reach notably due to its popularity among retail investors, which is reflected in the prevalence of public offers under CVM Rule 400/03. By contrast, debentures, promissory notes, and CRIs are mainly placed (more than 85% of their volume between 2014 and 2018) through public offers with restricted efforts, under CVM Rule 476/09. This suggests that reforming the CVM Rule 400/03 might be an interesting step to popularize the corporate debt market.

On the demand side, there are potential investors usually active in foreign corporate debt markets, such as insurance companies and closed private pension funds⁴, that are therefore able to increase their share in initial debt offers and secondary trading in Brazil. That is also true for non-resident investors and, in the case of debentures without tax benefits, for retail investors.

¹ Remark: In Brazil debentures can be secured by assets, and their raised funds do not need to be tied to a project.

² Certificados de Recebíveis Imobiliários.

³ Certificados de Recebíveis do Agronegócio.

⁴ Entidades Fechadas de Previdência Privada.

Bank products effectively compete with corporate fixed income instruments mainly for individual investors' preferences, due to the risk-return relationship they offer and their distribution channels. Their competitive return, the tax incentive valid for some products, and particularly the guarantee offered by the Credit Guarantee Fund⁵ (FGC) are attributes that make the bank-issued CDs, LCs, LCIs and LCAs' risk-return relationship equally or more attractive than fixed-income corporate securities. In addition, from a sample gathered from two broker-dealer websites, we noticed that the bank instruments available to customers were more numerous and more diverse than corporate debt securities.

In spite of its low liquidity levels, it is possible to say that the Brazilian debentures market became more liquid in 2017 and 2018. During the same period, its average annual turnover increased 10%. We observed that tax-exempt debentures have more liquidity and higher turnover than the others. This indicates a possible direct correlation between how diversified the investor base of a corporate debt security is and its liquidity.

The second part of this study collected experiences from eight jurisdictions⁶, whose corporate debt markets are in different development stages, which gave us relevant and applicable insights to the Brazilian case.

The Italian and German cases stand out for the incentives given to mini-bonds, a debt mechanism aimed at financing small and medium-sized enterprises (SMEs). The Italian mini-bonds represent a relatively successful case which combined legal reforms that allowed their conception, along with the constitution of a systemic guarantee mechanism, an investment vehicle managed by the Ministry of Finance, a specific trading platform, and the enabling of registered financial advisers. On the other hand, the experience of the German mini-bond counterpart showed that the market development process can be compromised when certain aspects are ignored in its initial stage, such as the absence of covenants and collaterals, as well as the low participation of professional investors in initial offerings.

From the British and Colombian cases we highlight the forums created with members from regulators and market participants to elaborate concrete proposals to develop local corporate debt markets. Generally, the resulting recommendations include the development of structures to improve the relationship between the regulator and market participants⁷, as well as simplifying the offer registration process and its demanded documentation. With the same goal the US SEC created the still active FIMSAC committee, formed by three working groups to discuss complex themes such as liquidity and technology innovations.

The Israeli fixed income corporate market stands out for its high liquidity level, explained by several factors. One of them is the 100% electronic trading of fixed income securities concentrated in the Tel-Aviv Stock Exchange, with lower spreads than of shares. The significant presence of market makers and short-term players, along with investment funds, insurance companies, and pension funds, also contributes to trading activity. A regulatory environment that allows a fast issuing process with competitive costs with other forms of financing, in conjunction with a wide range of available ETFs tracking fixed income indexes, leads to a diversified set of securities from national and international issuers available to Israeli investors.

To complete the information gathering phase of this study, and to collect insights based on the everyday reality of the Brazilian market, we carried out interviews with 17 market participants between November 2018

⁵ Fundo Garantidor de Crédito.

⁶ USA, United Kingdom, Italy, Germany, Israel, Colombia, Spain, and Norway, as well as the European Union.

⁷ We highlight the Debt Market Relationship Program, and the Early Engagement Team, both created by the UK FCA.

and February 2019, responsible for the structuring of issues, custody, bookkeeping, market administration, investors, and issuers.

Generally, the interviewees highlighted that the issuing process takes longer in Brazil than in some foreign jurisdictions, demands more time and more human resources, therefore having higher costs. This is caused mainly by legal and regulatory aspects, such as the mandatory update of the Reference Form, and the time CVM spends analyzing offering documents. It was observed that the current limitations on the quantity of professional investors to be contacted and are able to participate in restricted public offers lead issuers to hire firm commitment underwriting, considered too expensive. In the respondents' opinion, Brazilian companies prefer to list their debt in foreign markets due to the restricted offering windows existing in Brazil, as CVM cannot register an offer within 16 days before the disclosure of new financial information.

Costs directly impacting the issues were also regarded as relevant. Some interviewees mentioned the registration fee for each series of debentures structured into "communicating vessels"⁸, as well as the expenses with audit and quarterly revision of credit ratings given to CRIs and CRAs.

Several participants believe that creating an essential information sheet for corporate debt securities would help investor understanding. They also argue that individual debtholders should have access to general meetings through remote vote.

The low participation of foreign investors was seen as caused by the unfavorable risk-return relationship of private debt securities subject to income tax, compared to the tax-free government bonds.

As alternatives to improve the liquidity levels of Brazilian corporate debt, the interviewees suggested regulating the debentures repurchase procedure at above par. They also commented on letting market makers borrow debt securities to do short selling so that they can perform their activity using less capital.

Based on our collected data, information, and insights, we formulated a set of proposals to foster the development of the Brazilian corporate debt market. The recommendations are divided into themes, and according to the need of joint efforts from public and private agents to implement them.

a) Regulatory aspects

The following recommendations are related to regulation issues under the CVM legal mandate that concern with the offering regime and the operation of corporate debt securities.

Offerings

- **Treat the debt offer registration process in a particular way**, especially simplifying the documentation demanded by CVM to analyze offers.
- **Create a new information sheet**, applied to the corporate debt market dynamics.
- **Allow repurchasing, facilitate reopening**, and assess the possibility of establishing a mechanism

⁸ Usually the offered series have different characteristics and share the entire issue's maximum amount. CVM currently charges the registration fee considering the upper limit to all series.

for **replacement** of series by issuers, which would improve their cash management and the liquidity of debt securities.

- **Increase the maximum limit of contacted investors and subscribers** in public offerings with restricted efforts.
- Verify whether CVM is able to issue a **practice bulletin or an opinion about the legal obligation of setting upfront the characteristics of the to-be-issued debentures**, as established in article 52 of Law 6404/76.
- **Eliminate the blackout period.**
- **Review CVM's understanding on how the registration fee** of offers structured into communicating vessels should be charged.
- **Change the regulation to enable double listing of debt instruments**, considering the advantages and disadvantages for the domestic market.

Operation of Securities

- **Eliminate the need to review ratings on a quarterly basis**, especially for non-revolving securities.
- **Analyze how CVM Rule 481/09 would apply to general meetings of debtholders**, particularly regarding the remote voting mechanism.

b) Relationship with the market

The suggestions listed here provide opportunities to improve the corporate debt market. Their feasibility and implementation require joint analysis, discussion, and action from CVM and market players.

Based on insights collected from several international experiences, we believe it is essential to deeply discuss the current bottlenecks hindering the full development of the Brazilian debt market in a specific forum with market players, agents, and participants. Thus, we suggest:

- **Create a permanent committee of debt securities specialists** with CVM representatives and market participants (strategic focus), as well as developing a CVM team (operational focus) dedicated to fixed income securities.

Among the initiatives observed in other jurisdictions, as well as those gathered from the interviews, we highlight the following themes to explore in a broader forum:

- Allow corporate debt securities to serve as collateral of repo transactions, stock borrowing, etc.
- Create default templates or adjustable clauses⁹ for indentures, setting regulatory incentives to encourage their adoption¹⁰.

⁹ Clauses filled with default content that highlight the applied changes.

¹⁰ Although CVM has already attempted to establish a first template for debentures' indentures by laying down the Rule 404/04, we believe it is desirable to extend this initiative to all corporate debt securities, reassess the regulatory stimuli to its adoption, and create adjustable clauses.

- Stimulate the synchronization of the interest payment dates of government bonds and corporate debt securities.
- Enable borrowing of corporate debt securities for market making activity.
- Foster the creation of debt instruments with characteristics and conventions closer to international bonds.
- Monitor the development of innovative funding means, such as crowdlending and direct selling of receivables to investors.

We believe CVM can implement the following simple solutions by its own means:

- **Create a knowledge base in CVM website to give guidance on rules and laws governing debt offering procedures**, based on the British FCA case.
- **Require the disclosure of all corporate debt trading information, and make it electronically available**, in order to improve market transparency and price formation.

c) Market innovation

The following proposals relate to initiatives meant to create new structures, products, and mechanisms to foster debt issues from small and medium companies. Their feasibility and implementation also depend on discussions and joint efforts from CVM and market players.

Financing of Small and Medium Enterprises (SMEs):

- **Create guarantee mechanisms for debt securities issued by SMEs.** Although this subject is beyond the scope of CVM's regulation and activity, it should be considered as a strategic matter for discussion between market players, CVM, and other public institutions¹¹.
- **Enable the financial adviser for SMEs' issues**, notably smaller than the average volume of corporate debt offers, which are more attractive to intermediaries. This could be done within the current regulatory framework or by developing new rules. An important principle to observe is to enhance competition among service providers.
- **To foster debt and equity issuance by SMEs in separate regulatory and negotiation environments**, mainly for capital needs not contemplated by crowdfunding. The use of denominations or branding that properly present the higher risks of this market (when compared with those associated with larger companies) is critical since its very beginning.
- **To carry out educational actions to potential SME issuers.**

¹¹ It is expected to end up stimulating discussions to change the legal framework of guarantee mechanisms in Brazil.

d) Legal improvements and other efforts for market development

The following recommendations depend on an implementation out of CVM's own sphere of activity.

- **Make efforts to harmonize the taxation** of government bonds, private debt securities, and bank loans.
 - Reassess tax brackets, and consider changing the tax benefit recipient (issuer vs investor).
- **Enable local debt issuance in hard currency for non-financial companies**¹².
- **Study the adoption of stamps or standardized designations** for fixed income products according to tax treatment and other characteristics.

e) New studies

This work listed broad and complex themes that are relevant to the corporate debt market. Therefore, we think that there is room for at least two new studies on:

- **Possible migration of both primary and secondary debt markets from OTC trading to electronic stock exchanges or platforms**, as well as the expected impacts, advantages, and disadvantages.
 - Evaluate whether the current regulatory framework is able to cope with innovations in electronic trading and the challenges posed by the growing electronification.
- **The liquidity drivers** of the Brazilian secondary corporate debt market.

¹² It is important to restrict or block issues in hard currency from financial institutions as they can impose systemic risks that would require the use of foreign reserves, in extreme cases.

Introdução

O mercado de renda fixa representa uma fonte de recursos fundamental para as empresas mundialmente. É possível também afirmar que a importância do mercado de dívida para o financiamento de empresas tem sido crescente, quando se realizam comparações com outras formas de captação. A título de ilustração, no mercado norte-americano, as emissões de ações entre 2009 e 2018 totalizaram USD 1,8 trilhões enquanto os papéis de dívida emitidos somaram, em valores nominais, USD 13,5 trilhões no mesmo período⁷, representando um volume captado sete vezes superior. Na Europa, o estoque de títulos de dívida emitidos por companhias não financeiras teve aumento (EUR 567 bilhões) equivalente ao decréscimo ocorrido no saldo de empréstimos bancários concedidos a elas (EUR 536 bilhões), entre 2009 e 2016⁸. Em amostras selecionadas de países desenvolvidos e emergentes, observou-se que a proporção de dívida não financeira sobre o PIB nominal cresceu onze e oito pontos percentuais respectivamente, entre 2008 e 2017⁹.

Fatores estruturais e conjunturais explicam o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa ocorrido nos últimos dez anos. A eclosão da crise financeira de 2008 resultou em maiores níveis de capital e liquidez exigidos para o setor bancário, o que reduziu o volume de recursos disponíveis para efetuar empréstimos a empresas. Outro fator relevante foi a manutenção das taxas de juros em níveis baixos pelas autoridades monetárias europeias e norte-americanas, a qual estimulou a listagem de novos papéis de dívida e a sua demanda por investidores em busca de maiores retornos.

O fortalecimento do mercado de renda fixa corporativa é importante para o sistema financeiro. Os valores mobiliários de dívida privada são capazes de atender à necessidade de financiamento de projetos de longo prazo, como os de infraestrutura, oferecendo por outro lado oportunidades atrativas e diversificadas de investimento para otimizar a relação risco/retorno das carteiras de investidores institucionais e pessoas naturais. Além disso, um mercado robusto de dívida reduz a dependência do crédito bancário e pode atuar como elemento estabilizador em períodos de crise, quando o último tende a escassear. Assim como os demais valores mobiliários, os instrumentos de dívida permitem o compartilhamento do risco entre os investidores e, portanto, tornam a concessão de crédito mais sustentável.

Por esses motivos, o mercado de dívida privada tem sido objeto de estudo por parte de organismos internacionais e reguladores de diversos países nos últimos anos. A Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador dos Estados Unidos, constituiu um comitê em 2017 dedicado à análise e proposição de recomendações para aprimorar a eficiência e a resiliência do mercado de renda fixa americano. No Reino Unido, a Financial Conduct Authority (FCA) conduziu um fórum em 2015 que resultou em medidas práticas de aperfeiçoamento do mercado de dívida sob sua supervisão, além de efetuar consulta sobre propostas para estimular a oferta de papéis de renda fixa para o pequeno investidor em 2017. No mesmo ano, a União Europeia publicou relatório com análises provenientes de um grupo formado por 17 especialistas, cujas recomendações visam à melhoria do funcionamento dos mercados europeus de dívida.

⁷ Fonte: Portal da Securities Industry and Financial Markets Association - SIFMA

⁸ Fonte: European Commission, 2017. Analysis of European Bond Markets.

⁹ Fonte: Lund, S., Woetzel, J., Windhaegen, E., Dobbs, R. e Goldshtein, D. 2018. Rising Corporate Debt: Peril or Promise?

No caso brasileiro, existe a expectativa de que o mercado de capitais, e por consequência o de renda fixa, ganhe importância no *mix* de financiamento das companhias nacionais. A concentração bancária ocorrida nos últimos vinte anos diminuiu o leque de instituições com capacidade para conceder empréstimos de grande monta, cabendo a elas ainda atender às exigências de capital e liquidez formuladas pelos Acordos da Basileia. Cabe considerar também a perspectiva de redução do passivo do BNDES mantido junto ao Tesouro Nacional¹⁰, que provavelmente influenciará o volume futuro de desembolsos, e o alinhamento gradual das taxas de suas linhas de crédito com as praticadas pelo mercado.

Assim, a CVM entende ser oportuno buscar maior compreensão sobre os mercados de dívida brasileiro e dos demais países, a fim de contribuir para a formulação de estratégias públicas e privadas que estimulem o mercado de capitais e fortaleçam a sua capacidade de atender às necessidades de recursos das empresas nacionais¹¹.

O presente estudo é composto de cinco capítulos. No primeiro segmento, analisamos quantitativamente o panorama atual do mercado brasileiro de renda fixa corporativa. As experiências de reguladores de outros países e as iniciativas conduzidas no exterior para estimular os mercados de dívida são estudados na segunda etapa. De volta ao caso brasileiro, a fim de compreender em profundidade as dificuldades e barreiras existentes para emissões primárias de instrumentos de dívida e negociações no mercado secundário, entrevistamos representantes de diversos agentes como emissores, estruturadores e investidores, cujas impressões são apresentadas no terceiro capítulo. Com base nas percepções capturadas a partir das experiências internacionais e entrevistas, são formuladas propostas para desenvolver o mercado brasileiro de renda fixa privada, em cada parte correspondente. O quarto capítulo sintetiza e organiza as recomendações do estudo de forma a orientar ações futuras. Trazemos as conclusões e os resultados esperados do trabalho no último capítulo.

Para efeitos deste trabalho, os valores mobiliários de dívida¹² considerados para análise são aqueles usualmente emitidos por empresas não financeiras: as debêntures, os certificados de recebíveis imobiliários (CRI), os certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e as notas promissórias. O conceito de dívida privada aqui considerado *não* abarca as debêntures emitidas por companhias de leasing, cujas emissões estão suspensas e eram realizadas para captar recursos para atividade bancária. Devido à mesma finalidade, as letras financeiras tampouco integrarão o foco do estudo.

¹⁰ <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fontes-de-recursos/recursos-do-tesouro-nacional>

¹¹ O estímulo a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários integra o mandato da CVM, conforme disposto no inciso I do art. 4º da Lei nº 6.385/76.

¹² Também aqui referidos como títulos de renda fixa corporativa ou instrumentos de dívida privada.

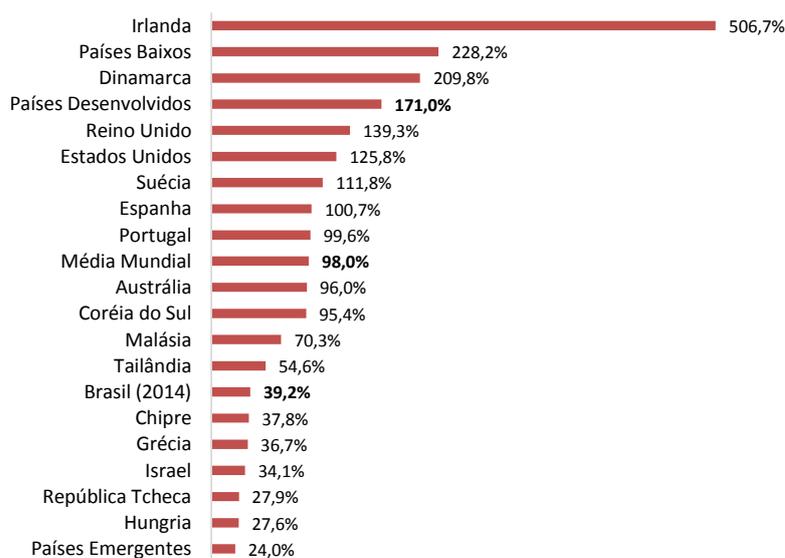
I – O Mercado Brasileiro de Dívida Privada

Este capítulo consiste em uma análise quantitativa do mercado em nível macro, com ênfase nos pontos que possam evidenciar oportunidades de aperfeiçoamento e desenvolvimento de seu ambiente econômico.

a) Comparativo mundial

O Brasil é um dos maiores mercados emergentes de renda fixa corporativa em termos de tamanho e possui potencial de crescimento. Em 2014, o estoque de títulos privados no Brasil totalizava USD 839 bilhões e ocupava a terceira posição entre os países emergentes, atrás da Coreia do Sul (USD 890 bilhões) e China (USD 2.703 bilhões)¹³. Contudo, a proporção entre o estoque total frente ao PIB do país oferece uma melhor medida da relevância desse mercado na economia¹⁴. Em 2014, essa razão era, no caso brasileiro, 39% do PIB, enquanto na média dos países desenvolvidos¹⁵ ela atingiu 171% no ano anterior e na média mundial, 98% (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Dimensões dos mercados de dívida privada, em % do PIB (2013)



Fonte: International Organization of Securities Commissions¹⁶

¹³ Fonte: Tendulkar, R., 2015. Corporate Bond Markets: An Emerging Markets Perspective. Volume II. International Organization of Securities Commissions. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department.

¹⁴ Segundo a IOSCO, organismo internacional que reúne os reguladores dos mercados de capitais, a referida razão é definida como a profundidade do mercado de renda fixa corporativa e, portanto, é uma *proxy* de sua importância na economia.

¹⁵ Excluindo Luxemburgo, cuja proporção dívida corporativa/PIB de 1.200% lidera o ranking de forma destacada (*outlier*). Vale observar também que os dados citados compreendem apenas os títulos negociados em bolsa. Fonte: Tendulkar, R. e Hancock, G., 2014. Corporate Bond Markets: A Global Perspective. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department.

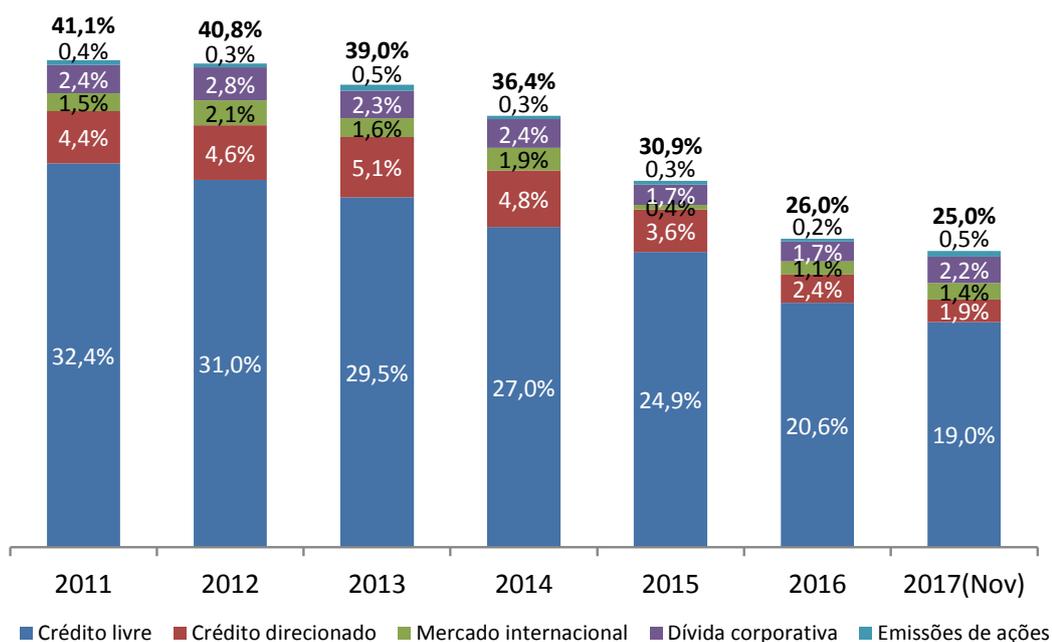
¹⁶ *Ibid.*

b) Formas de financiamento das empresas brasileiras

O financiamento das empresas brasileiras ainda depende fortemente do crédito bancário. O Gráfico 2 mostra que, devido à queda na atividade econômica ocorrida a partir de 2014, as companhias nacionais captaram menos recursos (o volume total caiu de 40,8% do PIB em 2012 para 25,0% em novembro de 2017). Ao analisar a composição das captações, verifica-se que a parcela relativa à dívida corporativa também diminuiu no período (de 2,8% para 1,7% do PIB entre 2012 e 2016) porém experimentou retomada em 2017, tendo atingido 2,2% do PIB no ano. As emissões de ações, por sua vez, conseguiram em 2017 retornar ao nível de 2013 (0,5% do PIB). Entretanto, apesar da recuperação do mercado de capitais doméstico, seu volume ainda era sete vezes menor que o montante relativo ao crédito livre em 2017.

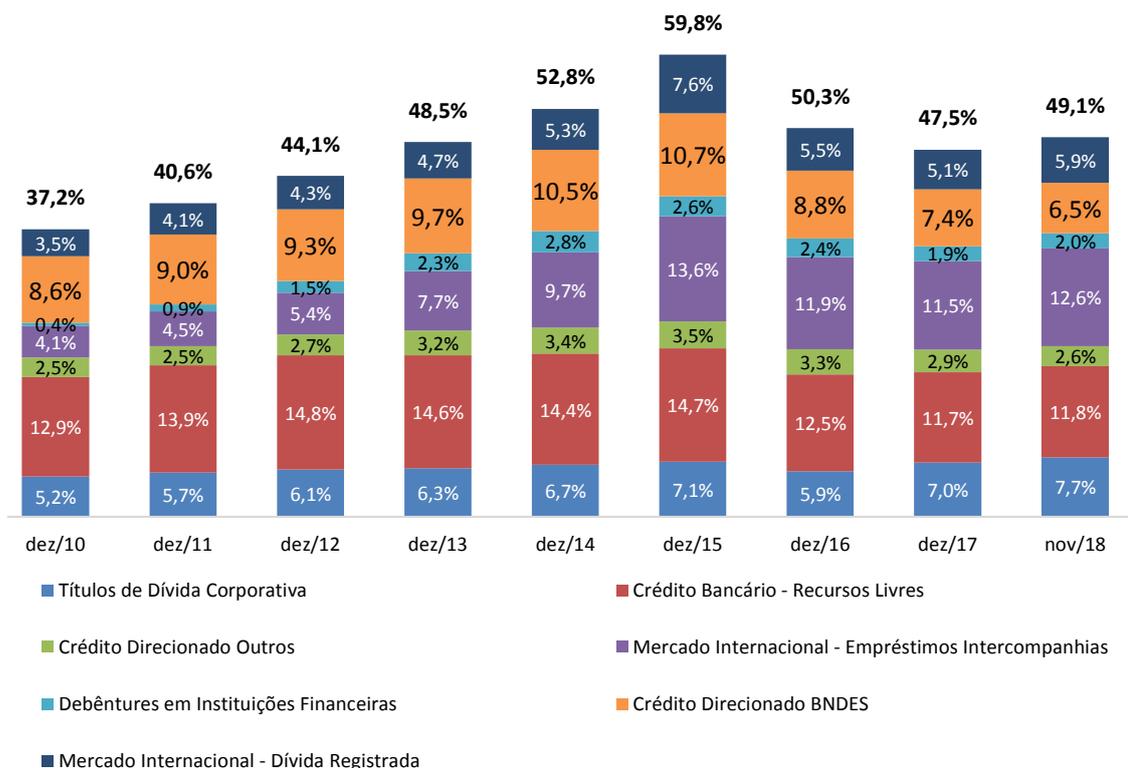
Em relação ao estoque de dívida contraída pelas empresas nacionais, o mercado de capitais tem ocupado espaço deixado pelos créditos bancário e proveniente do BNDES nos últimos anos. É possível observar no Gráfico 3 que as companhias não financeiras passaram por um processo de desalavancagem a partir de 2015, que se refletiu, em grande parte, em queda nos saldos relativos aos créditos bancário (recursos livres) e direcionado, tanto pelo BNDES como por outras instituições – redução total de 8 p.p. do PIB entre 2015 e novembro de 2018. A importância dos títulos de dívida corporativa, cuja proporção sobre o PIB se recuperou para 7,7% após o período de desalavancagem, é reforçada ao se considerar que a depreciação cambial ocorrida no ano de 2018 impactou positivamente os volumes referentes ao mercado internacional (no gráfico representados pelos empréstimos entre companhias do mesmo grupo e dívida registrada). No entanto, os valores mobiliários de dívida ainda representavam menos de 16% do exigível total das empresas não financeiras brasileiras em 2018.

Gráfico 2 – Composição das captações de recursos por empresas brasileiras em % do PIB (2010 a nov/2017)



Fonte: Centro de Estudos de Mercado de Capitais – Nota CEMEC 01 - Mercado de Dívida Corporativa no Financiamento das Empresas, 2018.

Gráfico 3 – Composição do exigível financeiro consolidado das empresas não financeiras brasileiras em % do PIB (2010 a nov/2018)



Fonte: Centro de Estudos de Mercado de Capitais – Nota CEMEC 01 - Mercado de Dívida Corporativa no Financiamento das Empresas, 2019.

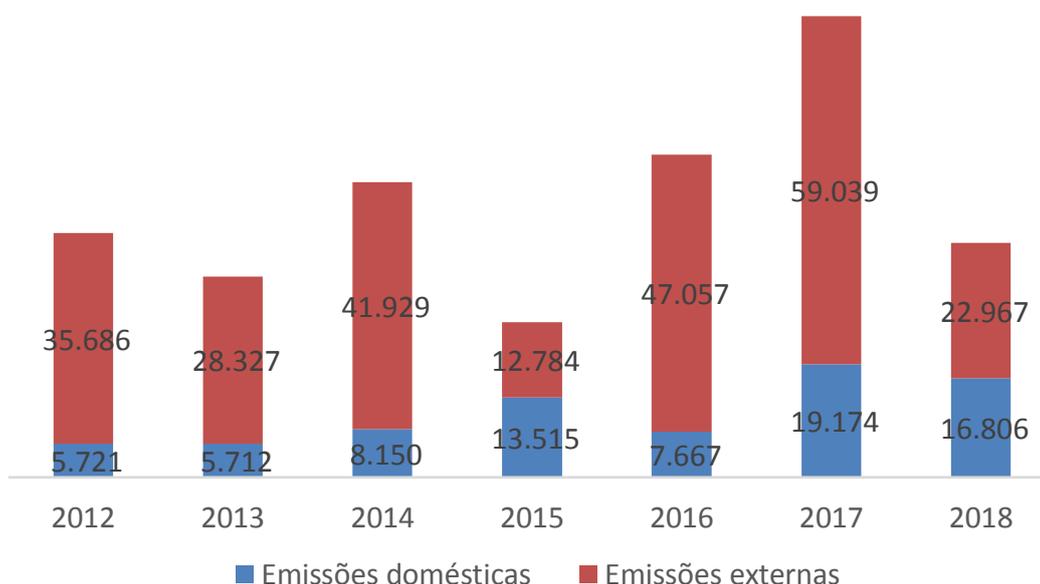
A fim de compreender melhor a relação entre emissões externas e domésticas realizadas pelas empresas nacionais, concentramos a análise nas companhias de maior valor de mercado na B3, por possuírem maior potencial para realizar ofertas públicas. Selecionamos desse universo uma amostra de 25 empresas não financeiras sob controle nacional ou compartilhado com investidores brasileiros para se ter um equilíbrio mínimo entre as propensões a realizar ofertas de papéis no Brasil e no exterior, já que companhias com controladoras estrangeiras tendem a ser financiadas por estas, as quais emitem dívida em outros países com taxas menores de juros. A amostra de empresas selecionadas está listada na Tabela 1.

Tabela 1 – Companhias de capital aberto selecionadas para análise de emissões domésticas e externas

Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras	Magazine Luiza S.A.	Klabin S.A.	Embraer S.A.
Cia. Saneamento Básico Est. São Paulo	Natura Cosméticos S.A.	Cielo S.A.	Gerdau S.A.
B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão	Raia Drogasil S.A.	CCR S.A.	JBS S.A.
Localiza Rent a Car S.A.	Lojas Renner S.A.	Vale S.A.	Energisa S.A.
Suzano Papel e Celulose S.A.	Lojas Americanas S.A.	Braskem S.A.	
M.Dias Branco S.A. Ind Com de Alimentos	Fibria Celulose S.A.	BRF S.A.	
Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG	Ultrapar Participações S.A.	Rumo S.A.	

O Gráfico 4 mostra os volumes totais das emissões de debêntures e títulos externos (*bonds*) realizadas pelas 25 companhias abertas selecionadas entre 2012 e 2018. As participações das emissões domésticas e externas nos totais anuais estão explicitadas na Tabela 2. Nota-se que houve equilíbrio entre o mercado brasileiro e externo apenas em 2015 e 2018, enquanto nos demais anos as captações no mercado doméstico não ultrapassam 25% do total. Apesar da depreciação e relativa instabilidade cambiais ocorridas no período estudado, o que diminuiu os custos totais das operações externas em relação ao seu volume convertido em reais, a grande magnitude das diferenças entre as captações das mesmas companhias nos dois mercados sugere que o ambiente externo tem sido mais atrativo que o doméstico, em termos de custo e agilidade na estruturação de ofertas. Esses aspectos qualitativos foram explorados em entrevistas com participantes do mercado brasileiro e estão descritos na Capítulo III deste estudo.

Gráfico 4 - Volumes totais de debêntures e títulos externos emitidos pela amostra selecionada de companhias (2012-2018), em milhões de reais¹⁷



Fonte: Boletim de mercado da ANBIMA, dez/2018
Elaboração própria

Tabela 2 – Composição dos volumes captados por debêntures e títulos externos pela amostra selecionada de companhias (2012-2018)

Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Emissões domésticas	14%	17%	16%	51%	14%	25%	42%
Emissões externas	86%	83%	84%	49%	86%	75%	58%

Fonte: Boletim de mercado da ANBIMA, dez/2018
Elaboração própria

¹⁷ Foram incluídas as ofertas públicas efetuadas por subsidiárias integrais das 25 companhias selecionadas.

c) Emissões domésticas

Analisando especificamente as emissões de valores mobiliários (Tabela 3) realizadas no mercado nacional, nota-se que os CRA foram os papéis que experimentaram maior aumento de volume ofertado de forma consistente até 2017¹⁸, com crescimento anual médio de 42% nos últimos cinco anos. A queda no montante emitido em 2018 se deveu à tensão pré-eleitoral, que afetou as condições de oferta e demanda desses papéis por possuírem participação relevante de pessoas naturais nas distribuições primárias, assim como às expectativas dos participantes do mercado quanto à edição da Instrução CVM nº 601/18, ocorrida em agosto e que trouxe alterações aos regimes de ofertas públicas. Já os CRI registraram desempenho irregular a partir de 2015 e captaram abaixo de sua média histórica em 2017 e 2018. Nos mesmos dois anos as debêntures tiveram notável crescimento no volume emitido, resultando em uma taxa média anual de incremento de 17%, enquanto as captações por meio de notas promissórias envolveram montantes totais relativamente estáveis (exceto em 2016). O aumento do volume ofertado de debêntures pode ser atribuído à queda nas taxas reais de juros e à redução de participação do crédito originado pelo BNDES.

De forma semelhante aos demais países, a dívida privada possui papel preponderante no mercado de capitais brasileiro em termos de captação de recursos. Os seis instrumentos de renda fixa mostrados na Tabela 3 foram responsáveis por 84% do volume levantado nos últimos cinco anos (R\$ 765 bilhões) enquanto 10% do total foi captado sob a forma de ações (R\$ 94 bilhões), seja em oferta pública inicial ou subsequente. Os quatro papéis objeto deste estudo (debêntures, notas promissórias, CRA e CRI) representaram 76% do montante total emitido no mercado de capitais entre 2014 e 2018. A proporção referente a cada ano da amostra está listada na última coluna da tabela.

Tabela 3 – Emissões domésticas de valores mobiliários selecionados entre 2011 e 2018
- (R\$ milhões)

Ano	Renda fixa						Renda variável		Híbridos	
	Deb	NP	CRA	CRI	LF	FIDC	Ações IPOs	Ações follow-on	FII	%DP
2011	63.353	19.663	190	13.505	550	17.370	7.466	11.701	16.102	61%
2012	86.393	22.649	254	10.093	2.063	6.765	4.396	9.904	15.230	76%
2013	68.892	20.919	1.022	15.996	3.950	6.922	17.655	6.242	13.709	69%
2014	92.518	30.290	1.942	16.598	3.752	9.255	418	14.992	6.407	80%
2015	72.648	12.957	4.563	9.608	1.200	8.587	873	17.731	9.736	72%
2016	83.302	8.782	12.794	17.720	2.049	3.673	766	9.967	6.063	84%
2017	88.168	27.266	12.420	7.687	3.005	16.367	20.066	18.689	8.176	67%
2018	149.153	28.960	5.956	8.194	5.966	19.894	6.751	4.430	17.415	78%
CAGR 2014-18	17%	7%	42%	-13%	9%	24%	-17%	-7%	5%	

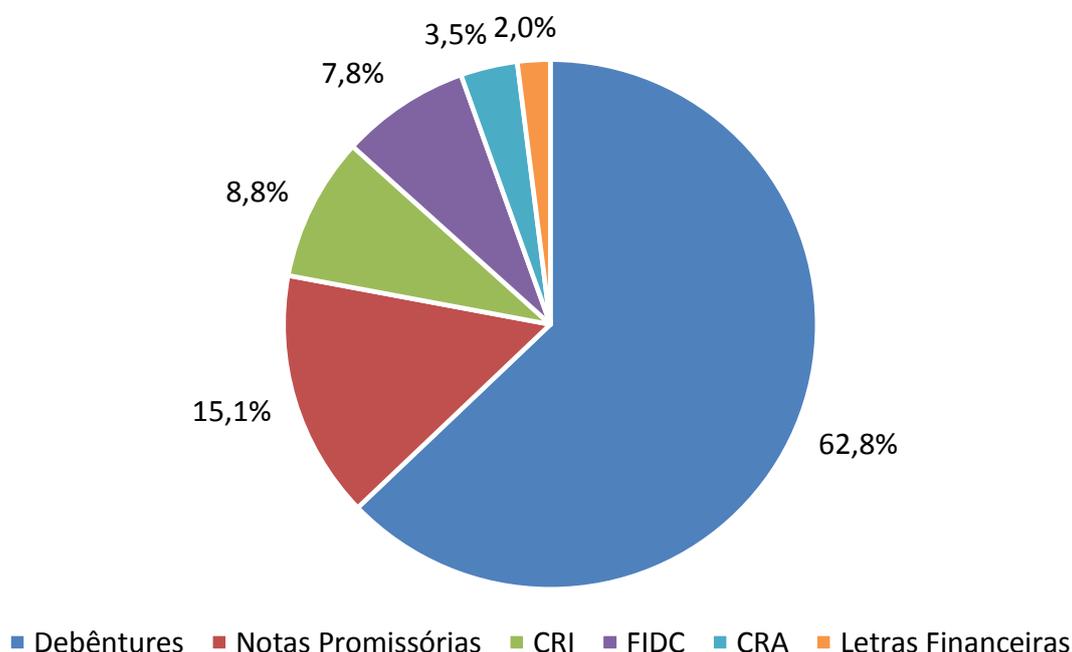
Deb - Debêntures, NP - Notas Promissórias, LF - Letras Financeiras, FIDC - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, FII - Fundos de Investimento Imobiliário. %DP – percentual sobre o total de emissões atribuído à dívida privada.

CAGR 2014-18: Crescimento anual médio entre 2014 e 2018. Fonte: CVM

¹⁸ Exceto quando outra convenção for indicada, consideramos como referência o ano correspondente à data de registro da oferta na CVM.

As debêntures são os instrumentos de dívida mais relevantes do mercado de capitais, do ponto de vista de volume financeiro. Dentre os seis ativos de renda fixa mostrados no Gráfico 5, as debêntures representaram 63% do montante total captado entre 2011 e 2018 e as notas promissórias ocupam a segunda posição com 15%. Apesar do expressivo crescimento dos CRA, estes ainda representam uma parcela modesta do mercado de dívida privada (4%).

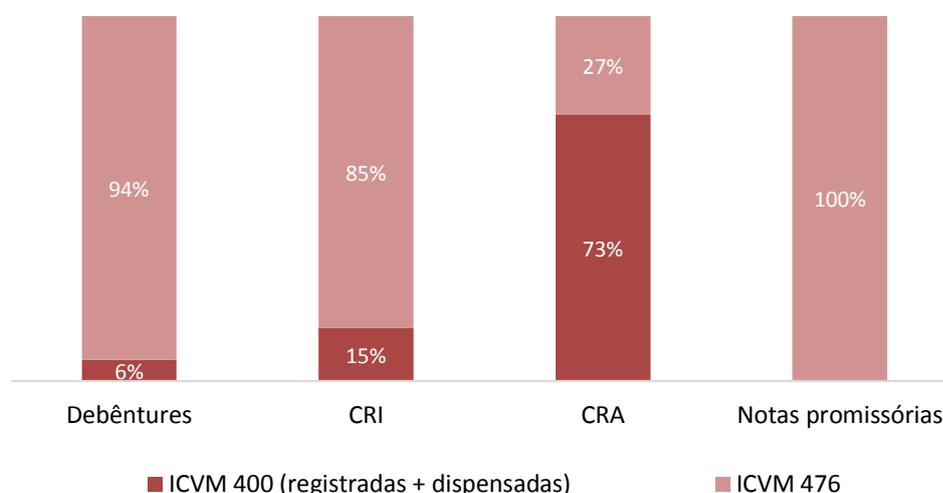
Gráfico 5 - Participação média de cada ativo no volume total (em R\$) emitido de títulos de renda fixa (2011-2018)



Fonte: CVM

No que tange à forma de distribuição dos valores mobiliários de dívida privada, as ofertas públicas de debêntures realizadas com esforços restritos no âmbito da Instrução CVM nº 476/09 (ICVM 476) predominam sobre aquelas direcionadas ao público em geral, i.e., sob a égide da Instrução CVM nº 400/03 (ICVM 400). O Gráfico 6 mostra que mais de 85% do volume financeiro de debêntures e CRI, e a totalidade das notas promissórias, foi distribuído por meio da ICVM 476 entre 2014 e 2018. Os dados corroboram as impressões coletadas na fase de entrevistas deste estudo, que apontam para uma subutilização do mecanismo de ofertas públicas regido pela ICVM 400. A relação se inverte no caso dos CRA, que são distribuídos majoritariamente de forma irrestrita (ICVM 400) com ênfase no investidor pessoa natural, como se verá adiante.

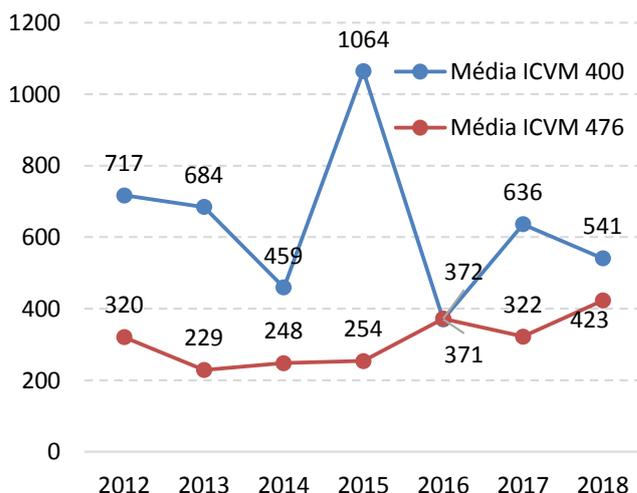
Gráfico 6 – Ofertas públicas (em volume financeiro) por forma de distribuição (2014-2018)



Fonte: CVM

No tocante ao tamanho das emissões individuais, as debêntures captaram maior volume de recursos nas ofertas públicas por meio da ICVM 400 do que nas ofertas com esforços restritos, como mostrado no Gráfico 7. Entretanto, as emissões realizadas sob a ICVM 476 aparentam ser cada vez maiores, o que possivelmente indica um processo de otimização na busca de investidores e na alocação das ordens de compra, haja vista que atualmente até 75 investidores profissionais podem ser contatados e 50 deles estão aptos a adquirir papéis nesse tipo de oferta. Outra hipótese seria um crescente interesse de investidores profissionais (de maior porte) pelas debêntures, aumentando os lotes de compra.

Gráfico 7 – Volume médio anual das ofertas primárias de debêntures (2012-2018), em R\$ milhões

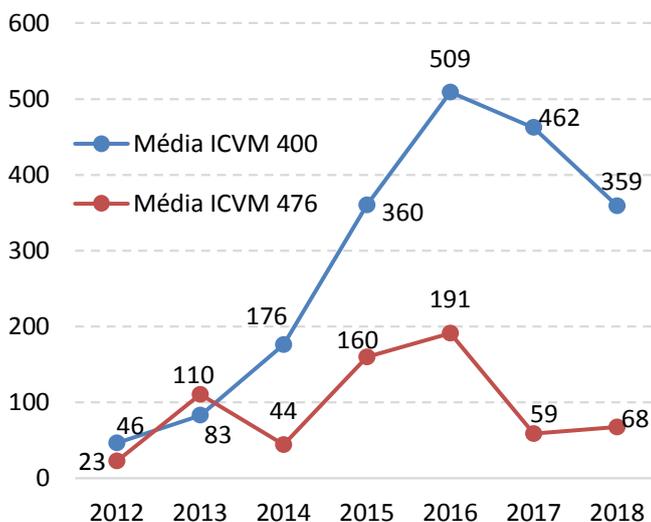


Volume médio 2014-2018 (R\$ milhões)	
ICVM 400	ICVM 476
664	329

Fonte: CVM

Depois das debêntures, as operações de lançamento de CRA são as que envolvem maior volume de recursos. É possível observar no Gráfico 8 que as ofertas públicas irrestritas (ICVM 400) são dominantes pelo fato de esse tipo de papel ser direcionado a pessoas naturais. A tensão pré-eleitoral de 2018 parece também ter impactado o tamanho das ofertas.

Gráfico 8 – Volume médio anual das ofertas primárias de CRA (2012-2018), em R\$ milhões

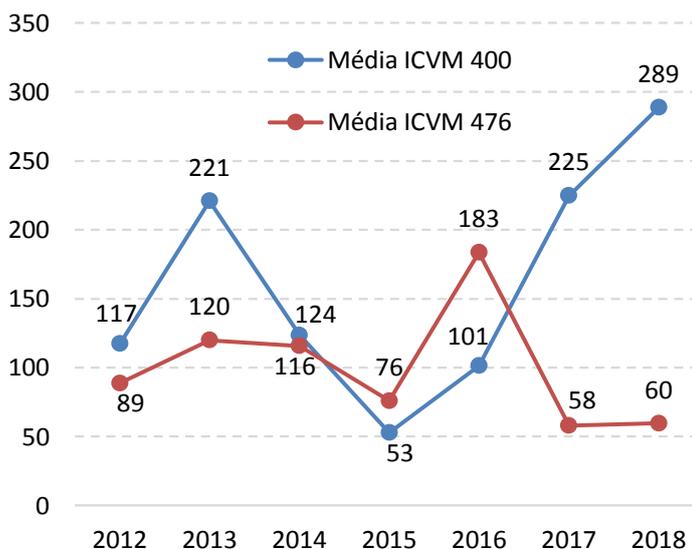


Volume médio 2014-2018 (R\$ milhões)	
ICVM 400	ICVM 476
410	86

Fonte: CVM

As emissões de CRI voltadas para o grande público sofreram uma redução significativa de tamanho entre 2014 e 2016, provavelmente atribuída à fraqueza do mercado imobiliário brasileiro ocorrida no período, com altos estoques de imóveis e poucos lançamentos. Nota-se, contudo, uma recuperação em 2017 e 2018, decorrente do forte crescimento da participação de pessoas naturais nas “ofertas 400”, vide Gráfico 9.

Gráfico 9 – Volume médio anual das ofertas primárias de CRI (2012-2018), em R\$ milhões

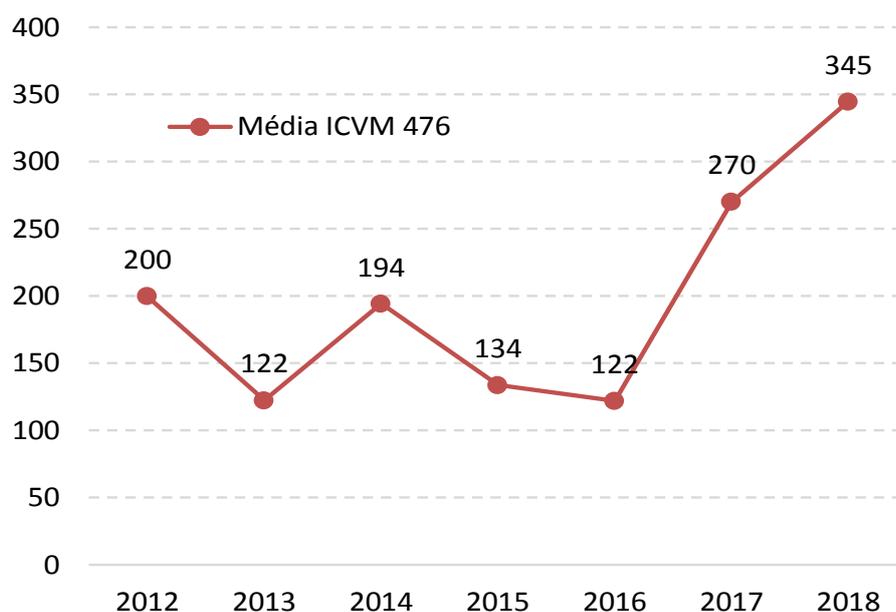


Volume médio 2014-2018 (R\$ milhões)	
ICVM 400	ICVM 476
158	98

Fonte: CVM

As notas promissórias (Gráfico 10), quando ofertadas publicamente, devem ser dirigidas a investidores qualificados¹⁹ e na prática os papéis são oferecidos exclusivamente com esforços restritos a investidores profissionais (ICVM 476). Apesar do volume total de suas emissões ser pequeno em relação aos demais instrumentos de dívida, o montante médio captado por oferta (R\$ 212 milhões nos últimos cinco anos) é relevante, sugerindo que esses papéis representam formas relativamente eficientes de levantar volumes mais elevados de recursos.

Gráfico 10 - Volume médio anual das ofertas primárias de notas promissórias (2012-2018), em R\$ milhões



Fonte: CVM

Analisaremos a seguir a composição da demanda pelos instrumentos de dívida privada no âmbito de ofertas primárias realizadas entre 2016 e 2018, mostrada nos demonstrativos reunidos no Gráfico 11.

De modo agregado, os únicos ativos em que a participação de pessoas naturais foi significativa são os CRI e CRA. Dado a forte presença desses investidores nas ofertas de CRA (79% do volume subscrito nos últimos três anos), é possível afirmar que o sucesso de uma oferta desses papéis é praticamente determinado pelo seu grau de atratividade perante as pessoas físicas, além do benefício tributário a elas aplicável. Cabe observar que os pequenos investidores participam ativamente dos lançamentos de debêntures incentivadas²⁰ (Gráfico 11), tendo subscrito 26% do volume total emitido entre 2016 e 2018.

Entre os investidores institucionais, os fundos de investimento possuem participação relevante nas emissões de todos os tipos de papéis de dívida privada, com exceção dos CRA. As instituições financeiras não ligadas às ofertas (denominadas “demais instituições financeiras” nos gráficos) e os investidores estrangeiros têm presença concentrada nas ofertas primárias de debêntures incentivadas (Gráfico 11). Observa-se a pouca

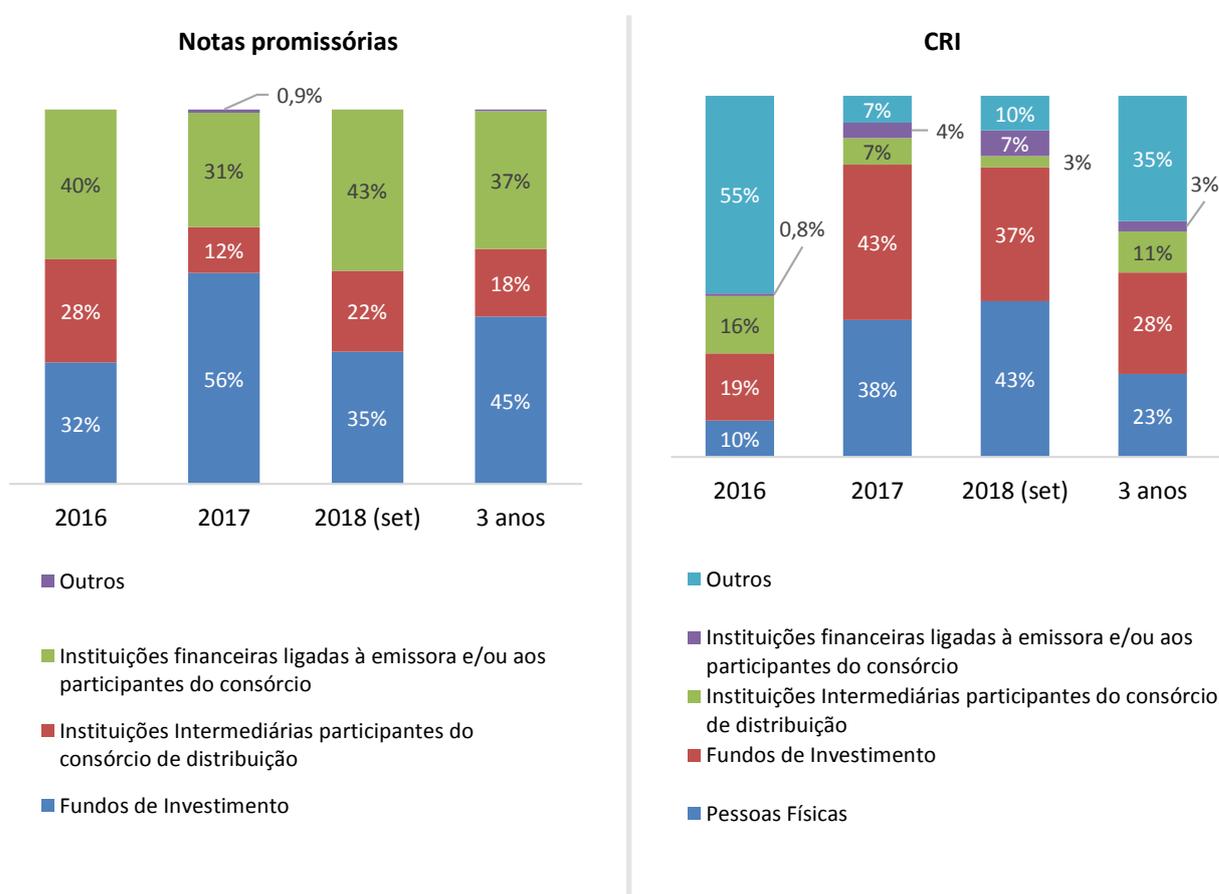
¹⁹ A Instrução CVM nº 566/2015 rege a oferta pública de nota promissória.

²⁰ Também chamadas de debêntures de infraestrutura, regidas pela Lei nº 12.431/11.

relevância de outros investidores institucionais que são habituais adquirentes de dívida privada em outros países: entidades de previdência privada e companhias seguradoras²¹, cuja fatia no volume total subscrito não ultrapassa um por cento nos quatro valores mobiliários analisados.

Portanto, pelo lado da demanda existem oportunidades de crescimento do mercado de dívida privada brasileiro caso se estimule o investimento proveniente de pessoas naturais (no caso de debêntures não incentivadas), investidores estrangeiros, seguradoras e entidades de previdência privada (como fundos de pensão).

Gráfico 11 – Composição de distribuição das ofertas primárias de títulos de dívida privada (2016-2018)²²

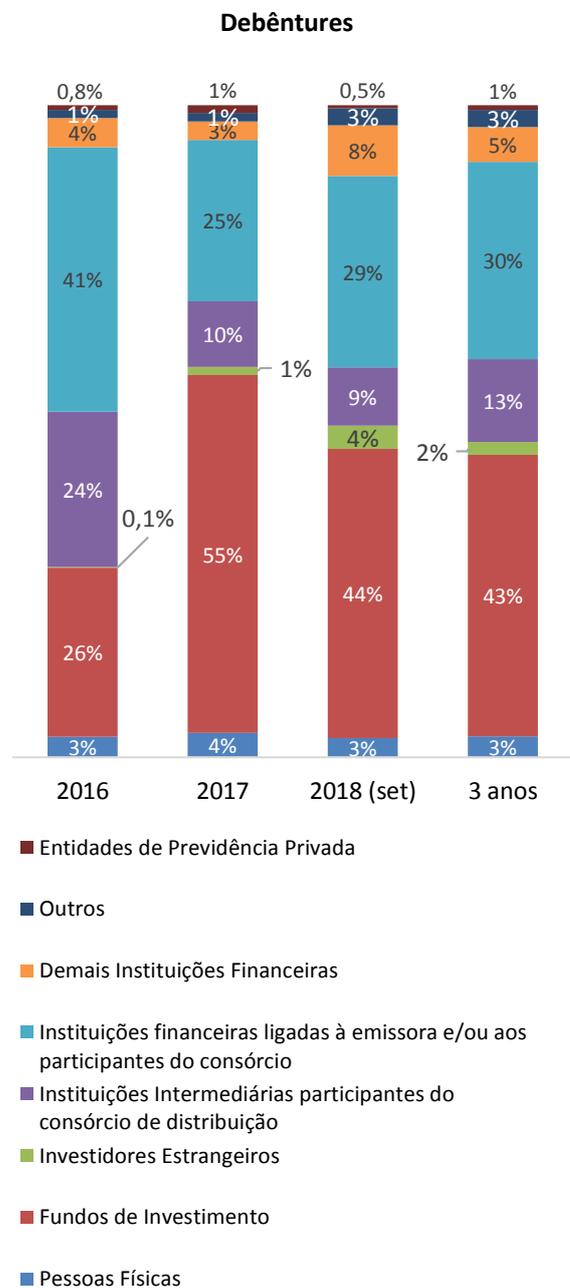
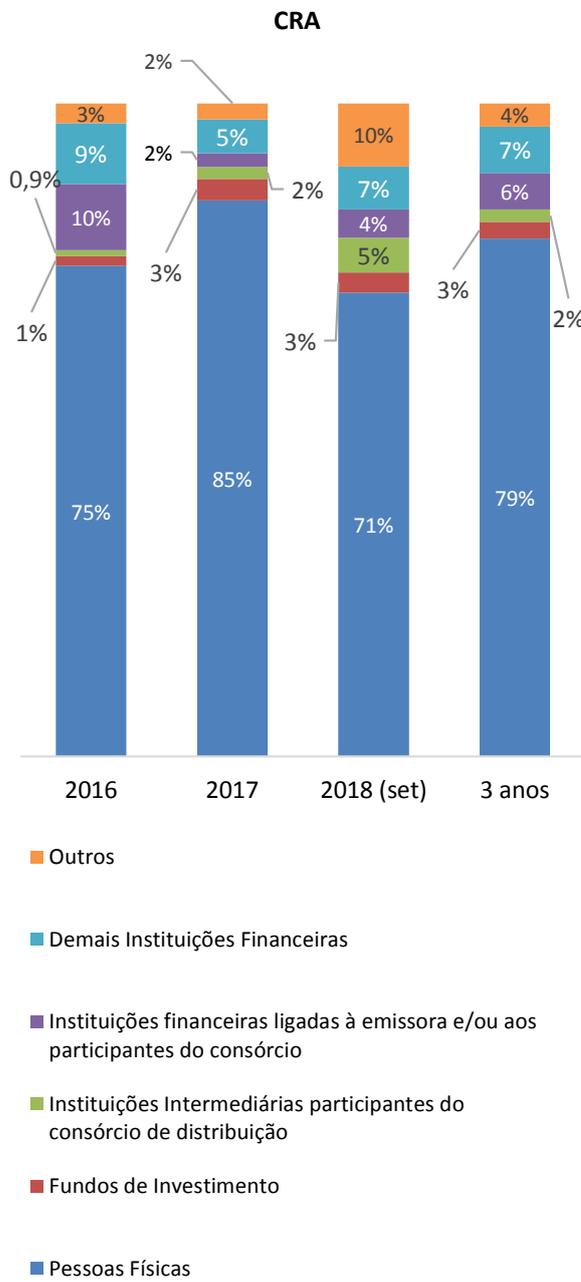


Fonte: ANBIMA

Elaboração própria

²¹ Na Zona do Euro, por exemplo, as entidades do ramo segurador eram as maiores detentoras de dívida emitida por empresas não financeiras em 2016. Fonte: Comissão Europeia.2017. Drivers of Corporate Bond Market Liquidity in the European Union.

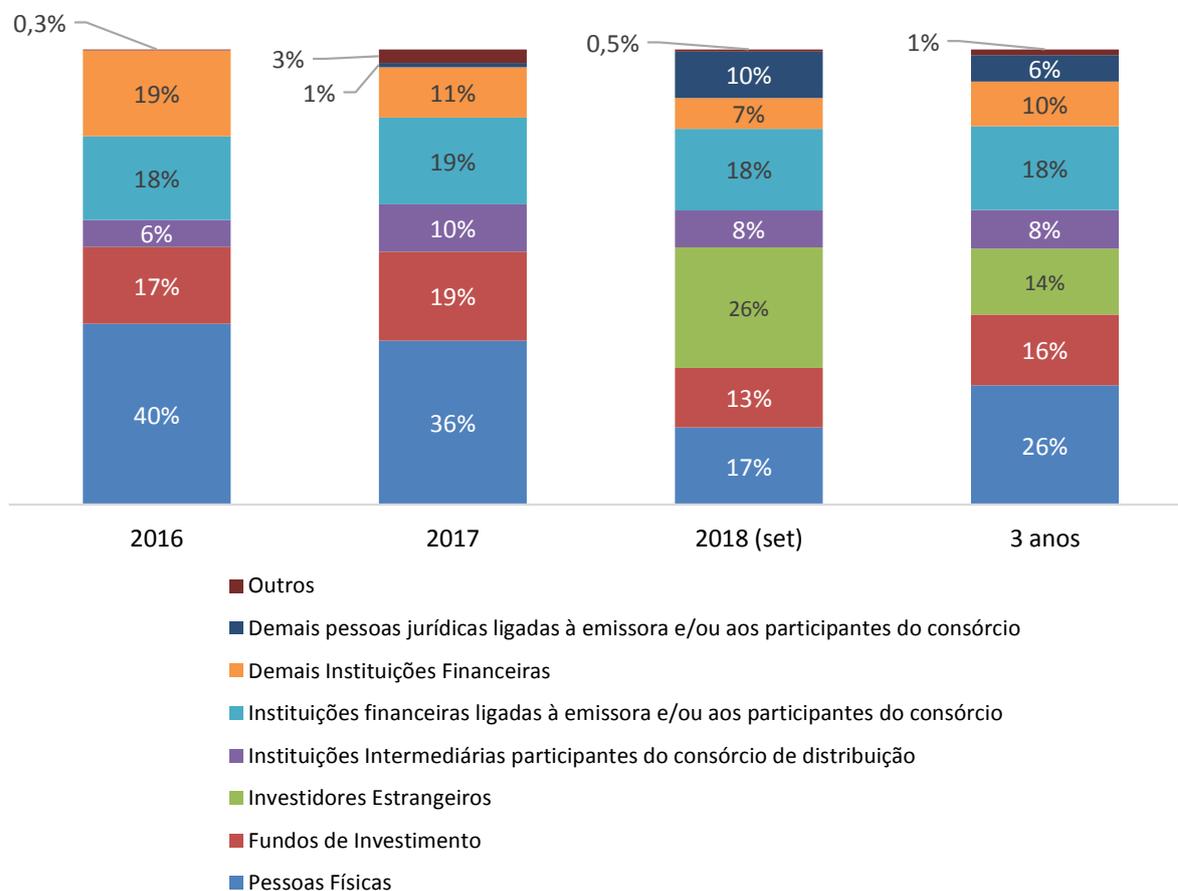
²² Para os Gráficos 11 e 12 foram considerados os anos em que as ofertas se encerraram.



Fonte: ANBIMA

Elaboração própria

Gráfico 12 – Composição de distribuição das ofertas primárias de debêntures incentivadas (2016-2018)



Fonte: ANBIMA

Elaboração própria

Os recursos captados por debêntures incentivadas têm sido direcionados para poucos setores da economia. A Tabela 4 mostra que os setores de energia elétrica e transporte e logística responderam por quase 70% das emissões entre 2012 e 2018. Essa concentração não é benéfica para a formação de portfólios diversificados e diminui o interesse de investidores institucionais pelos papéis, conforme apuramos em campo. É interessante realizar uma avaliação qualitativa junto aos setores intensivos em capital que atualmente captam menos recursos, para compreender as barreiras e dificuldades existentes para lançar debêntures incentivadas.

Contudo, é notável o crescimento experimentado pelas emissões de debêntures incentivadas em 2017 e 2018. O volume anual subscrito quintuplicou no período, tendo atingido o total de R\$ 23,6 bilhões ao final de 2018.

Tabela 4 – Volume total subscrito de debêntures incentivadas e participação por setor de atividade (2012-set/2018)

Setor	Total subscrito (R\$ milhões)	Participação
Energia Elétrica	23.717	46,8%
Transporte e Logística	10.647	21,0%
Petróleo e Gás	3.416	6,7%
Alimentos e Bebidas	2.675	5,3%
Mineração	2.350	4,6%
Outros Serviços	2.110	4,2%
Assistência Médica	1.628	3,2%
TI e Telecomunicações	948	1,9%
Construção Civil	695	1,4%
Saneamento	613	1,2%
Transporte Rodoviário	515	1,0%
Serviços Imobiliários	464	0,9%
Materiais de Construção e Agregados	450	0,9%
Bioenergia	304	0,6%
Química e Petroquímica	151	0,3%
TOTAL	50.684	100%

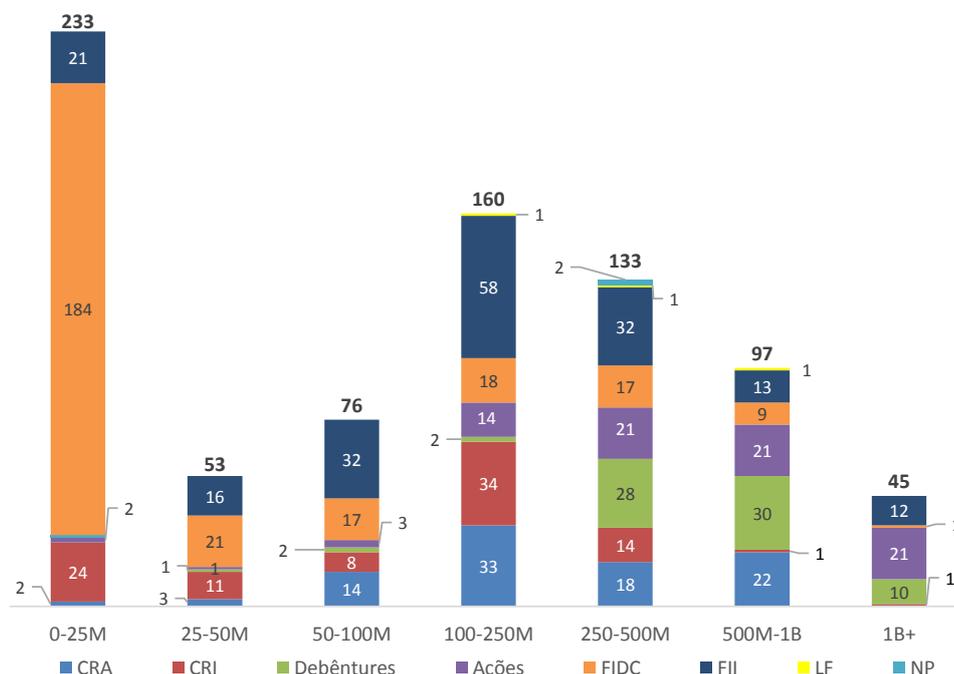
Fonte: ANBIMA

Elaboração própria

Com exceção dos CRI, as ofertas públicas irrestritas (ICVM 400) de instrumentos de dívida privada geralmente compreenderam valores acima de R\$ 100 milhões. O Gráfico 13 mostra as quantidades de ofertas efetuadas entre 2012 e 2018, distribuídas por faixas de montantes subscritos. Pode-se constatar que as emissões de cotas de fundos (FIDC e fundos imobiliários) e de CRI predominaram nas faixas inferiores, de até R\$ 100 milhões. As ofertas de CRA envolveram valores entre R\$ 50 milhões e 1 bilhão, enquanto as debêntures, montantes acima de R\$ 250 milhões. As ofertas de ações eram frequentes na faixa acima de R\$ 100 milhões. Assim, empresas cujo ramo de negócio não envolvia recebíveis imobiliários ou do agronegócio praticamente não captaram quantias inferiores a R\$ 100 milhões por meio de dívida distribuída por ofertas públicas ICVM 400 nos últimos seis anos. Vale notar também que em sete anos foram realizadas apenas dez ofertas de debêntures de volume superior a R\$ 1 bilhão, sugerindo que as grandes empresas brasileiras têm acessado pouco o mercado doméstico por meio de ofertas públicas irrestritas.

A Tabela 5 sintetiza os dados do gráfico anterior por meio das médias dos valores subscritos nas ofertas públicas ICVM 400 e 476. Vê-se que todos os instrumentos de dívida privada captaram em média valores acima de R\$ 100 milhões em ofertas públicas irrestritas, ao passo que as ofertas ICVM 476 envolvem em média montantes menores que as emissões via ICVM 400, sendo isso válido para todos os valores mobiliários com exceção de FIDC. Apesar de as ofertas regidas pela ICVM 476 terem sido o meio mais utilizado para captações de menor volume nos últimos sete anos, existe um conjunto de pequenas e médias empresas com necessidade de financiamento entre R\$ 5 milhões e R\$ 100 milhões que ainda acessam pouco ou não conseguem acessar o mercado de capitais por meio de ofertas públicas de dívida, especialmente companhias com potencial de crescimento e inovação, mas que não conseguem aportar garantias.

Gráfico 13 – Quantidade de ofertas públicas (ICVM 400) por faixa de valor subscrito (R\$) (2012-2018)



M = milhões de reais, B = bilhão de reais. NP - Notas Promissórias, LF - Letras Financeiras, FIDC - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, FII - Fundos de Investimento Imobiliário. Totais de ofertas em negrito.

Fonte: Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA (dez/2018)

Elaboração própria.

Tabela 5 – Médias dos valores subscritos nas ofertas públicas realizadas entre 2012 e 2018 (R\$ milhões)

Valor mobiliário	Média ofertas ICVM 400	Média ofertas ICVM 476
CRA	305	69
CRI	147	80
Debêntures	714	321
Ações	1.260	983
FIDC	80	100
FII	275	83
Letras Financeiras	385	401
Notas Promissórias	335	190
Geral	342	205
Instrumentos de dívida privada	364	219

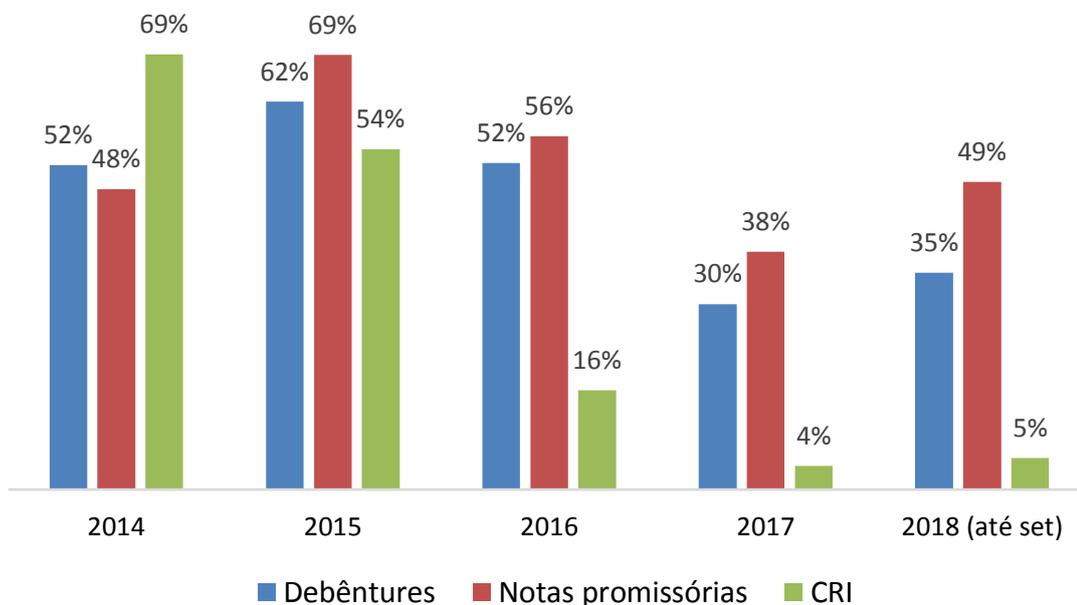
Fonte: CVM

Há uma alta frequência de ofertas de debêntures e notas promissórias realizadas com esforços restritos (ICVM 476) subscritas exclusivamente por um número reduzido de instituições financeiras e intermediárias, o que sugere o uso do instrumento para concessão de crédito sem esforço de distribuição propriamente dito. Dentro do universo de emissões realizadas sob a égide da ICVM 476, selecionamos as que foram adquiridas por até cinco entidades enquadradas como instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição ou instituições financeiras. A proporção do volume subscrito total das ofertas selecionadas

sobre o montante total de ofertas com esforços restritos está indicada no Gráfico 14, para o intervalo entre 2014 e 2018 (até setembro). Observa-se que as instituições financeiras e intermediárias (que em muitos casos também são do primeiro tipo) subscreveram entre 30% e 69% do volume emitido (sob a ICVM 476) de debêntures e notas promissórias no período, tendo esse fenômeno sido menos frequente em 2017 e 2018. Embora seja possível que instituições do consórcio de distribuição tenham subscrito integralmente as ofertas por conta de exercício de garantia firme²³, existem incentivos à utilização de valores mobiliários para conceder crédito em lugar de empréstimos bancários, tais como a não incidência de IOF sobre operações de crédito, o tratamento da emissão para efeito de cálculo de níveis de liquidez e outros indicadores prudenciais, além da facilidade de repasse dos papéis para terceiros. Tal constatação foi confirmada nas entrevistas que realizamos com participantes do mercado. Nota-se também que essa configuração de distribuição era prevalente nas ofertas de CRI até 2015, cuja ocorrência diminuiu drasticamente a partir de 2016. Esse fenômeno não foi verificado de forma significativa nas subscrições de CRA. A Tabela 6 traz o valor subscrito nas ofertas identificadas, por ativo.

Para os casos em que as ofertas públicas realmente acobertaram operações de empréstimo pré-definidas, talvez fosse preferível seu enquadramento em operações de colocação privada uma vez que não houve esforço efetivo de colocação.

Gráfico 14 – Proporção de ofertas realizadas com esforços restritos (em volume financeiro) subscritas por até cinco instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição ou instituições financeiras (2014-set/2018)



Fonte: Análise ASA (CVM)

²³ Nesse caso, supõe-se que a garantia firme foi exercida porque não foram encontrados compradores para os papéis distribuídos.

Tabela 6 – Valor subscrito nas ofertas identificadas (em R\$ milhões)

Ativo	2014	2015	2016	2017	set/2018
Debêntures	36.683	33.597	30.714	26.684	37.108
Notas promissórias	15.004	9.212	5.165	10.218	11.507
CRI	10.650	5.262	2.532	220	137
CRA	26	357	8	0	0

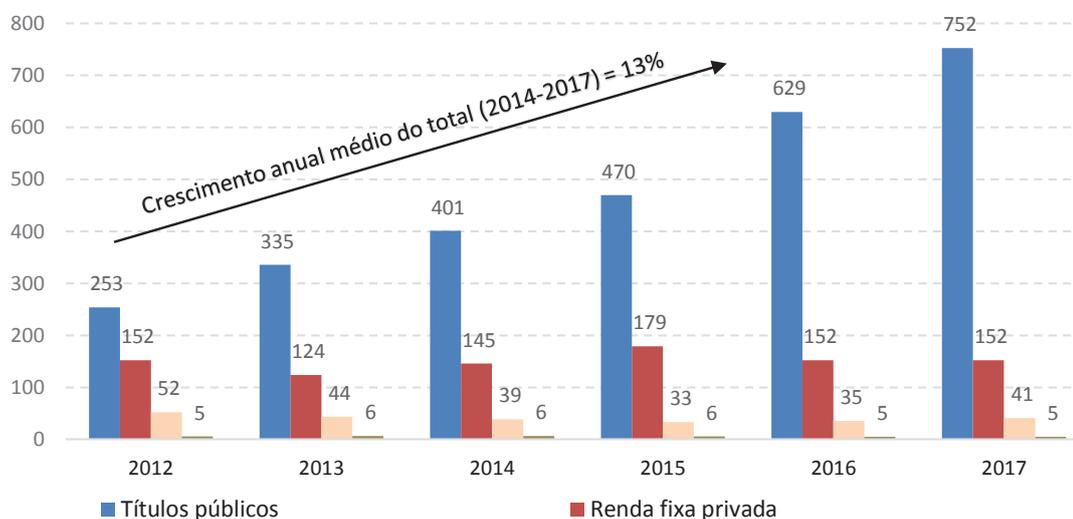
Fonte: Análise ASA (CVM)

d) Análise do portfólio de investimentos de investidores institucionais selecionados

Como observado anteriormente, investidores institucionais de grande porte como companhias pertencentes ao ramo segurador (p.ex., seguradoras e resseguradoras) e entidades de previdência privada não possuem participação relevante, pelo menos de forma agregada, nas ofertas primárias de instrumentos de dívida. Portanto, é interessante analisarmos o perfil de investimento dessas entidades a fim de determinar o potencial de crescimento do mercado de renda fixa privada a partir da demanda delas.

O portfólio de investimentos de companhias seguradoras, entidades abertas de previdência privada (EAPP), sociedades de capitalização e resseguradoras locais pode ser dividido em aplicações diretas em títulos públicos, ativos de renda fixa e variável, imóveis, além de aplicações indiretas por meio de cotas de fundos de investimento previdenciários. Para a presente análise, redistribuímos o montante aplicado em cotas de fundos entre os outros quatro ativos, conforme mostrado no Gráfico 15. Em termos absolutos, o segmento aparenta ter experimentado aumento significativo no total de reservas investidas entre 2012 e 2017, a uma taxa anual média de 13%. É notável o volume crescente investido em títulos públicos (de R\$ 253 bilhões para R\$ 752 bilhões no período), enquanto os saldos das outras aplicações se mantiveram relativamente estáveis no período. O incremento de alocação em títulos públicos se deu primordialmente por meio dos fundos previdenciários, o que sugere uma preferência tanto por parte dos gestores como do público que investe em fundos de investimento oferecido pelas entidades abertas de previdência privada.

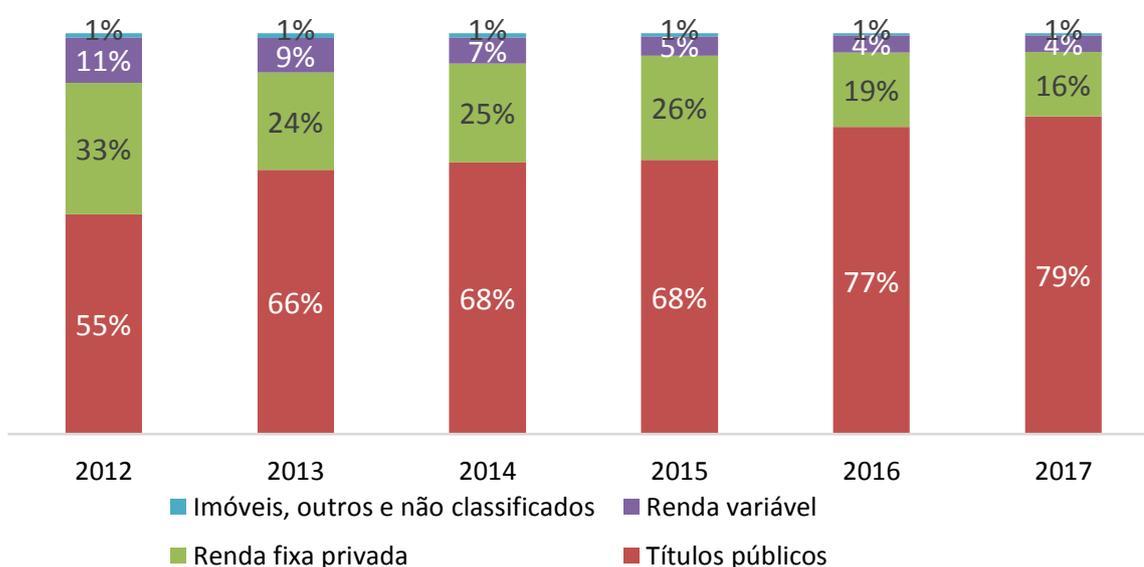
Gráfico 15 - Distribuição de investimentos do ramo segurador e de previdência privada aberta por tipo de ativo (2012-2017), em bilhões de reais correntes



Fonte: SUSEP
Elaboração própria

A participação de títulos públicos nas carteiras de seguradoras e entidades abertas de previdência privada aumentou de 55% em 2012 para 79% em 2017, enquanto o volume alocado nesses ativos teve crescimento anual médio de 24% no período. A participação de títulos de renda fixa privada caiu 51%, em termos relativos (Gráfico 16). A estagnação do volume investido em dívida privada contrasta com o desenvolvimento das emissões de debêntures, indicando que elas provavelmente não têm sido suficientemente atraentes para os investidores institucionais ora analisados.

Gráfico 16 – Participação na carteira de investimentos do ramo segurador e de previdência privada aberta (2012-2017)



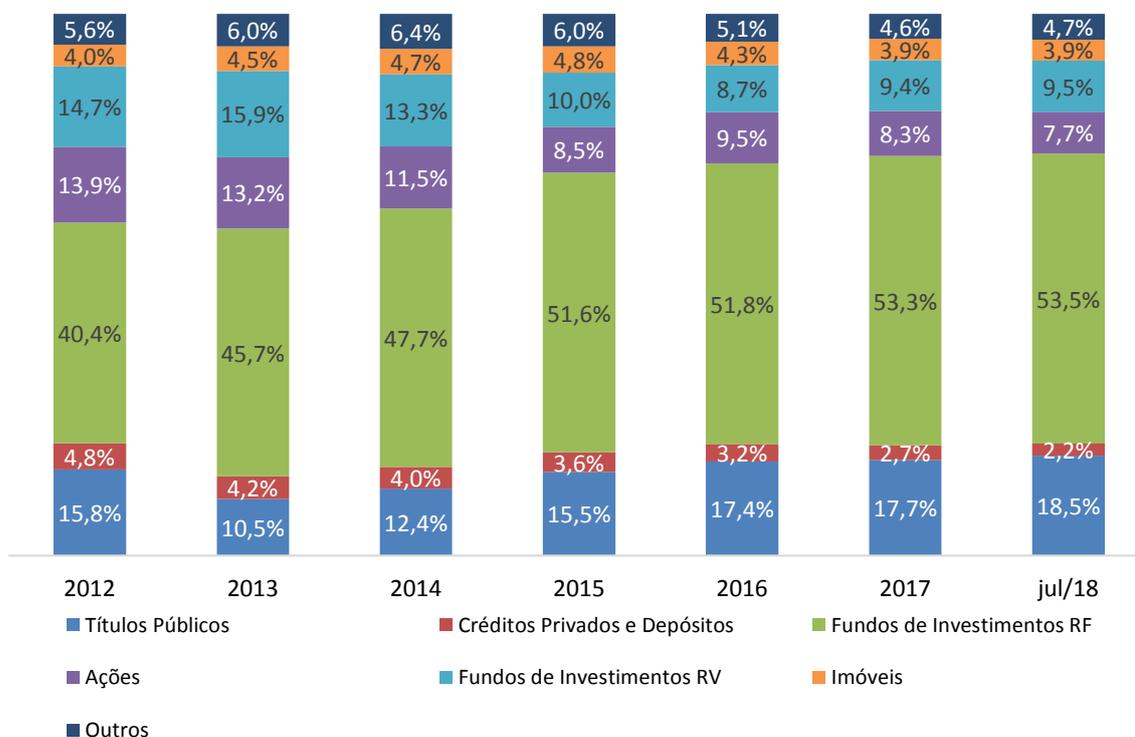
Fonte: SUSEP

Elaboração própria

Em relação à previdência privada fechada, os números disponíveis da carteira consolidada das entidades (Gráfico 17) mostram que o investimento direto em “créditos privados” tem perdido participação em termos relativos (chegando a apenas 2,2% da carteira agregada em julho de 2018) e também em volume financeiro absoluto (de R\$ 27,5 bilhões em 2011 para R\$ 18 bilhões em julho de 2018). Observa-se que as entidades têm aplicado de forma crescente em fundos de investimento em renda fixa, não sendo possível concluir sobre as aplicações realizadas indiretamente. No entanto, os resultados sugerem que os investimentos totais das entidades em dívida privada diminuiriam ou não têm acompanhado o crescimento das emissões desses títulos ocorrido nos últimos anos. Um dos possíveis motivos é a reduzida proporção de papéis ofertados com correção pelo IPCA²⁴, que normalmente despertam maior interesse dos fundos de pensão.

²⁴ Entre 10% e 14% do volume subscrito de debêntures nos últimos quatro anos e de 0,8% a 16% dos CRA no mesmo período.

Gráfico 17 – Composição da carteira consolidada das entidades fechadas de previdência complementar



Fonte: Consolidado Estatístico ABRAPP (julho/2018)

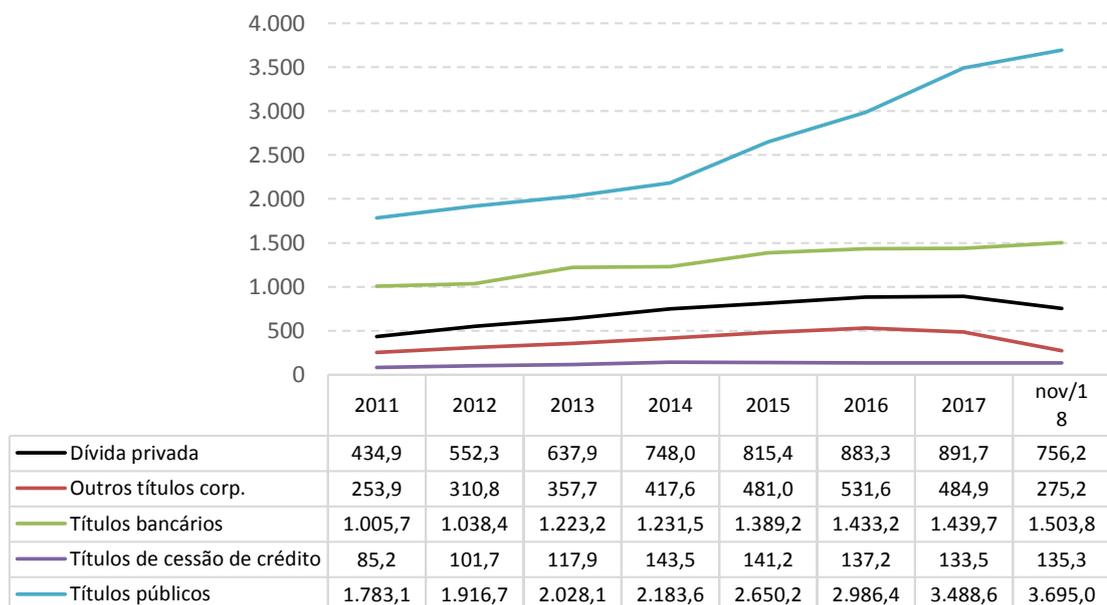
Elaboração própria

e) Análise comparativa entre títulos públicos, bancários e de dívida privada

Conforme já amplamente explorado pela bibliografia²⁵, a aceleração do ritmo da emissão de títulos públicos, por concorrerem com vantagem sobre os títulos privados, termina por suprimir a demanda por estes (*crowding out*), acarretando no encarecimento do acesso dos emissores ao mercado de dívida corporativa. Nesse sentido, no Gráfico 18, destaca-se imediatamente o descolamento, a partir de 2014, do ritmo de expansão da dívida pública da progressão dos demais títulos de renda fixa. É possível observar a expansão do estoque dos títulos de dívida corporativa no período mostrado, em linha com a evolução dos demais papéis privados.

²⁵ Por exemplo, em Paula, L.F. e Faria Jr., J., 2012.. Mercado de Títulos de Dívida Privada no Brasil: Aspectos Estruturais e Evolução Recente. Revista Econômica Contemporânea. Rio de Janeiro. v. 16, n. 1, 107-137.

Gráfico 18 – Estoque de títulos de renda fixa (2011 a nov/2018), em bilhões de reais



Dívida privada: debêntures, notas promissórias, CRI e CRA (as duas últimas foram retiradas do saldo de títulos de cessão de crédito para integrar este somatório).

Outros títulos corporativos: debêntures emitidas por empresas de leasing, certificados de investimento audiovisual e letras de arrendamento mercantil.

Títulos bancários: CDB, letras financeiras, LCA, LCI, DPGE, cédulas de debêntures, LC e RDB.

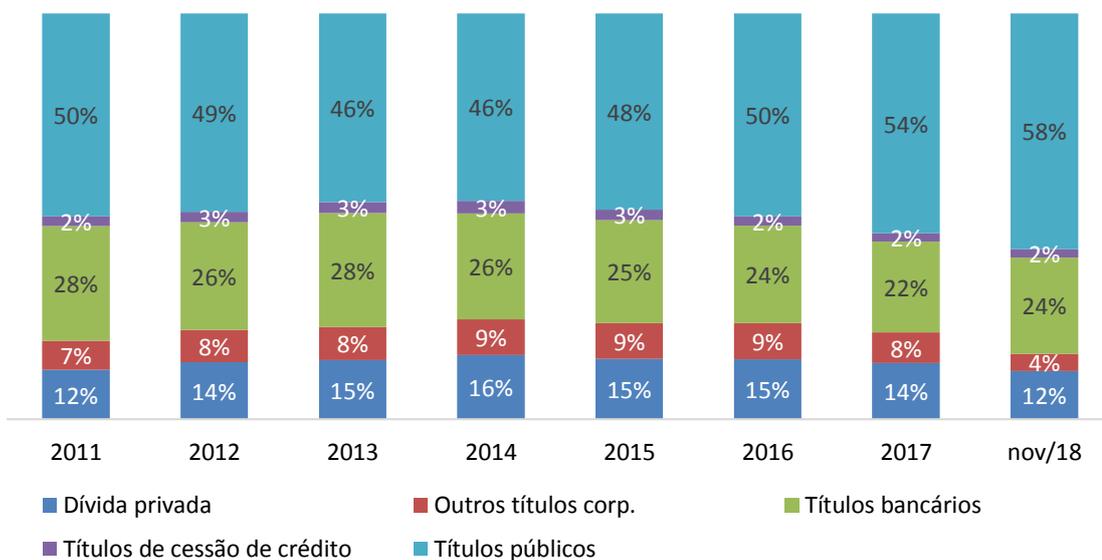
Títulos de cessão de crédito: CDCA, CCB, CCCB, CCE, *export notes*, NCE, CCI e letras hipotecárias.

Fonte: ANBIMA. Boletim do Mercado de Capitais (dez/2018).

Elaboração própria.

Por meio do Gráfico 19 pode-se perceber que o aumento da participação dos títulos públicos no mercado de renda fixa foi acompanhado de uma retração da fatia de mercado da oferta de títulos bancários, que caíram de 28% do estoque total em 2011 para 24% em novembro de 2018. Houve recuo também na parcela representada pelos outros títulos emitidos por companhias que não são objeto deste trabalho (chamados de “outros títulos corporativos” no gráfico), provavelmente atribuído à inviabilização de emissão de novas debêntures por parte de empresas de arrendamento mercantil com a edição da Resolução CMN nº 4.527/16. A parcela referente aos títulos de dívida privada experimentou incremento entre 2011 e 2014, tendo atingido 16% do estoque total. Entretanto, a aceleração da trajetória de crescimento da dívida pública a partir de 2014 (taxa anual média de 14%) terminou por reduzir também a participação dos títulos de dívida privada no estoque.

Gráfico 19 – Participação no mercado de renda fixa (estoque) (2011-nov/2018)

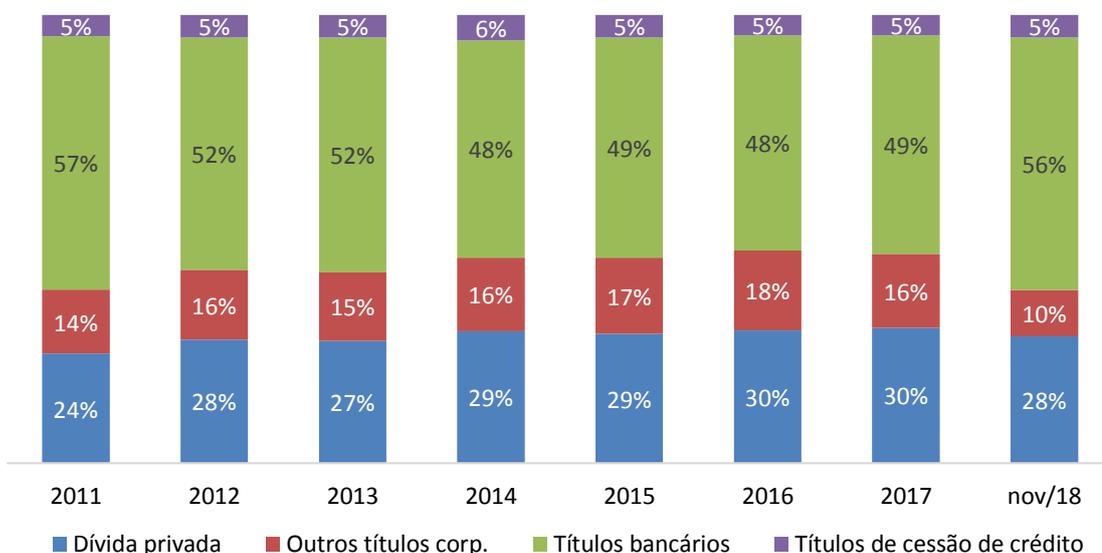


Fonte: ANBIMA. Boletim do Mercado de Capitais (dez/2018).

Elaboração própria.

Considerando-se apenas o universo de títulos de renda fixa lançados por entes privados, a participação das debêntures, notas promissórias, CRI e CRA manteve-se em 28% do estoque total em 2018, acima dos 24% apurados em 2011 (Gráfico 20). Os títulos bancários (CDB, RDB, letras financeiras etc.) ampliaram sua participação em 2018, provavelmente por conta de alteração de preferência dos investidores devido à tensão pré-eleitoral, sendo preciso examinar com maior detalhe a demanda por esses papéis para confirmar a hipótese.

Gráfico 20 – Participação no estoque de títulos de renda fixa emitidos pelo setor privado (2011-nov/2018)



Fonte: ANBIMA. Boletim do Mercado de Capitais (dez/2018).

Elaboração própria.

Como visto no gráfico anterior, os produtos bancários concorrem fortemente com os instrumentos de renda fixa corporativa em função da relação risco-retorno oferecida, principalmente pela preferência dos investidores individuais, e canais de distribuição. A remuneração competitiva, isenção de imposto de renda dos rendimentos de determinados títulos e, em particular, a garantia oferecida pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC representam um conjunto de atributos que tornam a relação risco-retorno tão ou mais atrativa que produtos equivalentes e disponíveis no mercado de capitais, em vários casos. Para ilustrar essa situação, são mostrados na tabela a seguir alguns títulos disponíveis para compra em junho de 2018.

Tabela 7 – Comparativo de instrumentos de renda fixa²⁶

Título	Emissor	Prazo (dias)	Rentabilidade	Rating	Aplicação mínima (R\$)	Garantia	Incidência de IR
Títulos bancários							
CDB 1	Banco	1095	102% CDI	AAA	1.000,00	FGC	S
CDB 2	Banco	1815	120% CDI	BB-	1.000,00	FGC	S
LC 1	Financeira	1815	127% CDI	BB+	1.000,00	FGC	S
LC 2	Financeira	1085	120% CDI	AA	15.000,00	FGC	S
LCI 1	Financeira	1460	IPCA + 4,35%	-	1.000,00	FGC	N
Valores mobiliários de dívida corporativa não financeira							
Debênture 1	Cia. Fechada	793	110% CDI	AAA	1.000,00	-	S
CRI 1	Securitizadora ²⁷	1815	99% CDI	AAA	1.000,00	-	N
CRA 1	Cia. Fechada	1358	95% CDI	AA+	1.000,00	-	N
CRA 2	Cia. Fechada	851	105% CDI	A+	1.000,00	Penhor	N
Debênture 2	Cia. Aberta	770	CDI + 1,55%	A+	1.000,00	-	S
Debênture 3	Cia. Aberta	1500	IPCA + 5,2% ²⁸	AA	1.000,00	-	N

É possível observar pela tabela que para classificações de risco (*rating*) semelhantes, as opções oferecidas pelo mercado bancário (CDB, LC e LCI) prometem rentabilidades iguais ou superiores aos valores mobiliários de dívida privada mostrados (CRI e debêntures), contando ainda com a garantia do FGC.

Além da relação risco-retorno competitiva, os instrumentos bancários de captação são ofertados de forma mais ampla e diversa pelos intermediários. A Tabela 8 lista a quantidade de produtos disponíveis para aplicação nos portais de duas corretoras de grande porte em junho de 2018.

²⁶ Taxas e características dos CDBs, LCs e LCIs, CRIs e CRAs oferecidos por intermediários em 07.06.2018. Rentabilidades das debêntures baseada no preço de fechamento do papel no mercado secundário em 06.06.2018 (fonte: www.debentures.com.br). Os dados da CRI apresentada provêm de material publicitário de oferta pública primária.

²⁷ A devedora final é uma companhia aberta.

²⁸ Rentabilidade aproximada e baseada no preço de fechamento do papel no mercado secundário em 06.06.2018.

Tabela 8 – Produtos bancários e valores mobiliários oferecidos online

Produto	Emissões disponíveis para investimento online ²⁹	
	Corretora 1	Corretora 2
CDB	93	189
LC	15	69
LCA	18	22
LCI	2	-
Total de produtos bancários	128	280
CRI	4	-
CRA	12	-
Debêntures	9	3
COE	-	2
Total de valores mobiliários de dívida privada não financeira	25	5

A questão da disponibilidade do produto para aplicação por meio de portal de Internet é relevante porque oferece comodidade ao investidor. Por exemplo, no caso das debêntures, devido à reduzida oferta em plataformas eletrônicas (como se vê na tabela anterior) o investidor interessado em outros papéis precisa contatar o agente autônomo ou corretor para realizar operações em bolsa ou balcão, o que não apenas demanda maior esforço como também gera possíveis dúvidas quanto à transparência de preços e custos de transação.

f) Liquidez do mercado secundário

Existem diversos modos de analisar a liquidez de mercados financeiros. Segundo estudo do Fundo Monetário Internacional de 2002³⁰, a liquidez possui cinco dimensões:

- I. Custos de transação: podem ser refletidos pela diferença entre preços de compra e venda (*bid-ask spread*).
- II. Urgência: rapidez com que as ordens são executadas e compensadas.
- III. Profundidade: presença de grande quantidade de ordens de compra e venda em torno da cotação de mercado.
- IV. Alcance: existência de grande número de ordens envolvendo volume significativo sem afetar o preço de mercado.
- V. Resiliência: novas ordens tendem a corrigir eventuais desequilíbrios existentes no livro de ofertas.

²⁹ Em 08.06.2018

³⁰ Sarr, A. e Lybek, T., 2002. Measuring Liquidity in Financial Markets. IMF Working Paper WP/02/232.

Tendo em vista os dados disponíveis publicamente e o caráter macro do presente estudo, abordamos de forma quantitativa somente a profundidade do mercado secundário de debêntures, por ser o principal valor mobiliário de dívida privada no Brasil. Todavia, é importante investigar mais profundamente em trabalhos futuros esta e as outras dimensões da liquidez devido à sua influência na precificação dos ativos, i.e., os investidores tendem a exigir o chamado prêmio de liquidez em papéis menos líquidos para efetuarem aplicações, segundo apurado na literatura científica internacional³¹ e com algumas evidências no mercado brasileiro de debêntures³². Dessa forma, os títulos de dívida privada domésticos perdem atratividade frente a outras alternativas mais líquidas, como os títulos públicos.

Uma medida de liquidez de simples apuração é o número de negócios diários por papel. O índice foi estimado para o mercado brasileiro de debêntures³³ entre janeiro de 2017 e maio de 2018, obtendo-se média e mediana de 0,4 e 0,1 operação por dia e por título³⁴, respectivamente. A título de comparação com o mercado israelense de dívida privada, provavelmente o mais líquido do mundo, seus valores de média e mediana são 10,4 e 32,0 negociações diárias de janeiro de 2009 a maio de 2010 (únicos dados disponíveis)³⁵. É possível que os índices atuais da bolsa de Israel sejam maiores devido ao crescimento econômico do país ocorrido desde então. O Gráfico 21 traz o comparativo do percentual de títulos divididos por faixas de quantidades diárias médias de transações por debênture. Assim, 96% das debêntures brasileiras tiveram de zero (inclusive) a quatro (exclusive) negócios diários em média entre janeiro de 2017 a maio de 2018, enquanto 27% dos títulos de Israel tiveram a mesma frequência de operações entre janeiro de 2009 a maio de 2010. Enquanto quase não se observam papéis brasileiros nas faixas de maiores quantidades de negócios por dia, os títulos israelenses estão relativamente distribuídos entre os intervalos. Por exemplo, 11% dos ativos chegaram a ter entre 64 a 128 transações diárias. O mercado de renda fixa corporativa de Israel é analisado em detalhe no segundo capítulo deste trabalho.

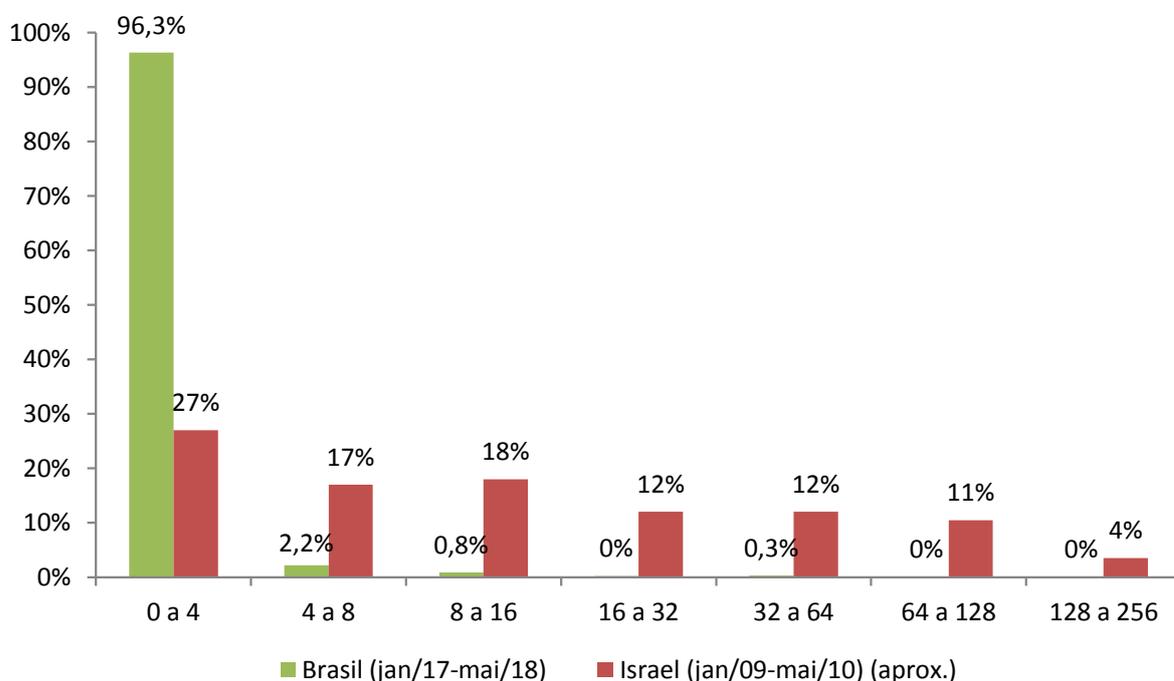
³¹ Um dos trabalhos clássicos sobre o tema é Amihud, Y. e Mendelson, H., 1991. Liquidity, Maturity, and the Yields on US Treasury Securities. *The Journal of Finance*, 46(4), 1411-1425.

³² Um artigo de 2010 concluiu que o prêmio de liquidez no mercado secundário de debêntures variava de 8 a 30 pontos básicos, enquanto outro estudo sugeriu que o risco de liquidez não era relevante para compor as expectativas dos investidores no mesmo mercado. Vide Gonçalves, P.E. e Sheng, H.H. 2010. O Apreçamento do Spread de Liquidez no Mercado Secundário de Debêntures. *Revista de Administração (RAUSP)*, São Paulo, v.45, n.1, p.30-42 e Giacomoni, B.H. e Sheng, H.H., 2013. O Impacto da Liquidez nos Retornos Esperados das Debêntures Brasileiras. *Revista de Administração (RAUSP)*, São Paulo, v.48, n.1, p.80-97.

³³ As debêntures subscritas unicamente por instituições financeiras ou intermediárias participantes do consórcio de distribuição (analisadas anteriormente) foram excluídas do cálculo.

³⁴ É possível que os índices estejam superestimados porque incluem negócios denominados intragrupo, que são os celebrados entre instituições pertencentes ao mesmo conglomerado financeiro. As operações com debêntures emitidas por empresas de leasing foram eliminadas.

³⁵ Plotnick, D. e Gur-Gershgoren, G., 2011. Corporate Bond Market Liquidity in Israel at Heterogeneous Trade Sizes. Israel Securities Authority e Koret Milken Institute. No. 37.

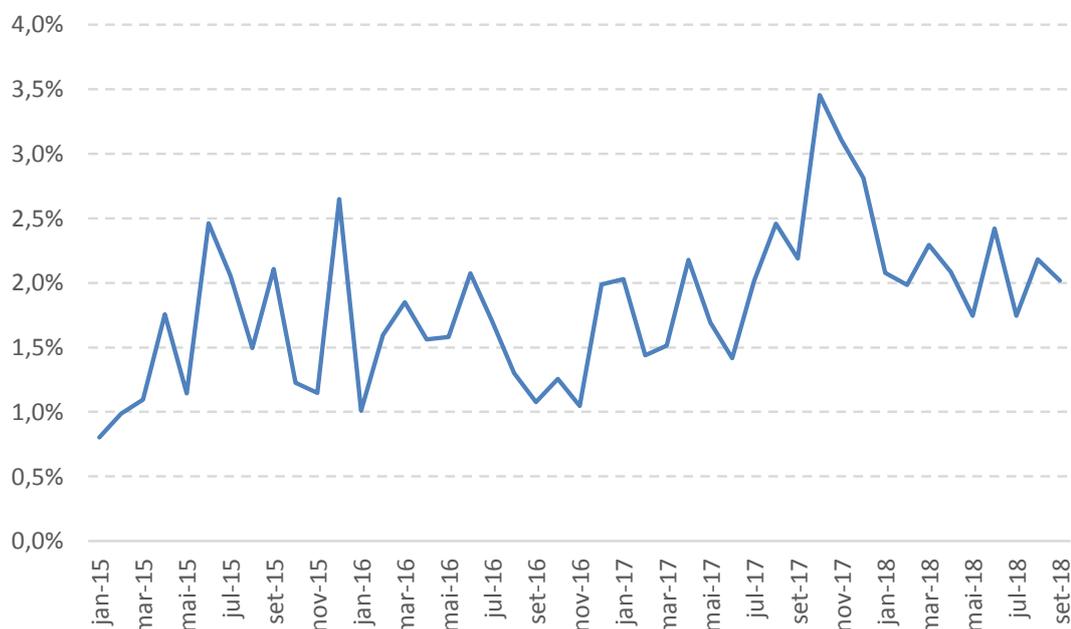
Gráfico 21 – Comparativo entre liquidez de debêntures nos mercados brasileiro e israelense³⁶

Apesar dos níveis ainda reduzidos de liquidez, é possível afirmar que o mercado brasileiro de debêntures tem se tornado mais líquido nos últimos anos. O Gráfico 22 mostra a evolução do giro mensal, i.e., a razão entre o volume total negociado e o estoque em circulação ao final de cada mês. Devido à presença de emissões de papéis que não se destinaram à distribuição por terem sido “encarteirados” por instituições financeiras como meio de concessão de crédito até o vencimento (fenômeno analisado anteriormente), foi necessário ajustar a base de dados do estoque e realizar estimativas para desconsiderar essas operações³⁷. Portanto, é necessária cautela ao interpretar os valores absolutos de giro aqui apresentados. Pelo gráfico observa-se que os valores de giro mensal oscilavam em torno do nível de 1,5% do estoque de debêntures em 2015 e 2016, enquanto flutuavam ao redor de 2,0% em 2017 até setembro de 2018. A Tabela 9 traz uma estimativa do giro médio anual³⁸ que corrobora o aumento do grau de liquidez.

³⁶ No eixo horizontal, todos os intervalos incluem o limite direito e excluem o esquerdo. Fonte dos dados referentes ao mercado israelense: *Idem*.

³⁷ Além disso, foram expurgados os dados relativos às debêntures emitidas por empresas de arrendamento mercantil e as negociações intragrupo (efetuadas entre instituições que pertencem ao mesmo conglomerado financeiro). A mesma metodologia de cálculo do giro foi adotada em Almeida, C.A. e Bazilio, J.K., 2015. Liquidez do Mercado Secundário de Debêntures: Dinâmica Recente, Fatores Determinantes e Iniciativas. Revista do BNDES. n. 4, 175-223.

³⁸ Calculado pela divisão do número total de negócios no ano pela média dos estoques dos últimos dias de cada mês.

Gráfico 22 – Giro médio mensal das debêntures (jan/15 a set/18)

Fonte: ANBIMA. Indicadores REUNE (2018) REUNE e portal www.debentures.com.br (REUNE, 2018)

Elaboração própria.

Tabela 9 – Estimativa do giro médio anual (2015-set/2018)

Ano	Giro médio anual
2015	19,0%
2016	18,0%
2017	26,7%
Set/2018	27,5%

Fonte: ANBIMA. Indicadores REUNE e portal www.debentures.com.br

Elaboração própria.

Ao estimar o giro médio diário a partir do valor médio anual da tabela anterior, dividindo-o por 252 dias/ano, obtém-se 0,11% como resultado, número significativamente inferior ao índice médio equivalente para o mercado norte-americano (0,35% diário em 2016) mostrado no Gráfico 24 (Capítulo II). A mediana do giro dos mil papéis mais negociados de dívida corporativa nos EUA atingiu 1% ao dia no mesmo ano³⁹.

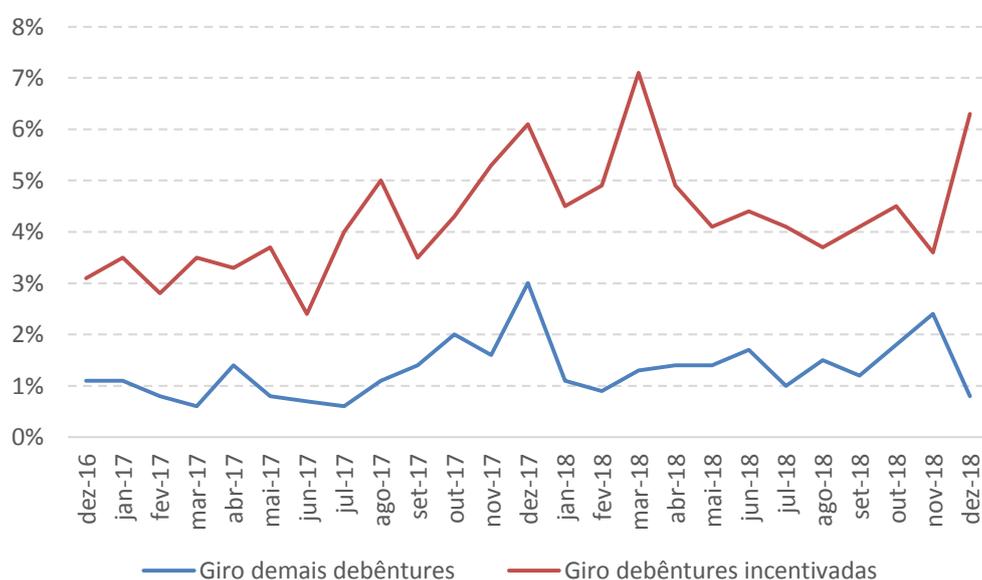
A liquidez das debêntures incentivadas é superior à das demais. Reproduzimos no Gráfico 23 dados comparativos de giro provenientes de boletim informativo do Ministério da Economia⁴⁰. Os valores de giro não são comparáveis aos dados anteriores porque a metodologia empregada no boletim incluiu as debêntures

³⁹ Mizrach, B. 2016. Analysis of Corporate Bond Liquidity. FINRA Office of the Chief Economist Research Note.

⁴⁰ Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência – SEPRAC. Ministério da Economia. Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas. 61ª Edição. Dezembro de 2018.

não distribuídas no estoque (denominador). É possível constatar que as debêntures incentivadas foram mais negociadas, em relação ao seu estoque, que os papéis sem o benefício fiscal em todos os meses contidos no intervalo entre dezembro de 2016 e dezembro de 2018. Os papéis incentivados foram responsáveis por 70% do volume total negociado no período. O maior grau de liquidez das debêntures incentivadas aparenta corroborar o senso comum⁴¹, que assume a existência de correlação com uma maior diversidade da base de investidores do ativo, representada nesse caso pela maior presença de investidores não residentes e pessoas naturais.

Gráfico 23 – Comparativo de giro mensal de debêntures incentivadas e demais (dez/16 a dez/18)



Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas do SEPRAC. Ministério da Economia. 61ª Edição, dez/18. (SEPRAC, 2018)

Elaboração própria.

As análises deste capítulo demonstraram que, apesar de as companhias brasileiras hoje ainda buscarem recursos majoritariamente por meio de crédito bancário, o mercado de capitais, em particular seu segmento de dívida privada, tem sido mais acessado em 2017 e 2018. Além da perspectiva de continuidade dessa tendência positiva nos próximos anos por conta da melhoria do ambiente macroeconômico brasileiro, manutenção da taxa SELIC em nível reduzido e a consolidação do emprego da Taxa de Longo Prazo (TLP) para remunerar o crédito direcionado, é possível impulsionar o desenvolvimento do mercado em vários aspectos.

O aperfeiçoamento das condições domésticas para emissões de dívida em termos de custo e agilidade pode acarretar no maior direcionamento de ofertas de títulos de companhias de grande porte para o mercado brasileiro em vez do exterior. As pequenas e médias empresas, por sua vez, também podem se beneficiar dos instrumentos de dívida para captar recursos caso haja maior facilidade de acesso ao mercado.

⁴¹ Apesar de não terem sido encontradas evidências no mercado brasileiro de debêntures, existem estudos sobre mercados acionários mundiais. Por exemplo, Francisco (2010) concluiu que a dispersão acionária seria uma variável explicativa (e diretamente proporcional) de liquidez.

Do lado da demanda, os levantamentos anteriores apontaram a existência de uma gama de potenciais investidores capazes de aumentar sua participação em ofertas primárias e na negociação de papéis de dívida privada, como seguradoras, fundos de pensão e outras entidades de previdência privada, além de investidores pessoas naturais. Apesar da complexidade do tema, a harmonização da tributação incidente sobre os valores mobiliários, títulos públicos e produtos bancários é um objetivo desejável para tratar os desequilíbrios ora existentes nas relações risco-retorno e, conseqüentemente, aumentar o volume de aplicações em instrumentos de dívida privada.

Por fim, e na linha dos pontos anteriores, um universo de investidores mais diversificado pode contribuir para o aumento do grau de liquidez do mercado secundário, tendência também observada nos últimos anos.

II – Comparativo Internacional

O mercado nos Estados Unidos

O mercado de títulos norte-americano é bastante diversificado tanto em termos de emissores como de tipos e características dos papéis disponíveis para investimento⁴². Além do tesouro federal, os estados, cidades, condados e outras esferas governamentais captam recursos por meio de instrumentos de renda fixa⁴³ acessíveis ao investidor de varejo. Existem também os papéis emitidos pelas agências governamentais e pelas empresas apoiadas pelo governo central⁴⁴. Pelo lado privado, além dos títulos de dívida emitidos pelas firmas, o investidor americano também pode buscar remuneração fixa por meio de ações preferenciais⁴⁵, fundos de índices (ETFs), títulos cobertos por colaterais, títulos ligados a eventos, fundos de investimento em renda fixa e outros valores mobiliários. Os instrumentos podem prever remuneração fixa, variável⁴⁶, com diferentes periodicidades de pagamento, garantias, espécies e outras características⁴⁷. Como no Brasil, alguns tipos de papéis não são sujeitos à incidência de imposto de renda, como é o caso dos *municipals*.

Segundo a SIFMA⁴⁸, em 2017 foram captados USD 224 bilhões por meio de *equity* e USD 2,4 trilhões sob a forma de dívida corporativa, o que demonstra a importância do mercado de títulos para a captação de recursos nos EUA. Os títulos de dívida não conversíveis de empresas representaram a maior parte das emissões no ano e totalizaram USD 1,6 trilhão.

A composição das emissões de dívida e do estoque existente de títulos nos Estados Unidos em 2017 e sua evolução estão mostradas nas figuras a seguir. Pode-se observar que o mercado de dívida americano experimentou crescimento significativo desde o final dos anos 90, tanto em termos de fluxo como de estoque. Com a eclosão da crise financeira em 2008, houve forte redução das captações pelas empresas por meio de dívida (revertida em 2010), além do crescimento das emissões de títulos do tesouro americano (*quantitative easing*). O montante total de títulos de renda fixa norte-americanos existentes representava 39% do somatório mundial em 2017⁴⁹.

⁴² Para maiores detalhes dos diferentes títulos existentes nos EUA, vide FINRA. 2013. Smart Bond Investing. Disponível em <https://www.finra.org/sites/default/files/InvestorDocument/p125843.pdf>

⁴³ Os chamados *municipal bonds* (títulos municipais).

⁴⁴ Os exemplos mais notáveis de empresas apoiadas pelo governo são *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, as quais eram companhias privadas e foram nacionalizadas durante a crise de 2008. Os papéis de outras empresas dessa modalidade não contam com garantia governamental.

⁴⁵ As ações preferenciais americanas possuem características híbridas de renda fixa e variável, pois normalmente oferecem pagamentos regulares de dividendos enquanto são listadas em bolsa e podem oferecer ganhos de capital decorrentes do desempenho da companhia emissora.

⁴⁶ Alguns papéis pagam taxas de juros escalonadas ao longo da vigência e outros permitem o desmembramento e a negociação dos cupons de juros separadamente do principal no mercado secundário.

⁴⁷ Os títulos de renda fixa podem conter características especiais chamadas *sweeteners*. Um exemplo é a cobertura oferecida por seguradora que garante o pagamento do papel em caso de *default* do emissor.

⁴⁸ A SIFMA (www.sifma.org) é a associação que representa corretoras, bancos e gestores de recursos norte-americanos. Fonte: SIFMA Fact Book 2018.

⁴⁹ SIFMA. 2018 Fact Book.

Figura 1 – Evolução da composição das emissões de dívida pública e privada nos EUA⁵⁰

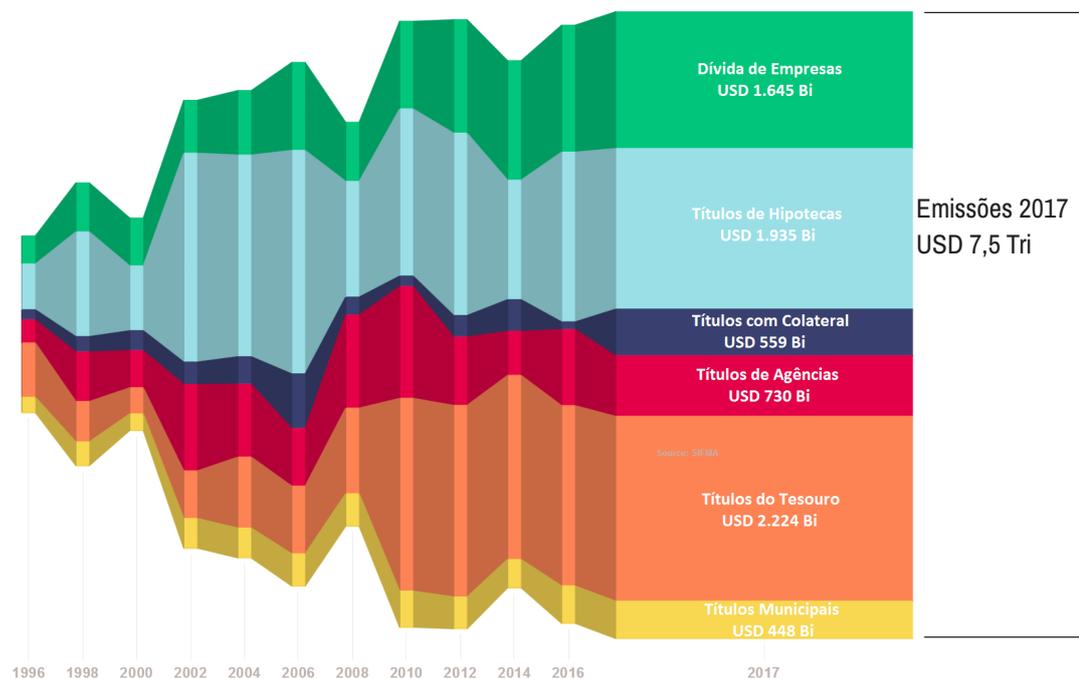
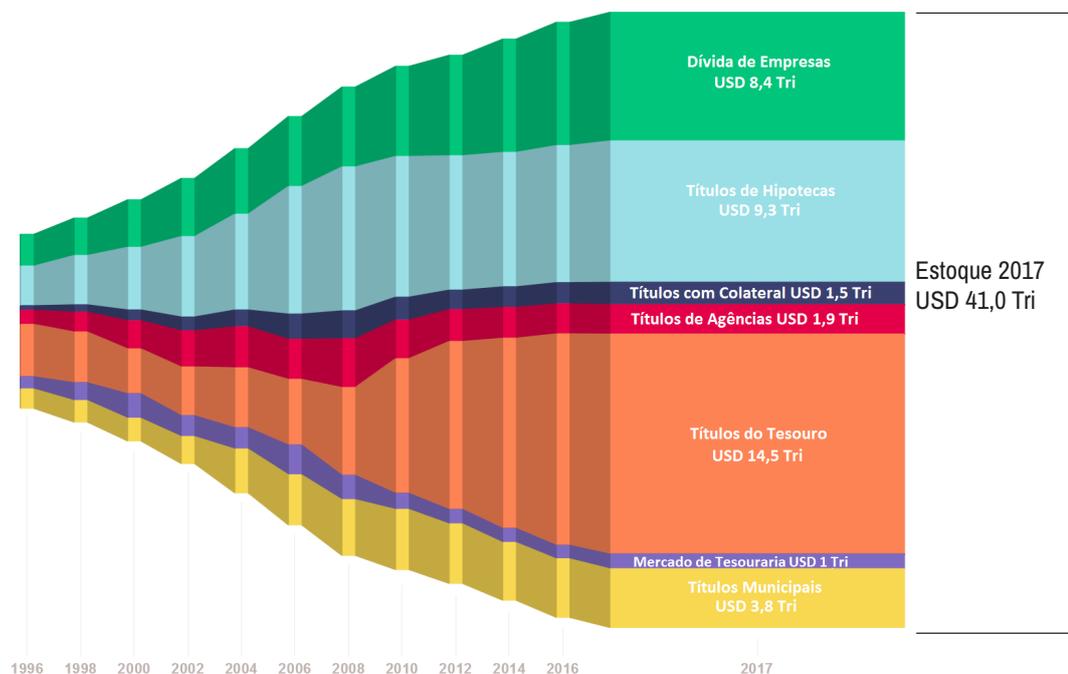


Figura 2 – Evolução da composição do estoque existente de dívida nos EUA⁵¹



⁵⁰ Fonte: portal da SIFMA (<https://www.sifma.org/resources/research/bond-chart/>).

⁵¹ Fonte: portal da SIFMA (<https://www.sifma.org/resources/research/bond-chart/>).

O crescente volume de emissões e estoque trazem preocupações relacionadas ao nível de liquidez atual do mercado de renda fixa corporativa⁵². Antes da crise de 2008, as instituições bancárias mantinham posições significativas de títulos e atuavam como formadores de mercado, fornecendo liquidez na falta de compradores ou vendedores. Entretanto, com a eclosão da crise financeira, as consequentes exigências regulatórias (e.g., a *Volcker Rule* de 2010) reduziram a capacidade dos bancos e outros formadores de mercado de tomar risco e, em resposta, estes diminuíram seus estoques de títulos em 75% desde então até 2015⁵³.

Os investidores institucionais, incluindo seguradoras e até alguns investidores profissionais, passaram a adotar instrumentos de gerenciamento de risco (como o VaR) que resultam em estratégias de investimento semelhantes, ou seja, que atuam na mesma direção. Com os juros dos títulos públicos em níveis historicamente baixos, os investidores individuais, por sua vez, começaram a buscar maior rendimento na dívida de empresas, incluindo de países emergentes. De 2006 a 2014, os fundos de investimento voltados ao investidor de varejo e os fundos de índices aumentaram sua participação no mercado de títulos americanos de alto rendimento de 15% para 24%. Esses fatores ajudam a explicar a maior frequência de vendas em massa (*sell-off*), simultaneamente de títulos e de ações, ocorridas nos EUA desde 2013⁵⁴, ocasiões em que os *spreads* de compra e venda aumentaram significativamente devido à falta de liquidez provocada pela concentração de ordens de venda e que gerou maior volatilidade momentânea de preços.

Apesar de o mercado de renda fixa dos EUA estar em estágio maduro, o investidor de varejo norte-americano ainda investe pouco de forma direta em instrumentos de dívida. Ao final de 2017, do total de ativos financeiros (USD 80,4 trilhões) detidos direta e indiretamente pelas famílias⁵⁵ dos EUA, apenas 5% estão investidos diretamente em títulos de dívida, incluindo papéis municipais, de agências e do Tesouro. Os títulos de dívida corporativa emitidos por empresas americanas e estrangeiras representam somente 0,6% do referido total⁵⁶. A título de comparação, 22% dos ativos financeiros das famílias e organizações sem fins lucrativos americanos estão investidos em ações, fundos fechados e fundos imobiliários (*REIT*), 11% em cotas de fundos de investimento (*mutual funds*) e 14% em participações acionárias em empresas de menor porte.

Uma característica interessante do mercado americano é a presença de companhias que emitiram dívida publicamente antes de realizar oferta pública de ações, ou sem tê-la efetuado (em inglês, *IPDO*⁵⁷). Um estudo de 2018⁵⁸ reuniu uma amostra de 635 empresas nessa situação que captaram publicamente USD 88 bilhões por meio de instrumentos de dívida entre 1987 e 2016. Essa quantidade de empresas não é desprezível

⁵² Não há consenso quanto às métricas mais adequadas para aferir liquidez. A IOSCO, organização mundial que reúne as comissões de valores mobiliários de mais de 115 jurisdições, informa não ter encontrado “uma métrica única capaz de servir como medida confiável de liquidez” (IOSCO. 2016. Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets). Exemplos de índices utilizados são: *turnover ratio* (percentual do estoque médio que é negociado anualmente), lote médio transacionado, velocidade de execução de ordens e *spread* entre ofertas de compra e venda.

⁵³ Peebles, D. e Shah, A. 2016. *Playing With Fire: The Bond Liquidity Crunch and What to Do about It*. Alliance-Bernstein.

⁵⁴ Como exemplos, o *Taper tantrum* de 2013 e a venda em massa ocorrida na primavera de 2015.

⁵⁵ Inclui fundos de *hedge*, fundos de participações e organizações sem fins lucrativos.

⁵⁶ “Financial Accounts of the United States”. Fourth Quarter 2017. Board of Governors of the Federal Reserve System (<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20180308/z1.pdf>)

⁵⁷ *Initial Public Debt Offering*, ou oferta pública inicial de dívida.

⁵⁸ Glushkov, D., Khorana, A, Rau, P. R. e Zhang, J. 2018. *Why Do Firms Go Public Through Debt Instead of Equity?* (Glushkov *et al.*, 2018)

(21%) frente ao número de companhias dos mesmos ramos de negócio que realizaram oferta pública inicial de ações no período (2.963).

Além disso, o volume médio levantado por oferta inicial de dívida (USD 264 milhões) foi maior do que por meio de ações (USD 49 milhões). Os pesquisadores concluíram que as empresas que realizaram *IPDO* antes sofreram menor desconto no preço de suas ações, quando efetuaram posteriormente uma oferta pública inicial de ações (i.e., a valorização das cotações no primeiro dia de negociação pós-*IPO* foi inferior), em comparação àquelas que efetivaram um *IPO* primeiro. Em outras palavras, houve menor transferência de valor dos acionistas pré-*IPO* para os adquirentes. Além disso, companhias com acionistas investidores como fundos de investimento em empresas emergentes (*venture capital*) ou em participações (*private equity*) são mais propensas a emitir dívida primeiro, provavelmente devido à maior inclinação a manter o controle acionário.

O mercado de dívida corporativa nos EUA apresenta as seguintes características que explicam seu grau inferior de liquidez e menor participação do investidor individual, em relação ao mercado de ações⁵⁹:

- Produtos não padronizados.
- Ainda baseado em negociações proprietárias e com envolvimento do capital próprio dos formadores de mercado⁶⁰.
- Valores elevados de negociação⁶¹.
- Pouca presença de transações originadas por algoritmos.
- Identidade da contraparte adquire relevância devido à falta de liquidez diária de alguns instrumentos.
- Negociações de preços entre compradores e vendedores diretamente ou por meio de corretoras em vez de entradas em livro de ofertas.

Por conseguinte, o mercado de renda fixa é caracterizado pela grande variedade de instrumentos negociados por poucos participantes, em contraste com o mercado acionário, no qual uma grande quantidade de agentes transaciona frequentemente poucos tipos de produtos⁶².

A liquidez do mercado americano de títulos de dívida corporativa é concentrada. Por exemplo, vinte e cinco clientes responderam por metade do volume de papéis com grau de investimento negociado por um intermediário de grande porte em 2017 e 101 clientes transacionaram 75% do mesmo total. No mercado americano, os dez maiores intermediários são responsáveis por mais de 80% do volume transacionado.

⁵⁹ Apresentação de Theisen, S. perante o FIMSAC em 11.01.2018. *Developments in Credit Market Liquidity*.

⁶⁰ A proporção de negociações com intervalo superior a cinco dias entre as execuções da ordem e da contraordem pelos formadores de mercado diminuiu de 47% do total das transações em bloco realizadas em 2010, para 36% em 2015. Os formadores de mercado tendem a trabalhar cada vez mais com ordens casadas em curto espaço de tempo. Fonte: Meli, J. e Gupta, S. 2016. *Barclays – Behavior Modification*. Barclays Credit Research.

⁶¹ Valor médio de um negócio envolvendo ações: USD 20,000. Valor médio de uma transação de títulos: USD 1,8 milhão. Fonte: *Ibid*.

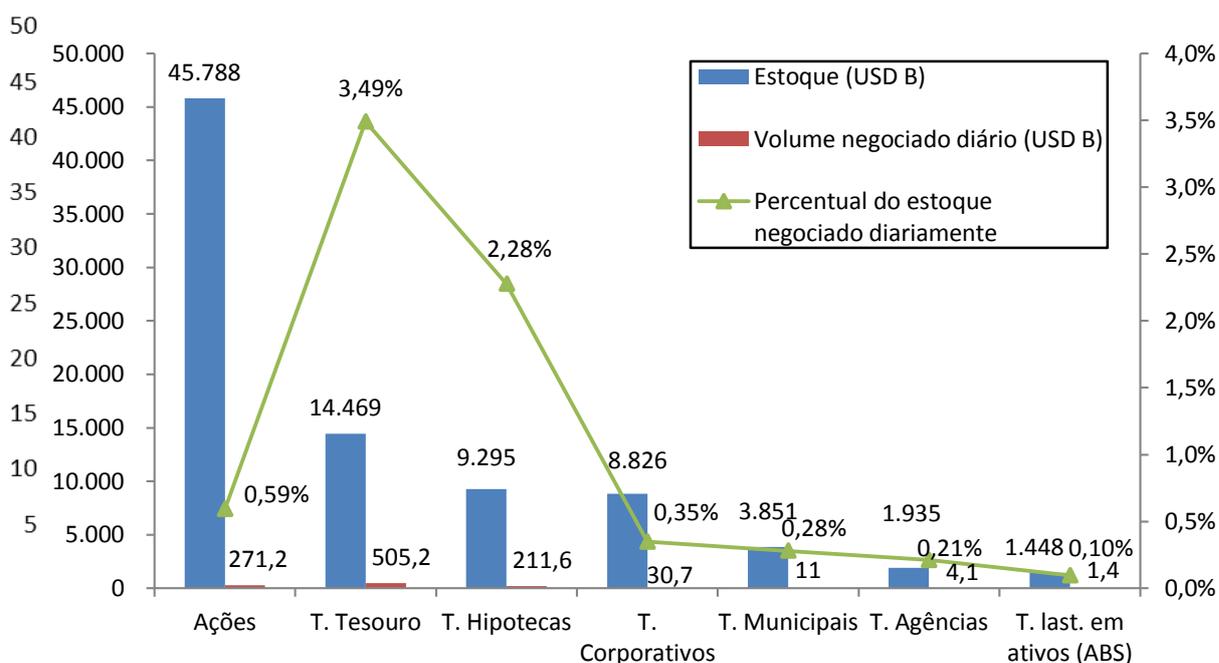
⁶² A título de comparação, uma típica ação líquida do S&P 500 apresenta 60.000 negociações diárias enquanto um título de empresa com grau de investimento líquido é transacionado em média 23 vezes ao dia. Fonte: *Ibid*.

Como afirmado anteriormente, os eventos de falta de liquidez e consequente estresse de mercado são mais prováveis quando poucos participantes com estratégias de investimento semelhantes dominam o ambiente de negociação. A liquidez também se concentra nos títulos emitidos mais recentemente, sobretudo no período de zero a dois anos após a distribuição, enquanto as maiores emissões tendem a ser mais transacionadas não só em volume como também em termos de quantidade de dias de negociação.

O gráfico a seguir mostra os estoques de instrumentos de renda fixa e ações americanas em 2017, além da média diária dos volumes negociados no mesmo ano e os percentuais correspondentes dos estoques. Pode-se observar que os três tipos de ativos com estoques maiores que o dos papéis corporativos, (os títulos do Tesouro americano, bem como aqueles lastreados em hipotecas e as ações), são também mais transacionados em termos percentuais. Esse indicativo de maior liquidez provavelmente é devido ao grau mais elevado de padronização dos três ativos anteriores e a decorrente digitalização das transações envolvendo-os, em relação aos títulos de dívida de empresas.

Nota-se também que os títulos corporativos são comparáveis em termos de estoque aos outros dois instrumentos mais negociados de renda fixa, enquanto sua liquidez diária está no mesmo nível (0,3% do estoque) dos papéis de menor expressão (títulos municipais, emitidos por agências e lastreados em ativos). Isto reforça a preocupação com a liquidez dos papéis de dívida de empresas como também denota o potencial de incremento de seu volume transacionado.

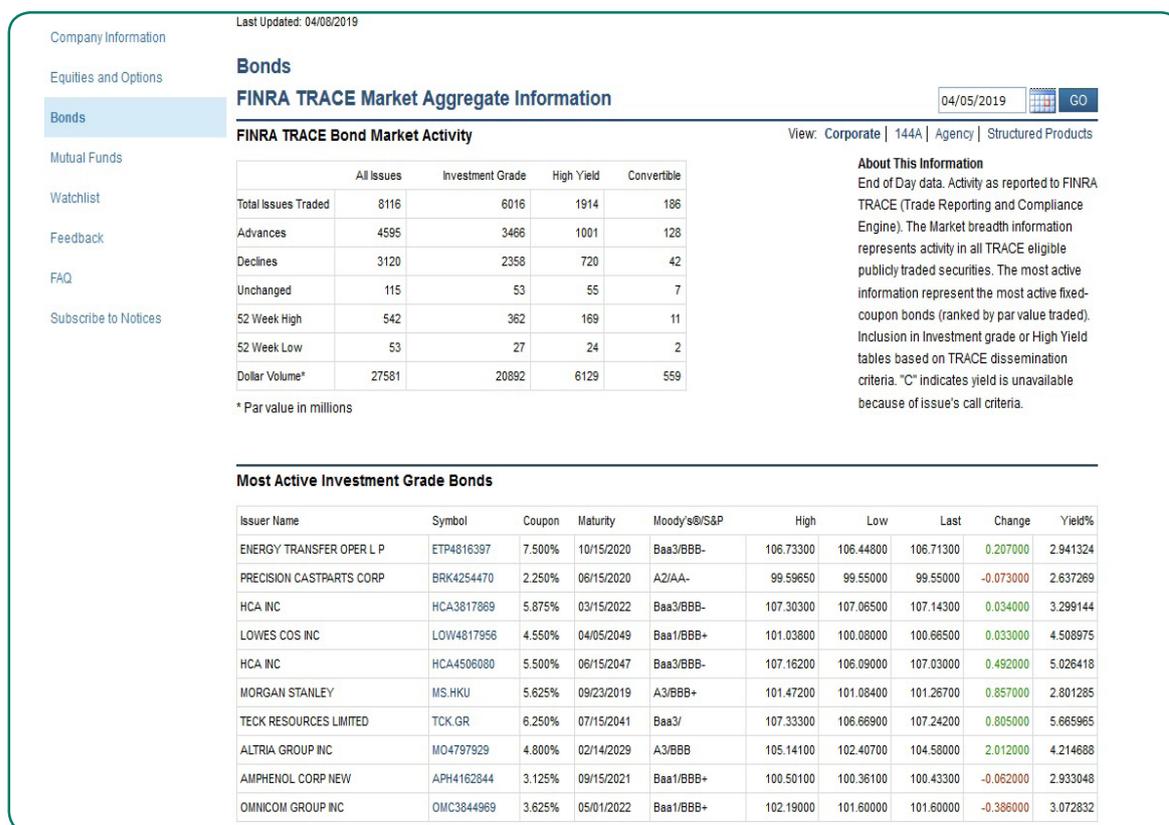
Gráfico 24 – Volumes de estoque e transações diárias (em média) de títulos de renda fixa e ações nos EUA em 2017⁶³



⁶³ SIFMA. 2018. *Op. cit.* e análise CVM.

As informações de negócios realizados com os títulos de dívida corporativa são disponibilizadas pela plataforma TRACE⁶⁴, lançada em 2002 pela FINRA⁶⁵. Todas as corretoras reguladas pela FINRA são obrigadas a reportar ao sistema os dados de negociação com papéis corporativos, o que permite ao investidor consultar (mediante pagamento) informações históricas e em tempo real de transações habitualmente conduzidas em mercado de balcão. Em sua versão acadêmica introduzida em 2017, o TRACE fornece dados de negócios individuais de forma não identificada e com atraso de 18 meses, unicamente para fins de pesquisa científica. A plataforma é largamente utilizada como fonte de dados para estudos sobre liquidez, *spreads* e outras características de negócios realizados no mercado de renda fixa americano.

Figura 3 – Tela com informações consolidadas do sistema TRACE⁶⁶



Uma tendência relevante do mercado americano de títulos é o crescimento do volume de recursos administrados por fundos passivos⁶⁷. A parcela de títulos americanos de alto rendimento, detidos por fundos mútuos e fundos de índices, que se encontrava alocada em veículos passivos aumentou de 5% em 2009 para 12% em 2016. Em relação a papéis com grau de investimento e títulos públicos, 35 a 40% desses instrumentos gerenciados pelos mesmos fundos estavam empregados em estratégias passivas em 2016, o que sugere um incremento potencial futuro para o caso da dívida de alto rendimento. Como o gerenciamento passivo envolve menor giro dos ativos investidos, a tendência de crescimento da estratégia passiva acarreta em uma redução da liquidez geral do mercado, porém o impacto correspondente não é facilmente mensurável.

⁶⁴ Trade Reporting and Compliance Engine.

⁶⁵ Financial Industry Regulatory Authority, autorregulador norte-americano que reúne 3.700 corretoras e mais de 500.000 agentes, corretores e representantes.

⁶⁶ <http://finra-markets.morningstar.com/BondCenter/TRACEMarketAggregateStats.jsp>

⁶⁷ Fonte: Meli, J. e Gross, E. 2017. Barclays – Passive Aggression. Barclays Credit Research.

Atuação da SEC

No tocante à educação do investidor, a SEC oferece um boletim informativo⁶⁸ com informações sobre os títulos de dívida corporativa. O boletim explica o que é o produto, os principais tipos de títulos existentes, as consequências de eventual *default* do emissor, a terminologia associada e os principais riscos (de crédito, taxa de juros, liquidez, inflação e de sofrer *call*). O documento também descreve como os investidores podem reduzir esses riscos e buscar informações para subsidiar sua decisão de investimento (prospecto, relatórios periódicos, preços históricos e pesquisa sobre corretoras).

Em novembro de 2017⁶⁹, a SEC instituiu o *Fixed Income Market Structure Advisory Committee*⁷⁰ (FIMSAC) com o intuito de prover aconselhamento sobre eficiência e resiliência dos mercados de títulos de dívida corporativa e municipais, além de identificar oportunidades de melhorias regulatórias. O comitê é formado por 22 especialistas externos originários de autorreguladores, corretoras, emissores, instituições financeiras, plataformas de negociação, investidores institucionais e de varejo etc. Os membros do comitê possuem mandato renovável de dois anos.

O FIMSAC é formado por três subcomitês, que estudam (i) transparência de títulos de empresas; (ii) ETFs e fundos de renda fixa; e (iii) tecnologia e negociação eletrônica. Como resultado das reuniões realizadas no primeiro trimestre de 2018, o subcomitê de transparência propôs ao comitê um estudo piloto de um ano para testar o impacto de uma alteração de parâmetros de reporte para transações em bloco (*block trading*) de títulos de dívida corporativa de forma a aumentar a gama de negociações informadas em até 48 horas depois do fechamento. Espera-se que as informações adicionais sobre risco e mercado a serem disponibilizadas permitam aos formadores de mercado proverem maior liquidez. Além da transparência pós-negociação, o subcomitê também está encarregado de examinar o *framework* de informações disponíveis antes das transações, como informações de preço, e de que forma os mercados poderiam se beneficiar de uma coleta e disseminação coordenada de dados.

O subcomitê de ETFs e fundos de renda fixa é responsável por avaliar o impacto do crescimento desses produtos na liquidez, na precificação dos títulos de dívida e na capacidade de compreensão do investidor sobre os ativos. O grupo decidiu se concentrar em explorar as formas de classificação de produtos negociados em bolsa, além de estudar eventualmente tópicos como educação de investidores de varejo, o ecossistema dos ETFs, a proteção de investidores e a avaliação da liquidez dos fundos em cenários de estresse.

Vistos como alternativa aos títulos individuais e derivativos baseados em índices, os ETFs apresentam vantagens quanto à velocidade e simplicidade para efetuar operações, menores custos administrativos, facilidade de diversificação, além de precificação em tempo real mesmo quando o mercado dos títulos subjacentes está fechado ou em situação de estresse.

Dessa forma, esses ativos conseguem incorporar características positivas do mercado acionário à negociação de títulos de dívida reunidos em cestas. No entanto, apesar do crescimento dos volumes emitidos e negociados ocorrido nos últimos anos, os ETFs de títulos de dívida representavam menos de 1% do mercado

⁶⁸ SEC. 2013. Boletim de Investidor. What Are Corporate Bonds? (https://www.sec.gov/files/ib_corporatebonds.pdf)

⁶⁹ <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-209>

⁷⁰ <https://www.sec.gov/spotlight/fixed-income-advisory-committee>

mundial de renda fixa em 2017 (USD 730 bilhões de ativos gerenciados)⁷¹, sugerindo que ainda há espaço para a popularização do produto. O grupo de especialistas em renda fixa da Comissão Europeia acredita que um maior volume de ETFs transacionados em bolsa pode trazer benefícios em termos de transparência e resiliência de mercado, portanto recomendou uma revisão das normas e práticas de mercado para identificar eventuais obstáculos à expansão do mercado de ETFs.

Os ETFs começaram a ser negociados no mercado brasileiro em 2004, a partir do lançamento do fundo de índice PIBB11. Até 2018, todos os fundos de índices nacionais negociados em bolsa eram da modalidade renda variável. Em maio de 2018 a Secretaria do Tesouro Nacional, apoiada pelo programa ID ETF do Banco Mundial, publicou edital para seleção do gestor do Fundo de Índice de Renda Fixa, o qual reunirá uma cesta de títulos emitidos pelo Tesouro em igual proporção aos que integram o índice de referência IMA-B. O lote mínimo de negociação no mercado secundário será de uma cota, o que possibilitará aplicações de baixo valor, semelhantemente ao Tesouro Direto. O Fundo de Índice de Renda Fixa não será sujeito à incidência antecipada de imposto de renda (“come-cotas”), enquanto a alíquota aplicável será decrescente conforme o prazo médio de repactuação da carteira do fundo (PRC).

Assim, o investidor pagará imposto de acordo com o prazo de vencimento dos títulos que compõem o ETF em vez do período durante o qual ele deteve o ativo, o que representa um relativo benefício tributário. Em setembro de 2018, foi lançado para negociação na B3 um ETF baseado no contrato futuro de DI de três anos. Até o momento não há perspectiva de lançamento de ETFs de renda fixa referenciados exclusivamente em títulos privados.

O subcomitê de tecnologia e negociação eletrônica foi criado para estudar o impacto do crescimento das plataformas de transações eletrônicas e de outros meios digitais na liquidez, eficiência e resiliência dos mercados de renda fixa. O grupo está discutindo as melhores práticas para o padrão de operação de plataformas eletrônicas de negociação⁷². Em julho de 2018, o subcomitê publicou documento com breve diagnóstico sobre os tratamentos diferentes que a regulação atual confere para plataformas distintas e com recomendação preliminar de que SEC, FINRA e MSRB formem um grupo de trabalho para revisar o *framework* de supervisão dos ambientes eletrônicos de negociação de títulos emitidos por empresas e municípios⁷³.

⁷¹ Fonte: BlackRock. The Next Generation Bond Market. 2018.

⁷² Os nomes técnicos de tais plataformas são Alternative Trading Systems (ATS) ou Multilateral Trading Facility. As ATS oferecem ambientes de negociação que reúnem ordens de compra e venda de seus assinantes de modo semelhante às bolsas de valores, porém com a diferença de não imporem regras de conduta para os assinantes, além das normas de negociação estabelecidas. As ATS são reguladas nos EUA de forma similar a corretoras e por meio da Regulation ATS, surgida em 1998. O equivalente europeu das ATS é denominado Electronic Communication Network (ECN). Exemplos de ATS existentes são: Bloomberg, The Muni Center, KCG Bond point, Tradeweb, Ipreo e MarketAxess.

⁷³ Preliminary Recommendation for the SEC to Review the Framework for the Oversight of Electronic Trading Platforms for Corporate and Municipal Bonds.

Os Mini-bonds italianos

Os mini-bonds foram criados em 2012 na Itália com o objetivo de estimular o acesso ao mercado de capitais pelas pequenas e médias empresas (PMEs), sobretudo face à redução do crédito disponível decorrente do advento da crise das dívidas soberanas europeias. Sua criação tornou-se viável com a implementação de uma série de medidas que equipararam o regime legal das empresas fechadas ao das abertas, como: (i) remoção de todos os limites, anteriormente existentes no código civil italiano, de dívida contraível na forma de títulos em relação ao capital social; (ii) possibilidade de dedução de despesas com a colocação e de juros do imposto de renda por parte dos emissores; (iii) isenção de retenção, a título de imposto, dos juros e rendimentos financeiros pagos por companhias fechadas a determinados tipos de investidores; e (iv) possibilidade de investimento, securitização e estruturação dos mini-bonds. Particularmente as modificações tributárias (itens ii e iii) igualaram o tratamento dado aos juros dos mini-bonds aos pagamentos dos empréstimos bancários.

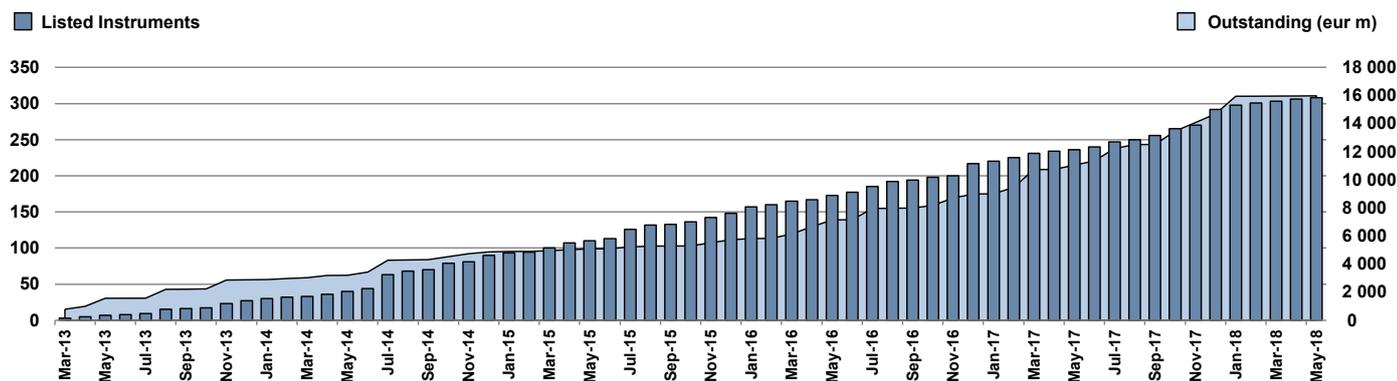
As principais características dos mini-bonds são:

- podem ser emitidos por companhias abertas ou fechadas com no mínimo 10 empregados e faturamento acima de um milhão de euros. Sua emissão não está restrita a PMEs;
- valor máximo da emissão de EUR 500 milhões;
- podem ser objeto de securitização;
- subscrição e negociação permitida apenas a investidores profissionais; e
- os títulos físicos podem ser escriturados posteriormente de forma eletrônica, com atribuição de código ISIN para negociação em ambientes organizados.

Os emissores de mini-bonds não estão sujeitos aos limites de emissão impostos às companhias de capital fechado pela legislação italiana, caso os títulos sejam negociados em mercados regulamentados, plataformas eletrônicas ou restritos a investidores profissionais. Tal como em emissões de maior porte, as companhias emissoras de mini-bonds são costumeiramente assessoradas por consultores (*advisors*) e coordenadores (*arrangers*) desde a análise de viabilidade e até a efetiva colocação dos papéis, levando o processo total em torno de cem dias⁷⁴.

A bolsa de valores Borsa Italiana (controlada pela London Stock Exchange Group) lançou em 2013 a plataforma eletrônica Extra MOT Pro, que consiste em mercado não regulamentado no qual apenas investidores profissionais negociam mini-bonds, títulos colateralizados (ABS), notas promissórias, *project bonds* e outros tipos de títulos. Após cinco anos de funcionamento, a plataforma hoje reúne 205 mini-bonds de 156 emissores. Apesar do crescimento experimentado e da quantidade expressiva de títulos existentes atualmente, há evidências de que a liquidez no referido ambiente é reduzida: os papéis mais líquidos são negociados em torno de seis vezes ao mês cada, com volume de 500 mil euros mensais cada. Em média 30 negócios com mini-bonds são fechados por mês na plataforma e que giram de 3 a 5 milhões de euros, ou seja, apenas 0,02% do estoque financeiro é negociado mensalmente. O Gráfico 25 mostra a evolução do mercado de mini-bonds transacionados na plataforma Extra MOT Pro desde o lançamento da última, em fevereiro de 2013.

⁷⁴ Premoli, G. e Tunesi, E. 2017. The Mini-Bond Market In Italy: Do Small Firms Raise Capital To Increase Investments Or To Refinance Debt?

Gráfico 25 – Evolução do mercado de mini-bonds negociados na Borsa Italiana – LSE (2013-2018)⁷⁵

Para a listagem na Extra MOT Pro, são exigidos: (i) demonstrações financeiras publicadas e nos últimos dois anos em GAAP da Itália ou IFRS, devendo a mais recente ser auditada; e (ii) prospecto ou documento de admissão de listagem⁷⁶. Não há necessidade de análise de documentação pelo regulador do mercado de capitais Consob. A despesa de listagem é fixa (2.500 euros) e não há taxas periódicas.

Foram realizadas 467 emissões de mini-bonds desde seu lançamento até dezembro de 2017, das quais 398 ofertas (85% do total) envolveram montantes inferiores a EUR 50 milhões. O produto tem sido utilizado como meio de captação de recursos para as PMEs: 238 das colocações (51% do total) tiveram volumes abaixo de 5 milhões de euros e 119 delas captaram menos de 2 milhões de euros cada. Ao final de 2017 o estoque dos papéis perfazia 17 bilhões de euros, dos quais 3 bilhões provinham de emissões realizadas por PMEs. O vencimento médio dos mini-bonds está entre cinco e seis anos. Desde 2012, 34% das emissões vieram acompanhadas de *rating*, o que tem sido mais frequente para emissores e lançamentos de maior porte. A maioria das emissões (69%) foi ou está listada em bolsa⁷⁷.

O lançamento do mini-bond acarretou no surgimento de fundos dedicados a papéis de dívida de alto rendimento, os quais são constituídos em sua maioria sob a forma de condomínio fechado formado por grupos bancários, fundos de fundos, seguradores, fundações etc. Sua estratégia de investimento é predominantemente do tipo *buy and hold*, i.e., deter o título até seu vencimento, o que acarreta na busca da minimização do risco de inadimplência em lugar de ganhos com valorização de preço. Vale ressaltar que essa estratégia naturalmente restringe a liquidez dos ativos e ajuda a compreender o fato de 40% dos títulos emitidos até o momento estarem fora da plataforma Extra MOT Pro. Tais fundos podem aplicar em outros produtos além dos mini-bonds, não sendo raro praticarem empréstimos diretos concorrendo, portanto, com intermediários bancários.

Os fundos de dívida privada italianos ganharam grande impulso com a decisão do *Fondo Italiano d'Investimento SGR*, entidade controlada pelo Ministério das Finanças italiano e instituições bancárias italianas, de constituir um fundo específico para investir em outros fundos ou veículos aplicadores em instrumentos de dívida de PMEs. O *Fondo Italiano d'Investimento SGR* realizou, por meio de outros fundos, 80 operações com 60

⁷⁵ OBS: Inclui instrumentos vencidos e revogados. Fonte: ExtraMOT PRO Statistics de maio/2018 (online: <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/statistichebasic201805.en.pdf>) (Borsa Italiana)

⁷⁶ O documento de admissão de listagem deve conter informações sobre o emissor, fatores de risco, descrição dos títulos, bem como sobre a administração, governança e principais acionistas do emissor.

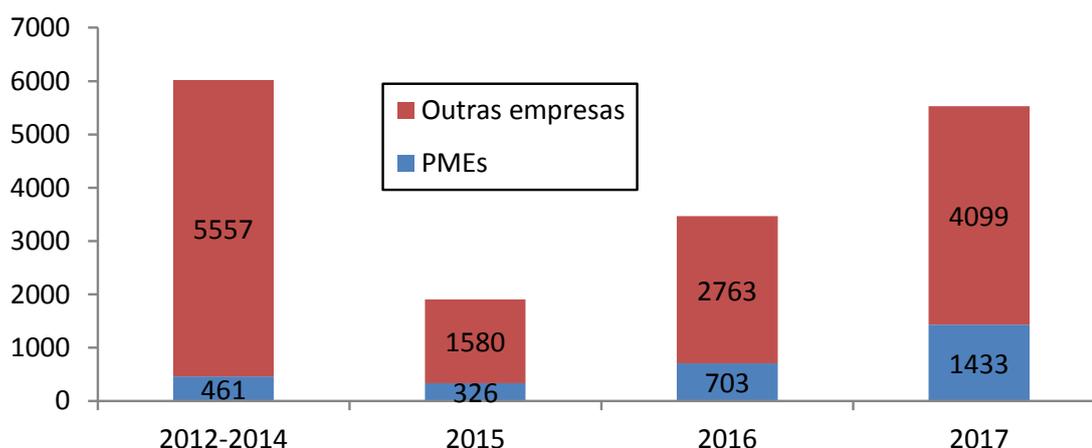
⁷⁷ Politecnico Milano. 2018. Osservatorio Mini-Bond: 4º Report italiano sui Mini-Bond.

empresas e com investimento médio de EUR 6,5 milhões. Alguns dos primeiros fundos que participaram do nascimento do mercado de mini-bonds encerraram as atividades e retornaram os recursos aos investidores em 2017, enquanto outros veículos realizaram captações e novos fundos foram constituídos, demonstrando o dinamismo desse mercado.

A captação de recursos pelas PME's por meio de mini-bonds tem sido crescente, como mostrado no Gráfico 26, que mostra o volume anual de emissões de mini-bonds. O crescimento de 2015 a 2017 (CAGR) é da ordem de 100% ao ano, que pode ser atribuído (pelo menos) parcialmente às taxas de juros baixas praticadas na Europa nos últimos dois anos e à conjuntura econômica mundial favorável. As colocações realizadas por PME's tendem a ser de títulos com menores prazos de vencimento, como se observa a partir do Gráfico 26. Este segmento oferta mais papéis com amortização ao longo do vencimento do que as companhias de maior porte, as quais emitem mais títulos *bullet* (devolução do principal somente ao final), portanto a efetiva duração dos mini-bonds de PME's é ainda menor que seu vencimento médio de 5,1 anos.

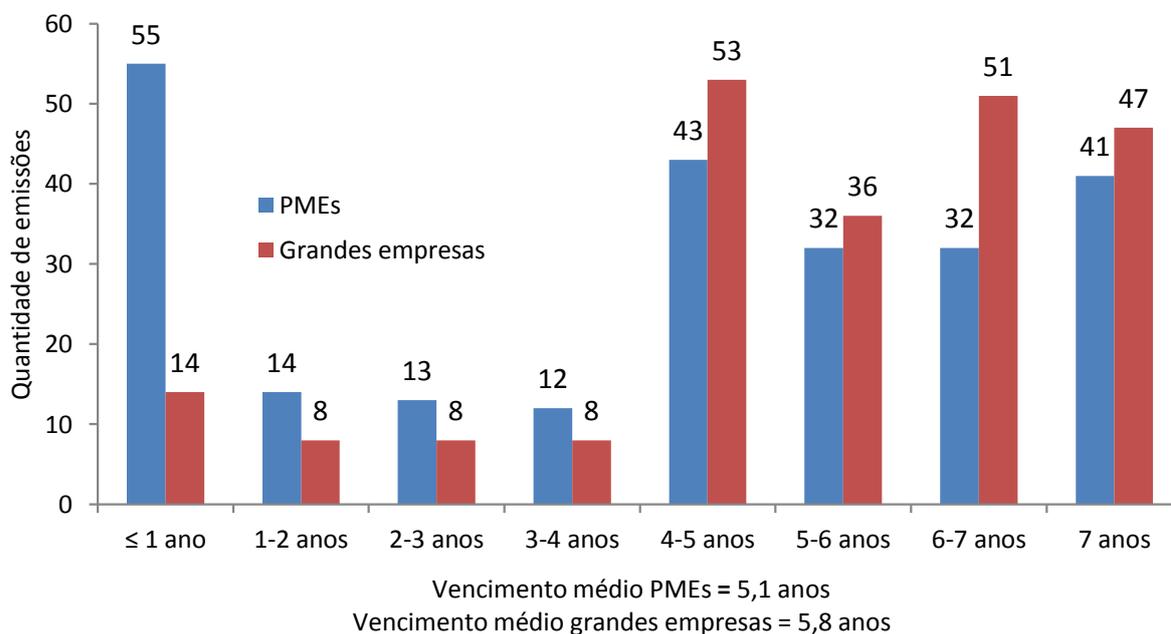
Os mini-bonds possuem características semelhantes aos *eurobonds* internacionais. Frequentemente embutem opções de compra e/ou venda exercíveis pelo emissor ou investidor. Empresas maiores são mais propensas a agregar garantias/colaterais aos papéis, de modo a viabilizar a colocação de papéis mais longos e baixar o custo de captação. Os mini-bonds também podem conter condições contratuais (*financial covenants*) ativáveis em caso de ocorrência de determinados eventos societários ou financeiros, assim como a deterioração da situação financeira do emissor. As PME's são mais propensas a aceitar *covenants* em lugar de garantias devido à maior facilidade de implementação. Metade das colocações efetivadas até dezembro de 2017 previam cláusulas como vencimento antecipado do título na hipótese de violação de limites inferiores para o EBITDA ou índice de cobertura de juros.

Gráfico 26 – Volume de mini-bonds emitidos na Itália - em EUR milhões



Fonte: Portal do ExtraMOT PRO Statistics

Gráfico 27 – Distribuição das emissões de mini-bonds por vencimento e porte do emissor



Fonte: Portal do ExtraMOT PRO Statistics

As PME's italianas também contam com o apoio do Fundo de Garantia para as Pequenas e Médias Empresas (FG), criado por lei em 1996, para acessar recursos por meio de crédito. O FG concede garantias a bancos e outros intermediários financeiros, além de contragarantias a consórcios, para facilitar a concessão de crédito desses agentes a PME's. Em 2017, o FG atendeu a 120.000 solicitações que geraram saldo garantido de EUR 12,3 bilhões dentre o total de empréstimos de EUR 17,5 bilhões. No ano, o FG prestou garantias face aos beneficiários finais para a emissão de quatro notas promissórias classificadas como mini-bonds. O fundo também aprovou garantias totais de EUR 23 milhões para outras 24 operações de mini-bonds. Em julho de 2017 passaram a vigorar novas normas para o FG que ampliaram o valor máximo garantido por operação de EUR 1,5 milhão para 2,5 milhões, além de aumentar os percentuais máximos de cobertura de acordo com o tipo de mini-bond e o enquadramento do beneficiário final. Os fundos de dívida privada podem usufruir das garantias do FG para se proteger do risco de inadimplência em seus portfólios.

De acordo com o estudo anual sobre os mini-bonds elaborado pela Politécnica de Milão⁷⁸, tais papéis já se estabeleceram como uma alternativa de obtenção de recursos para as PME's italianas, bem como uma porta de entrada para o mercado de capitais que permite a evolução em direção a operações mais sofisticadas, como a abertura de capital. Pelo lado da demanda, as oportunidades de crescimento do mercado de mini-bonds se baseiam na baixa representatividade de determinados tipos de investidores institucionais (como seguradoras, fundos de pensão e de previdência) e na criação dos planos individuais de poupança em 2017. Estes planos contam com incentivo tributário e exigem que pelo menos 70% do patrimônio esteja aplicado em ações ou dívida de empresas italianas ou filiais de firmas europeias na Itália, desde que 30% dos emissores sejam de pequeno ou médio porte.

⁷⁸ Politecnico Milano. 2018. Op.cit.

Em 2012 a bolsa italiana⁷⁹ iniciou o programa ELITE, que consiste em plataforma digital com oferta de serviços de treinamento e consultoria para um grupo seleto de companhias, principalmente PMEs, com o objetivo de auxiliá-las a diversificar suas formas de financiamento. Inicialmente o programa estava disponível apenas para empresas italianas, mas hoje 40% das companhias atendidas são estrangeiras. Em 2016 o programa abriu a possibilidade de as participantes realizarem emissões privadas de títulos na plataforma *ELITE Club Deals*, voltada estritamente para investidores profissionais, com requisitos reduzidos e padronizados de informações e documentos. Ao final de 2017, o programa contava com 703 empresas de 27 países.

Além de captações individuais, o programa ELITE promoveu o lançamento do primeiro *Elite Basket Bond*, conjunto de títulos de dez anos com montante total de EUR 122 milhões, garantido por debêntures emitidas simultaneamente por dez companhias membro. Com a finalidade de melhorar a classificação de crédito das emissoras e viabilizar a captação de longo prazo, estas organizaram um fundo mútuo que pode absorver até 15% dos recursos captados. Em caso de inadimplência de alguma companhia emissora, o fundo cobrirá os pagamentos devidos primeiramente com a parte aportada pela empresa em *default*. Quando a amortização do *Elite Basket Bond* atingir o patamar de 50%, o fundo iniciará o reembolso dos recursos mantidos em seu poder até então. Exige-se que cada participante tenha faturamento mínimo de 45 milhões de euros para participar desse tipo de emissão, cuja estruturação tem duração média de quatro meses. O programa planeja o lançamento de uma ferramenta para possibilitar a venda de recebíveis pelas empresas membro a uma sociedade de propósito específico, que emitirá notas comerciais para investidores.

Reino Unido

O Reino Unido é o maior mercado mundial de títulos internacionais de renda fixa, cujo estoque totalizava USD 4 trilhões em 31 de março de 2017, equivalente a 13% do total global. Londres é o principal centro de negociação de papéis de dívida internacionais e respondeu por 36% do volume global negociado em mercado secundário em 2016⁸⁰. As firmas sediadas na capital inglesa negociaram 60% e 70% dos volumes dos mercados primário e secundário de *eurobonds* respectivamente, enquanto na London Stock Exchange (LSE) estão atualmente⁸¹ listados 10.096 títulos corporativos de renda fixa (*bonds*) emitidos em diversas moedas, sendo 6.079 papéis originados por companhias britânicas e 4.017 títulos de empresas estrangeiras. A LSE mantém segmentos especializados em determinados instrumentos de dívida internacionais como *Sukuk* (islâmicos), *Masala* (denominados em rúpias indianas), *Dim sum* (em renminbi chineses), títulos verdes (*Green bonds*) etc.

⁷⁹ Em colaboração com o Ministério das Finanças da Itália, Confindustria, Associazione Bancaria Italiana e a Universidade de Bocconi.

⁸⁰ The City UK. 2017. Key Facts about the UK as an International Financial Centre 2017.

⁸¹ Julho de 2018. Disponível em <https://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm>

A LSE cobra 3.125 libras para a listagem de emissões de dívida estrangeira inferiores a 50 milhões de libras. As tarifas correspondentes para emissões entre 50 e 100 milhões de libras e superiores a 100 milhões são 5.000 e 5.250 libras, respectivamente. Não há cobrança de taxas anuais para instrumentos de dívida. A taxa de análise da *UK Listings Authority* (UKLA), órgão integrante do regulador inglês *Financial Conduct Authority* (FCA) é 2.000 libras, independente do montante da emissão.

Existem três formas disponíveis na LSE de acessar o mercado primário por meio de instrumentos de renda fixa. O *Main Market* requer prospecto para listagem e é regulado pelas diretivas (MiFID) da União Europeia. Para empresas, em geral de menor porte e estrangeiras, que necessitam de um regime informacional mais flexível sem abrir mão de listar seus valores mobiliários em um ambiente de negociação regulamentado⁸², a LSE criou em 2005 o *Professional Securities Market* (PSM), que aplica o regramento aplicável ao mercado de atacado (portanto, menos restritivo) e admite a negociação de qualquer tipo de dívida ou recibo de depósito (DR), sem limite inferior para o porte da emissão. Em vez de prospecto, o registro no PSM se dá mediante a apresentação de informações (*listing particulars*) sobre a emissora e os títulos. São aceitas demonstrações financeiras elaboradas segundo os princípios contábeis locais (GAAP), não sendo necessário reportar conforme o padrão IFRS. A negociação de ativos no PSM é restrita a investidores institucionais e profissionais.

A UKLA analisa a documentação para listagem nos dois mercados e seu prazo para fornecer o resultado da primeira análise é quatro dias úteis, sendo dois dias úteis para revisões subsequentes. Para prospectos ou documentos de listagem (*listing particulars*) suplementares submetidos até às 12 horas e referentes a valores mobiliários que não envolvam participação acionária, a UKLA consegue responder sobre sua aprovação ou não no mesmo dia⁸³. No caso de programas de distribuição, o prospecto base é pré-aprovado pelo órgão e, para alguns ativos como *Medium-Term Notes*, permite-se publicar os termos finais e prospecto suplementar até o dia anterior ao da emissão. O Anexo 1 contém uma linha do tempo indicativa para emissões de renda fixa no Reino Unido.

A fim de suprir a falta de um segmento eletrônico dedicado a instrumentos de renda fixa no Reino Unido similar aos GEM e EuroMTF europeus, a LSE lançou em 2017 o *International Securities Market* (ISM). Este mercado, como o PSM, é voltado para investidores profissionais. Os processos de admissão na ISM são analisados apenas pela LSE e requerem documentação (*admission particulars*) preparada segundo o roteiro por ela fornecido. Como não é necessário o registro na UKLA, a divulgação de informações pelo emissor não precisa seguir as normas da *Prospectus Directive*. O processo de registro é ágil: o resultado da primeira análise do pedido é comunicado ao solicitante em até três dias úteis e as revisões seguintes, em até dois dias úteis. O emissor ou seus advogados podem encaminhar comunicações e protocolar documentos junto à LSE por e-mail, sem necessidade de intermediários. Ao contrário dos demais segmentos, o ISM não é um ambiente de bolsa regulamentado e consiste em uma plataforma eletrônica de negociação do tipo *Multilateral Trading Facility* (MTF)⁸⁴. A LSE cobra 2.000 libras para a análise de programa ou emissão isolada, além da tarifa de listagem descrita anteriormente.

⁸² Fundos e investidores institucionais exigem que o ativo investido seja listado em ambiente de negociação regulamentado.

⁸³ Fonte: <https://www.fca.org.uk/markets/ukla/submit-prospectus-circular>

⁸⁴ O MiFID II define os MTFs e os mercados regulados com diversos pontos em comum, entre eles a obrigatoriedade de executar ordens de forma não discricionária e as exigências de caráter operacional. A principal diferença é que os MTFs podem ser operados por firmas de investimentos, o que não é permitido para os mercados regulados.

A Tabela 10 lista as principais diferenças entre os três mercados descritos anteriormente.

Tabela 10 – Principais diferenças entre os mercados oferecidos pela LSE para listagem de instrumentos de renda fixa⁸⁵

	<i>Main Market</i>	<i>Professional Securities Market</i>	<i>International Securities Market</i>
Ambiente	Mercado de bolsa regulamentado	Mercado de bolsa regulamentado	<i>Multilateral Trading Facility</i>
Análise de registro	<ul style="list-style-type: none"> • LSE • UKLA 	<ul style="list-style-type: none"> • LSE • UKLA 	<ul style="list-style-type: none"> • LSE
Documento de listagem	Prospecto	<i>Listing particulars</i>	<i>Admission particulars</i>
Investidores	Varejo e profissionais	Só profissionais	Só profissionais
Requisitos de divulgação	<ul style="list-style-type: none"> • Regras de listagem • <i>Prospectus Directive</i> • Regulação contra abusos de mercado • Diretivas de transparência 	<ul style="list-style-type: none"> • Regras de listagem aplicáveis • <i>Prospectus Directive</i> • Regulação contra abusos de mercado 	<ul style="list-style-type: none"> • Regulamento do ISM • Regulação contra abusos de mercado
Nº de títulos de renda fixa corporativa listados ⁸⁶	9.657	410	29

O *Order book for Retail Bonds* (ORB) é uma plataforma eletrônica de renda fixa lançada pela LSE em 2010 e voltada para os investidores de varejo. Para serem ali admitidos, os papéis devem também estar listados no *Main Market*, possuir denominação de até 10.000 libras e atender aos requisitos de divulgação de informações a investidores pessoas naturais. A fim de prover o mercado de liquidez, todos os títulos de dívida necessitam contar com pelo menos um formador de mercado membro da LSE capaz de fornecer cotações de compra e venda durante todo o pregão, com *spread* máximo e lotes mínimos estipulados pela bolsa londrina. O ORB também abriga a negociação de títulos públicos do Reino Unido (*gilts*). Em julho de 2018, 91 títulos de renda fixa corporativos estavam listados no ORB, com uma média de 30 negócios mensais.

Em relatório anterior⁸⁷ foram abordadas algumas características regulatórias e operacionais do mercado de dívida corporativa do Reino Unido que podem trazer lições para o caso brasileiro. Primeiramente, a LSE concorre diretamente com as bolsas europeias (pelo menos até que a saída do Reino Unido da União

⁸⁵ Fonte: International Securities Market Guide (<https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/london-stock-exchange/fixed-income-markets/international-securities-market-ism/ism-documents-and-downloads>)

⁸⁶ Em 31 de julho de 2018.

⁸⁷ Torres Filho, E.T. e Macahyba, L. 2014. Os Mercados Brasileiro e Britânico de Títulos Corporativos: Evolução Recente, Estrutura Regulatória, Principais Problemas e Propostas para o Desenvolvimento do Mercado Brasileiro. Projeto Suporte da Experiência Britânica no Fortalecimento da Regulação Financeira no Brasil. Relatório 5.

Europeia esteja finalizada) pela listagem de operações, pois as normas da UE garantem aos emissores o direito de registrar seus títulos em qualquer mercado europeu caso a emissão seja aprovada por qualquer dos reguladores nacionais (“passaporte”). A listagem de operações de empresas não europeias é facilitada por meio de convênios, como é o caso de empresas americanas cujos valores mobiliários estão registrados na SEC.

Ao contrário do mercado brasileiro, em que normalmente se realiza leilão do tipo holandês⁸⁸, o processo de *bookbuilding* é conduzido de forma discricionária pelo coordenador da oferta, com o intuito de assegurar um nível de diversificação e pulverização de investidores. O coordenador, portanto, administra o *trade-off* entre maior custo de captação e maior liquidez do título no mercado secundário, o que, na medida em que a visibilidade da empresa aumenta, pode trazer vantagens para o emissor no médio e longo prazos sob a forma de custos de captação decrescentes. Quanto à atuação da UKLA e da LSE no processo de análise de registro, o relatório ressaltou que ambas as entidades trabalham de forma coordenada e possuem estruturas de apoio (*help desks*) especializadas em renda fixa, disponíveis para consulta antes mesmo do início do processo de listagem.

O Fórum sobre Mercado de Dívida da FCA

Em novembro de 2015, a FCA iniciou a condução do Fórum sobre Mercado de Dívida, que reuniu especialistas da indústria financeira e membros do governo britânico para debater medidas práticas de aperfeiçoamento do mercado de atacado de dívida. O fórum identificou dois princípios fundamentais que norteavam as oportunidades de melhoria do mercado do Reino Unido: **consistência e acessibilidade**. Por consistência, o grupo entendeu que os participantes do mercado prezavam a certeza de obter as mesmas respostas para as mesmas questões, independente do interlocutor presente do lado do regulador, e de não se deparar com questões inesperadas em estágios avançados de um processo de análise. O conceito de consistência inclui a previsibilidade e a eficiência do processo de análise da UKLA, os quais foram considerados mais importantes do que eventualmente diminuir o tempo de resposta padrão do órgão. A disponibilidade do pessoal da UKLA para discutir operações e possíveis abordagens para eventuais problemas antes do protocolo de documentos também foi considerada primordial, além da necessidade de melhorar a percepção de acessibilidade perante o mercado. As principais recomendações resultantes dos debates do grupo⁸⁹ serão a seguir analisadas, juntamente com os aspectos relativos à atuação da FCA.

A FCA executa desde 2013 uma metodologia baseada em risco chamada abordagem de dívida de atacado (*Wholesale Debt Approach*), aplicável a títulos com denominação mínima de cem mil euros e direcionados

⁸⁸ No leilão holandês, ao contrário do exemplo supracitado, os demandantes dos títulos são tratados indiscriminadamente. Vence o leilão aquele que oferece o maior lance, o que permite que um único comprador seja o vencedor de todos os lances. No caso brasileiro, existem poucos mecanismos dedicados a dificultar este cenário, embora possamos citar as restrições referentes à atuação de fundos em ofertas de dívida privada.

⁸⁹ Contidas em Financial Conduct Authority. 2016. The UK Debt Market Forum. Practical Measures to Improve the Effectiveness of UK Primary Listed Debt Market: A Report by the Financial Conduct Authority. Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/newsletters/practical-measures-improve-effectiveness-uk-primary-listed-debt-markets.pdf>

a investidores qualificados. A abordagem oferecia um modo de revisão de determinados documentos de forma mais célere e com menos rodadas de respostas e resubmissões. O fórum concluiu pela extensão da metodologia a praticamente todo o tipo de documentação relativa à dívida enquadrada na categoria de atacado.

O fórum identificou que alguns reguladores europeus estariam mais propensos que a FCA a flexibilizar a exigência de incluir no prospecto as demonstrações financeiras de todos os garantidores de uma dada emissão de dívida, dado que algumas estruturas podem conter dezenas de entidades garantidoras e resultariam em documentos excessivamente longos e dispendiosos. A FCA resolveu preparar consulta pública sobre as circunstâncias em que esse requisito pode ser dispensado.

Em resposta a uma das recomendações do grupo, a FCA lançou o Programa de Relacionamento com o Mercado de Renda Fixa, que consiste em uma série de reuniões estruturadas com membros de escritórios de advocacia representando 90% da documentação de emissões de dívida. Outra iniciativa do programa foi a designação de um gerente de relacionamento para discutir com esses assessores legais novas operações de renda fixa, explorar aspectos técnicos e até colocar posicionamentos preliminares sobre como a FCA interpretaria certas questões. Para os demais advogados, a FCA se comprometeu a organizar interações para compartilhar informações e explicar o funcionamento do novo serviço de consultas. Este serviço serve como primeiro ponto de contato para dirimir dúvidas técnicas de emissores de dívida ou de seus assessores sobre pontos do normativo da FCA. Em caso de necessidade de esclarecimentos mais detalhados, existe ainda o mecanismo de consulta formal por escrito.

Outra medida resultante das discussões do fórum foi a criação de uma equipe de especialistas em renda fixa (*Early Engagement Team*), com conhecimento profundo sobre esses ativos bem como relativo às normas de registro e listagem, para orientar primordialmente potenciais emissores de dívida estrangeiros a respeito das regulamentações europeia e inglesa. A equipe designa um contato para a empresa que é o ponto focal para responder a dúvidas, agendar reuniões e conferências telefônicas com especialistas em instrumentos de dívida da UKLA ou até analisar, a nível macro, documentos preparados segundo normas estrangeiras que podem servir de base para futuros prospectos ou documentos de listagem. Este contato também acompanha a emissora durante a análise do pedido de registro até a sua concessão. A equipe mantém contato com as bolsas inglesas para tomar conhecimento das jurisdições nas quais estão sendo empreendidos esforços de marketing para daí se preparar para eventuais desafios que os potenciais emissores poderão enfrentar. Além disso, o sítio eletrônico da FCA contém uma base de conhecimento⁹⁰ para auxiliar o público a interpretar as normas de listagem, prospecto, divulgação e transparência.

Com base nas conclusões do grupo, a FCA também decidiu realizar pesquisa anual para obter *feedback* sobre a experiência dos agentes de mercado.

O fórum identificou que a falta de um ambiente de negociação do tipo MTF para instrumentos de dívida no Reino Unido diminuía a sua participação nas emissões primárias, em relação a outras praças europeias como Irlanda e Luxemburgo. Para aprofundar a reflexão sobre a criação de um novo mercado, a FCA encaminhou questões aos *stakeholders* por meio de texto para discussão publicado em fevereiro de 2017⁹¹,

⁹⁰ <https://www.fca.org.uk/markets/ukla/knowledge-base>

⁹¹ Financial Conduct Authority. 2017. Review of the Effectiveness of Primary Markets: The UK Primary Markets Landscape. Discussion Paper DP17/2.

sobre as características desejáveis do ambiente de negociação para investidores e outros agentes, como os investidores compreenderiam a diferença entre um MTF e um mercado regulado e se a ausência dos benefícios tributários válidos para mercados regulados afetaria a viabilidade do novo MTF. A LSE lançou o *International Securities Market* um mês após a publicação do estudo.

No mesmo texto de fevereiro de 2017, a FCA efetuou consulta com o objetivo de estimular a oferta de títulos de renda fixa para o pequeno investidor. Foi solicitada a opinião do mercado sobre a conveniência de oferecer os mesmos documentos de oferta a investidores de varejo e qualificados, eliminando a necessidade de redigir versões mais detalhadas para o primeiro público. As respostas⁹² sugeriram que não era necessário um padrão informacional específico para o pequeno investidor no caso de papéis de grandes emissores com histórico conhecido e que fornecem informações periódicas, como as companhias com ações negociadas em bolsa. A FCA decidiu identificar as circunstâncias e os tipos de títulos que podem receber a flexibilização proposta.

União Europeia

Em setembro de 2015 a Comissão Europeia publicou o seu “Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais”⁹³, com o propósito de estimular os investimentos de longo prazo por meio do mercado de capitais. A título de exemplo das potenciais vantagens da referida união, o plano citou o caso das PMEs europeias, que captam cinco vezes menos recursos no mercado de capitais que suas correspondentes americanas embora o PIB do continente seja igual ao dos EUA. Além disso, apesar das emissões de dívida por companhias não financeiras europeias ter crescido significativamente⁹⁴, tais papéis representam somente 4% do passivo de todas as empresas fora do setor financeiro⁹⁵. O plano elencou medidas para estimular o financiamento de PMEs, dentre as quais são analisadas a seguir aquelas que se relacionam diretamente ao mercado de dívida.

A fim de promover formas inovadoras de captação de recursos na UE, como o financiamento colaborativo (*crowdfunding*), as vendas de recebíveis, os empréstimos *peer-to-peer* e os fundos de empréstimos, a comissão decidiu avaliar as melhores práticas nacionais de acompanhamento e regulação desses meios. Segundo relatório emitido em 2015⁹⁶, existiam então mais de 500 plataformas de financiamento colaborativo na Europa, das quais 107 lidavam com operações de dívida.

⁹² Financial Conduct Authority. 2017. Discussion Paper DP17/2: Review of the Effectiveness of Primary Markets: The UK Primary Markets Landscape.

⁹³ Disponível em https://ec.europa.eu/info/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en

⁹⁴ O volume anual de títulos de dívida emitidos dobrou entre 2006 e 2016, tanto em quantidade de ofertas como em euros.

⁹⁵ Comissão Europeia. 2017. Improving European Corporate Bond Markets - Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds.

⁹⁶ Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP. 2015. Crowdfunding: Mapping EU markets and events study *apud* Comissão Europeia. 2015. Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais.

Com o recuo do crédito oferecido por instituições bancárias (principalmente europeias) devido à necessidade de conformação a limites regulatórios, o crédito privado⁹⁷ tem crescido a taxa anual de 20% desde o ano 2000, tendo atingido o volume de USD 600 bilhões no final de 2016⁹⁸. A estrutura preferida para as operações de crédito privado⁹⁹ são os fundos de condomínio fechado, que compreendem 70% dos veículos existentes. A maioria dos fundos de crédito privado é da modalidade de empréstimo direto¹⁰⁰ (*direct lending funds*). Esse tipo de fundo tem sido o mais rentável, com rendimento médio anual de 13,5% ao longo de cinco anos¹⁰¹, o que justifica a maior quantidade de fundos existentes. Tendo em vista a importância do crédito privado para o financiamento das PME e demais companhias¹⁰², a Comissão Europeia resolveu avaliar a necessidade de uma abordagem conjunta com os estados membros para a originação de empréstimos por fundos e eventualmente a elaboração de um *framework* para o continente.

Outra medida resultante do plano de ação foi o estabelecimento de um grupo de trabalho composto por 17 especialistas em renda fixa corporativa. O grupo realizou nove reuniões entre novembro de 2016 e outubro de 2017 para avaliar os mercados de títulos de dívida de empresas com base em evidências e efetuar recomendações para melhorar sua eficiência e resiliência. O grupo formulou 22 recomendações, em relatório de novembro de 2017¹⁰³, destinadas a facilitar as emissões de dívida corporativa, aumentar o acesso e as opções disponíveis para investidores, promover a eficiência das atividades de intermediação e formação de mercado, estimular o desenvolvimento de novas formas de transação, melhorar o ambiente pós-negociação, assegurar um nível apropriado de transparência, além de melhorar o arcabouço regulatório e de supervisão. O resumo das recomendações está no Anexo 2.

A Comissão Europeia também resolveu revisar o funcionamento dos mercados europeus de títulos de dívida corporativa, com foco no aumento de liquidez e no possível impacto de reformas regulatórias, desenvolvimento de mercado e padronização de documentos de oferta. Especificamente para o caso das PMEs, a comissão abriu consulta pública entre dezembro de 2017 e fevereiro de 2018¹⁰⁴ para colher subsídios para a criação do Mercado de PMEs em Crescimento (*SME Growth Market*), que tomará a princípio a forma de plataformas de negociações multilaterais (MTFs) voltada para PMEs que desejarem emitir pela primeira vez nos mercados de

⁹⁷ Nesse parágrafo, o conceito de crédito privado abarca tanto empréstimos concedidos por empresas não bancárias como todos os instrumentos de dívida adquiridos por gestores de recursos.

⁹⁸ Alternative Credit Council. 2017. *Financing the Economy 2017: The Role of Private Credit Managers in Supporting Economic Growth*.

⁹⁹ Outro fator que também tem impulsionado o crédito privado é a maior flexibilidade dos gestores em oferecer estruturas personalizadas e sofisticadas aos tomadores.

¹⁰⁰ Outros tipos de fundos de crédito privado incluem: fundos de dívidas reestruturadas (*distressed debt*), fundos mezanino e fundos de capital de risco de situação especial.

¹⁰¹ Preqin. *Preqin Quarterly Update: Private Debt Q2 2018*.

¹⁰² Em 2017, a maior parcela (34%) dos financiamentos concedidos pelos gestores de crédito privado atendeu PMEs e companhias do segmento médio (*middle market*). Fonte: Alternative Credit Council. 2017. *Op cit*.

¹⁰³ Comissão Europeia. 2017. "Improving European Corporate Bond Markets - Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds". 2017..

¹⁰⁴ https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-barriers-listing-smes_en e https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-barriers-listing-smes-consultation-document_en.pdf

ações ou de dívida. A consulta procurou reunir evidências sobre barreiras regulatórias para as emissões do segmento, compreender os principais desafios enfrentados e avaliar impactos de possíveis alterações na legislação ali sugeridas, a fim de que as medidas concretas futuras possam efetivamente aliviar os custos de observância arcados pelas PME emissoras e incentivar os ecossistemas que permeiam os mercados dedicados a elas.

Como resultado da consulta anterior, a comissão divulgou em maio de 2018¹⁰⁵ proposta de alteração para as normas existentes sobre prospecto (*Prospect Regulation*) e contra práticas abusivas no mercado (*Market Abuse Regulation*). Relativamente ao prospecto, sugere-se a elaboração do “prospecto de transferência” simplificado para agilizar a emissão em mercados regulamentados de valores mobiliários originados por PME listadas há pelo menos três anos no Mercado de PME em Crescimento. Quanto à regulamentação contra abusos de mercado, a comissão propôs cinco mudanças:

- Adoção de novo prazo (dois dias úteis) para divulgação pública de operações realizadas por administradores e pessoas ligadas, contado a partir da comunicação realizada por eles em até três dias úteis após a negociação.
- Elaboração de lista permanente de indivíduos com acesso a informações privilegiadas a ser mantida pelos emissores, de forma a evitar a necessidade de montar listas *ad hoc* para cada tipo de informação privilegiada.
- Possibilidade de oferecer justificativa de diferimento de divulgação de informações relevantes somente sob demanda.
- Dispensa de aplicação do regime de fortalecimento do mercado previsto pela norma em questão para colocações privadas de dívida junto a investidores institucionais, caso exista procedimento alternativo de comunicação restrita de informações privilegiadas (*wall-crossing*). As exigências regulatórias constituíam um obstáculo ao desenvolvimento dessa forma de financiamento segundo estudo anterior¹⁰⁶ da Comissão Europeia.
- Criação de um regime europeu para contratos de formação de mercado para emissores do Mercado de PME em Crescimento, de forma a aumentar a liquidez e reduzir volatilidade das ações emitidas por companhias de pequeno e médio porte.

Uma proposta do plano já implementada é a modernização da diretiva de prospecto de 2013 (*Prospectus Directive*), que resultou na edição do regulamento de prospecto¹⁰⁷ (*Prospectus Regulation*) em junho de 2017. Enquanto o regime atual prevê a divulgação da “informação necessária para uma avaliação informada”, o regime novo propõe que o prospecto deverá trazer “as informações necessárias **e que sejam relevantes** para [...] uma avaliação informada”. Nesse sentido, a nova norma trouxe diversos dispositivos com a finalidade de racionalizar o documento, dentre os quais se destacam¹⁰⁸:

¹⁰⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018PC0331>

¹⁰⁶ The Boston Consulting Group e Linklaters, 2017. Identifying Market and Regulatory Obstacles to the Developments of Private Placement of Debt in the EU. Patrocinado pela Comissão Europeia.

¹⁰⁷ Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN>

¹⁰⁸ As mudanças marcadas com asterisco entrarão em vigor em 21.07.19.

- Dispensa de prospecto nas seguintes hipóteses (entre outras):
 - todos os valores mobiliários cuja nova emissão represente menos de 20% dos papéis já admitidos à negociação no mesmo mercado regulado. A norma antiga estabelecia o limite de 10% e restringia a dispensa a ações;
 - ofertas inferiores a um milhão de euros e possibilidade de dispensa, a critério da jurisdição, para a faixa de um a oito milhões de euros; e
 - valores mobiliários não representativos de capital emitidos por instituição de crédito em montante menor que EUR 75 milhões, desde que os papéis não sejam subordinados, conversíveis, associados a derivativos ou confirmam direito de subscrição*.
- Criação do documento de registo universal (URD) para facilitar as ofertas de emissores frequentes. Caso a emissora tenha seu URD aprovado pelo regulador por dois anos consecutivos, as versões subsequentes serão aprovadas automaticamente (sujeitas a análise posterior) e os prospectos associados ao URD passarão por processo mais rápido de análise (cinco dias úteis em vez de dez). Os URDs poderão substituir as demonstrações financeiras anuais e semestrais exigidas pela Diretiva de Transparência, evitando a divulgação duplicada de informações*.
- Estabelecimento do regime simplificado de divulgação de informações para ofertas subsequentes, que faculta aos emissores elaborar prospecto simplificado desde que os valores mobiliários objeto da emissão sejam fungíveis com títulos já existentes e admitidos para negociação por 18 meses ininterruptos. Se forem ofertados instrumentos de dívida, basta que o emissor tenha ações admitidas para negociação nos últimos 18 meses. O prospecto simplificado é composto de sumário com descrição das características dos valores mobiliários, emissor e garantias, além dos fatores de risco*.
- Criação do “Prospecto UE Crescimento” (*EU Growth Prospectus*) padronizado, simplificado e válido para PMEs ou emissores cujos valores mobiliários estejam negociados no Mercado de PMEs em Crescimento e com capitalização em bolsa inferior a 500 milhões de euros. O referido prospecto é composto pelo mesmo sumário do parágrafo anterior, um documento de registo e uma nota específica sobre os valores mobiliários ofertados*.
- Inclusão de sumário padronizado e com linguagem simples¹⁰⁹ no prospecto comum. O sumário será limitado a sete páginas A4 e será constituído por quatro seções¹¹⁰*. O sumário não é exigido para emissões direcionadas a investidores qualificados ou com denominação mínima de 100 mil euros.
- Reformulação da seção de fatores de risco do prospecto, limitando-os àqueles específicos para o emissor e/ou valores mobiliários ofertados e que sejam materiais para os investidores. Os fatores de risco deverão ser listados por categorias e por ordem decrescente de grau de relevância*.
- Eliminação da exigência de manifestação de auditor independente sobre as previsões e estimativas

¹⁰⁹ Por exemplo, a nova norma prevê quais avisos deverão constar do sumário, além de subseções intituladas “Quem é o emissor dos valores mobiliários?” e “Quais são as informações financeiras chave relativas ao emissor?”.

¹¹⁰ As quatro seções do sumário do prospecto são (i) introdução com os devidos avisos; (ii) informações chave sobre o emissor, incluindo informações financeiras relevantes; (iii) informações chave sobre os valores mobiliários ofertados e os garantias; e (iv) informações chave sobre a oferta e negociação.

constantes do prospecto, visto que essas estimativas serão repetidas nas demonstrações financeiras futuras e considerando que a opinião do auditor sobre previsões possui valor limitado*.

A Comissão Europeia espera completar todos os passos para a união dos mercados de capitais do continente em meados de 2019.

Os mercados americano e europeu de colocações privadas

Nos EUA e Europa, as colocações privadas têm se mostrado uma importante fonte de financiamento não bancário. Em pesquisa realizada em 2015¹¹¹ entre gestores de recursos que participam desse mercado, 82% dos respondentes emprestaram recursos para PMEs. Entende-se por colocação privada a livre negociação e colocação de dívida, sob a forma de empréstimo ou debênture, entre investidores (normalmente seguradoras, fundos de pensão, fundações, bancos, fundos de investimento e gestores de fortunas) e uma companhia tomadora. Nessa situação, o aspecto negocial entre prestador e tomador é relevante e permite o uso de termos flexíveis e estruturas complexas.

O processo de decisão, montagem e fechamento da colocação privada é habitualmente mais ágil do que nos empréstimos bancários ou em emissões públicas, com documentação mais simples e passível de negociação e menores custos, pois não há necessidade de prospecto ou classificação de crédito¹¹².

Na Europa, o maior mercado de colocação privada é o *Schuldschein* alemão¹¹³, no qual operam majoritariamente bancos e cooperativas de crédito concedendo crédito unicamente por meio de empréstimos e com a participação de agentes intermediários (*arrangers*). Lançado em 2012 na França, o Mercado Europeu de Colocações Privadas de Dívida Privada (ECPP ou Euro PP) é voltado para empresas médias que não possuem classificação de crédito, podendo também ser acessado por companhias de grande porte.

Nesse mercado pode-se tanto realizar empréstimos como emitir debêntures sem listagem obrigatória em bolsa¹¹⁴, sendo esses instrumentos considerados seniores. Em 2015, o ECPP totalizou 14 bilhões de euros de dívida lançada¹¹⁵, podendo ser acessado somente por investidores institucionais. O mercado tem conseguido atrair emissores de pequeno e médio porte: metade das operações fechadas em 2016 envolveram volumes entre 10 e 50 milhões de euros.

¹¹¹ Alternative Investment Management Association. 2015. Financing the Economy 2015: The Role of Alternative Asset Managers in the Non-Bank Lending Environment.

¹¹² As despesas totais de uma operação privada no mercado ECPP foram estimadas entre 200 e 250 mil euros, incluindo *road-show* e assessoria jurídica, enquanto uma emissão pública custa de 3 a 5% do valor nominal. Fonte: Comissão Europeia. 2017. Identifying Market and Regulatory Obstacles to the Development of Private Placement of Debt in the EU.

¹¹³ Comissão Europeia. 2017. Identifying Market and Regulatory Obstacles to the Development of Private Placement of Debt in the EU.

¹¹⁴ Em 2016, 75% das operações do ECPP não foram listadas em bolsa. Fonte: *Ibid.*

¹¹⁵ Fonte: Comissão Europeia. 2017. Analysis of European Corporate Bond Markets.

Alemanha

O mercado de títulos de dívida “Mittelstand” (ou mini-bonds), com foco em papéis emitidos por PMEs, começou suas atividades entre 2010 e 2011 por meio da abertura de segmentos de negociação em cinco bolsas distintas (Stuttgart, Düsseldorf, Hannover, Frankfurt e Munique). Com a abertura do mercado secundário e a implementação de medidas regulatórias e operacionais, como a redução do volume mínimo de emissão de 100 para 10 milhões de euros e a redução de exigências para prospectos, permitiram o crescimento do segmento nos seus primeiros cinco anos de vida, conforme se observa pelos dados da Tabela 11. Até abril de 2015, um total de 149 companhias havia realizado 194 emissões e captado 7 bilhões de euros.

Tabela 11 – Evolução do mercado alemão de mini-bonds (2010-2014)¹¹⁶

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (até abril)	Total
Emissões	21	46	43	49	30	5	194
Defaults	0	1	5	9	13	2	30

No entanto, a partir de 2013 o mercado experimentou um crescimento significativo do número de emissoras inadimplentes, tendo afetado 16% das emissões existentes até 2015 em quantidade e em volume (1 bilhão de euros em default). Tal fenômeno se deveu primordialmente aos seguintes fatores: (i) problemas financeiros enfrentados por companhias do setor de energia renovável, o qual concentrou metade das empresas inadimplentes; (ii) fraudes contábeis e financeiras; (iii) acesso ao mercado realizado por companhias em situação financeira delicada ou mau uso dos recursos captados¹¹⁷; (iv) possível falha de avaliação de risco pelas agências que resultou em taxas de inadimplência superiores às esperadas para os níveis de *rating* atribuídos¹¹⁸. Apesar da falta de números exatos, presume-se que os pequenos investidores foram particularmente afetados pela inadimplência por terem sido atraídos pelos altos rendimentos (juros de 7,3% a.a. em média e máximo de 11,5%) e alguns nomes conhecidos de emissores, sem terem efetuado julgamento adequado dos riscos, enquanto os investidores institucionais (que absorveram 10 a 20% do volume total de mini-bonds emitidos) tenderam a evitar a exposição.

A proteção dos credores foi comprometida pela ausência de fixação de *covenants* e tampouco de colaterais para os títulos durante o estágio inicial do desenvolvimento desse mercado, os quais talvez seriam exigidos por investidores profissionais. O aspecto da proteção/garantias é fundamental dado que não era possível determinar *ex ante* o desempenho financeiro insatisfatório das emissoras inadimplentes após as ofertas analisando-se somente suas demonstrações financeiras, conforme concluído por um estudo científico de 2017¹¹⁹. Importante observar que os requisitos para lançamento de papéis de dívida na Alemanha são

¹¹⁶ Fonte: Scope Ratings. 2015. Lessons Learned in the German SME Bond Market. Special Comment.

¹¹⁷ *Ibidem*.

¹¹⁸ Schweizer, D., Proelss, J. e Mietzner, M. 2015.. Hidden Champions or Black Sheep? Evidence from German Mini-Bonds.

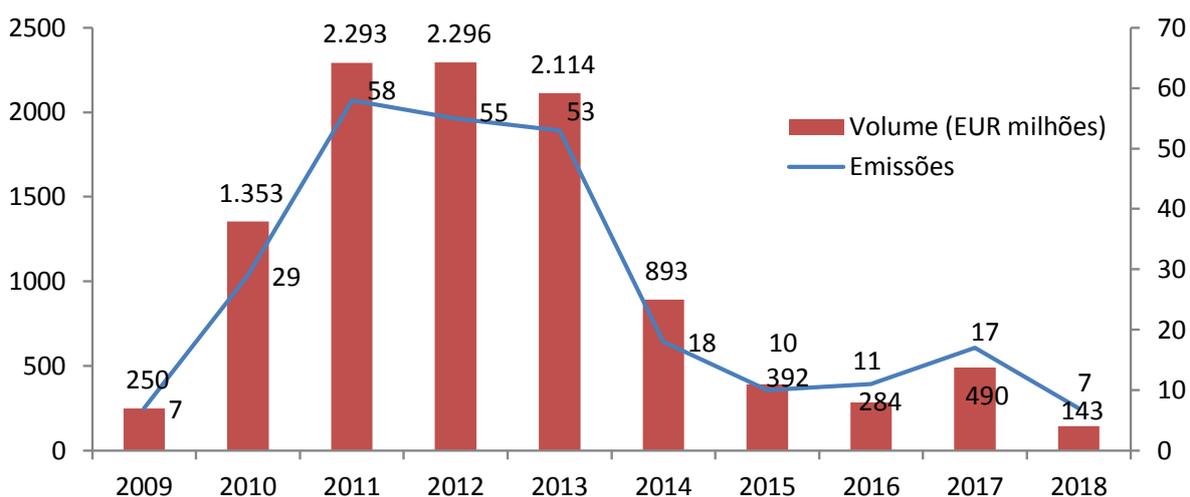
¹¹⁹ Feihle, P.C. e Lawrenz, J. 2017. The Issuance of German SME Bonds and its Impact on Operating Performance. Schmalenbach Business Review 18(3):227-259.

semelhantes aos de ações¹²⁰, como elaboração de prospecto, pedido de registro em bolsa em conjunto com instituição financeira, atribuição de *rating* e elaboração de demonstrações financeiras elaboradas conforme o IFRS ou GAAP. Isto sugere que mesmo a vigência de um regime informacional completo pode não ser suficiente para mitigar riscos relacionados a uma percepção equivocada, por parte dos investidores, da relação risco-retorno dos ativos oferecidos. Assim, é importante estudar a criação de mecanismos garantidores sistêmicos (como um fundo ou entidade) que podem estar ou não acompanhados de formas de mitigação de risco de crédito atreladas aos próprios papéis, por exemplo, *covenants* ou colaterais.

A caracterização inicial do mini-bond na Alemanha também contribuiu para uma incompreensão sobre os riscos associados. Por possuir sólida reputação ao referir-se às médias empresas que são um dos pilares fundamentais da economia alemã, o termo “Mittelstand” trouxe a expectativa de que as emissoras de mini-bonds seriam bastante sólidas quando foi empregado para denominar seus papéis. Isto atraiu uma quantidade relevante de investidores pessoas naturais no primeiro momento e acabou não se confirmando na realidade. Portanto, é imprescindível o uso de conceitos ou expressões que representem adequadamente os riscos envolvidos no produto, por exemplo, transmitindo a percepção de que o mercado de PMEs é mais arriscado que o das grandes empresas.

Consequentemente, o mercado sofreu retração a partir de 2014 e houve maior seletividade por parte dos investidores, além do maior emprego de *covenants*¹²¹. Contudo, como se pode observar no Gráfico 28, o mercado não conseguiu recuperar a dinâmica dos anos iniciais.

Gráfico 28 – Quantitativo de emissões de dívida de SMEs (2009-2018)¹²²



¹²⁰ Wittek, N. Kreppel, U. e Day, J. 2014. Debt Capital Markets in Germany: Regulatory Overview.

¹²¹ Scope Ratings. 2014.. Covenants: A Study of the German SME Bond Market.

¹²² Fonte: <https://www.anleihen-finder.de/anleihen-finder-marktstatistiken?f=anleihen>

Israel

O mercado de renda fixa corporativa de Israel é considerado como de médio porte pela IOSCO, organização internacional que congrega os reguladores de mercados de capitais. O estoque de papéis privados domésticos representava 34% de seu PIB em 2014, proporção similar à do Brasil (39%).

As companhias israelenses e estrangeiras, com valores mobiliários listados simultaneamente em Israel e na NYSE, AMEX, NASDAQ ou LSE, podem submeter ao sistema do regulador *Israel Securities Authority* (ISA) as mesmas informações periódicas exigidas pela legislação norte-americana ou inglesa. Tais informações podem ser fornecidas em inglês (sem tradução para hebraico) e com a mesma periodicidade estabelecida pelas normas dessas duas jurisdições.

As empresas registradas há pelo menos um ano no mercado israelense podem fazer uso do prospecto de reserva (*shelf registration prospectus*), caso tenha prestado as informações periódicas requeridas nos últimos três anos. O prospecto de reserva é similar ao prospecto tradicional e válido por dois anos contados após a sua aprovação pela ISA. Dentro desse prazo, a companhia pode realizar emissões com a publicação de um relatório de oferta com remissão ao prospecto de prateleira, sem necessidade de submissão à ISA. Também é possível incorporar informações de relatórios anuais por referência nos prospectos de ofertas subsequentes.

A ISA segue certos processos de análise simplificados e, portanto, mais céleres (*fast track*) para ofertas subsequentes, a depender do prazo decorrido desde a última revisão do prospecto ou das informações anuais da emissora¹²³.

A Bolsa de Valores de Tel-Aviv (ou TASE, única do país) calcula e divulga 29 índices de renda fixa corporativa, tendo sete deles estreados em 2017. Os índices se dividem por faixas de vencimento, classificação de risco e indexador. Destaca-se o índice Tel Bond Shekel-50, que reúne papéis de 50 companhias locais selecionadas e constituído para servir de referência para portfólios de grande porte. No mesmo ano foram lançados também dois índices de renda fixa formados por títulos emitidos por companhias classificadas com alto grau de responsabilidade social¹²⁴.

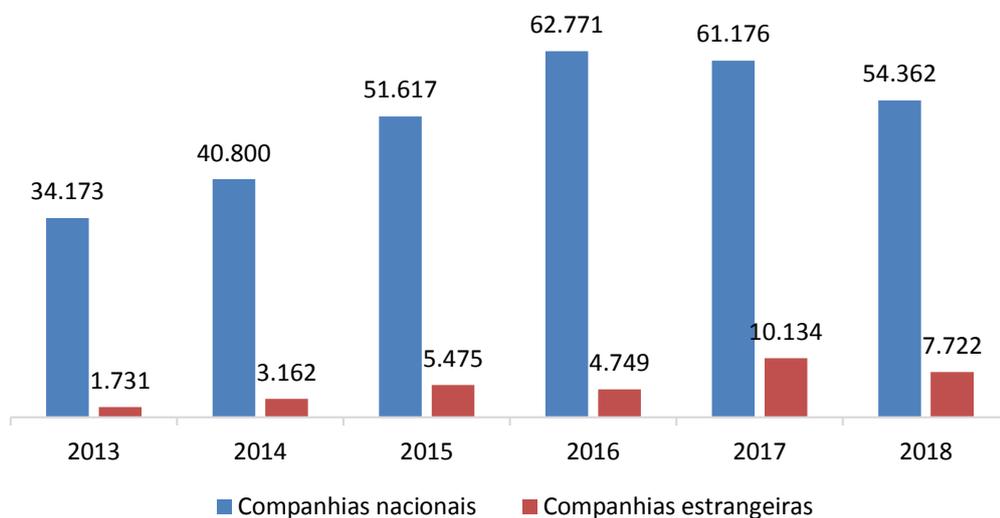
O mercado de dívida privada cresceu expressivamente em Israel desde 2003 devido às mudanças estruturais ocorridas na regulamentação de fundos de pensão. A partir de então, as aplicações em títulos públicos com juro real fixo (*designated bonds*) passaram a ser limitadas em até 30% das carteiras administradas por essa categoria de investidores institucionais. Dessa forma, os fundos começaram a diversificar seus portfólios e buscar alternativas de maior nível de risco, como debêntures. O Gráfico 29 fornece uma visão do desenvolvimento do mercado israelense ao retratar a evolução das emissões de dívida por companhias nos últimos seis anos. É possível notar a presença crescente de empresas estrangeiras realizando ofertas em Israel.

¹²³ Fonte das informações sobre as normas de registro: Portal Thomson Reuters Practical Law, URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-617-5764?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-617-5764?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1), acessado em 5.9.2018.

¹²⁴ Tel-Aviv Stock Exchange 2017 Annual Review. .

Outro fator que favoreceu o florescimento do mercado de dívida corporativa são os limites impostos aos bancos israelenses de exposição de crédito por setores da economia no final dos anos 90, que incentivou as empresas a se financiarem no mercado de capitais.

Gráfico 29 – Emissões realizadas no mercado israelense de dívida privada (2013-2018), em milhões de shekels



Fonte: Portal de estatísticas do Banco de Israel. Atualização em 12.02.2019.

Elaboração própria.

O mercado israelense de renda fixa é excepcionalmente líquido, sobretudo ao levar em consideração o modesto volume de emissões, o estoque médio de títulos e a baixa participação de estrangeiros. O giro diário de títulos de dívida corporativa em 2017 representou 0,30% do estoque (três vezes superior ao do mercado brasileiro¹²⁵). As negociações foram realizadas majoritariamente na TASE e corresponderam a 93% do volume em moeda local, tendo o restante sido transacionado em balcão. No ano de 2017, o giro em bolsa representou 52% do estoque¹²⁶. Apesar de o mercado de títulos de dívida corporativa de Israel corresponder a apenas 1% do dos EUA e ser mais fechado (apenas 10% dos papéis são detidos por estrangeiros¹²⁷), os indicadores de liquidez nas duas jurisdições são similares. Além disso, os custos de transação são inferiores no mercado israelense, principalmente para pequenos investidores¹²⁸.

Em Israel, as debêntures são mais negociadas do que ações. O Gráfico 30 mostra o percentual da quantidade de valores mobiliários registrados (eixo vertical) em função do número de operações diárias (eixo horizontal) entre janeiro de 2009 e maio de 2010 no país. Pode-se observar que 60% das ações (barras azuis) e 27% das debêntures (barras verdes) tiveram de zero a quatro negócios diários no período, enquanto que 16% dos títulos de renda fixa e 12% das ações foram objeto de 4 a 8 operações diárias, respectivamente. Os

¹²⁵ O múltiplo deve ser visto com reserva pois o cálculo do giro do mercado brasileiro de debêntures deste estudo implicou em uso de estimativas, como visto no Capítulo I. De todo modo, é possível afirmar que o valor do índice para o caso de Israel é significativamente superior que o do mercado brasileiro.

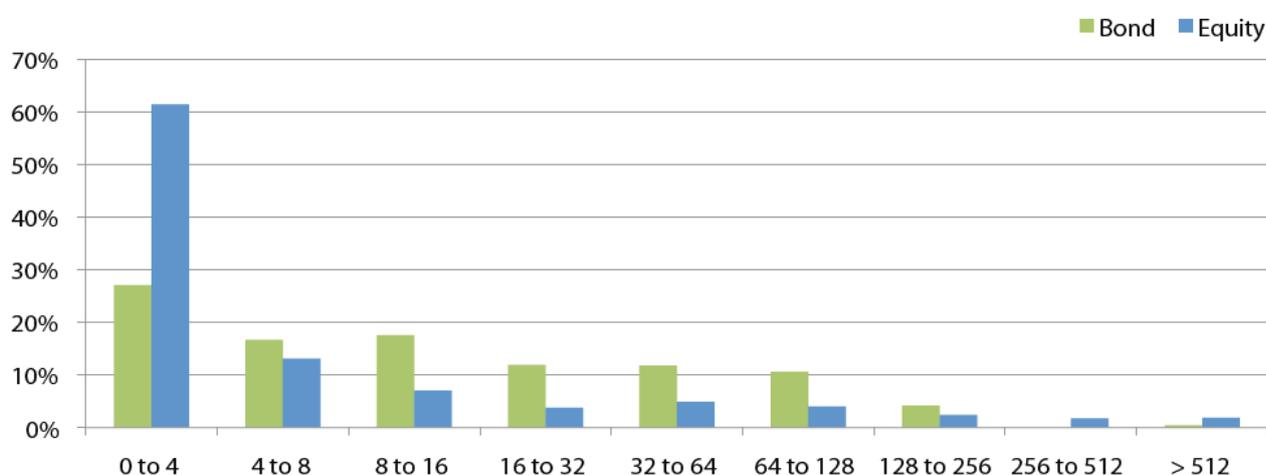
¹²⁶ Fonte: Estatísticas extraídas do portal da Bolsa de Tel-Aviv e análise CVM.

¹²⁷ Bank of Israel: Statiscal Bulletin. 2017.

¹²⁸ Abudy, M. e Wohl, A. 2017. Corporate Bond Trading on a Limit Order Book Exchange.

algoritmos de alta frequência são bastante ativos no mercado israelense, chegando a responder por 90% das ordens¹²⁹ e atuam no mercado de dívida corporativa. Algumas possíveis explicações para a relativa elevada liquidez do mercado israelense são: (i) pequena diferença de custo de transação entre pequenos e grandes lotes¹³⁰, o que sugere a presença de estrutura de custo razoavelmente eficiente a ponto de viabilizar baixos volumes. Na TASE as debêntures são transacionadas com *spreads* menores que as ações¹³¹; (ii) a negociação de títulos de dívida corporativa originou-se no ambiente da TASE e não houve migração posterior para o mercado de balcão, porque a bolsa oferecia uma solução satisfatoriamente líquida; (iii) a presença significativa de investidores de curto prazo e formadores de mercado; (iv) um ambiente regulatório e econômico que possibilita emissões ágeis e a custo competitivo com outras alternativas de financiamento e até mercados de capitais de outros países, resultando em um mercado com diversas opções de títulos e emissores, nacionais e estrangeiros; (v) a existência de 208 ETFs¹³² (em 2018) que seguem índices de renda fixa (incluindo títulos públicos); e (vi) uma ampla base de investidores com características diversas, como fundos de investimento, seguradoras e fundos de pensão, com destaque para o relevante percentual de papéis detidos por famílias e empresas não financeiras (31% em julho de 2018, vide Gráfico 31), indicando uma preferência do público pelo investimento em renda fixa.

Gráfico 30 – Proporção de valores mobiliários e número de negócios diários entre jan/09 e mai/10 na TASE¹³³



Note: Daily averages by security (for instance, 60% of equities averaged between 0 and 4 trades each day over the sample period).

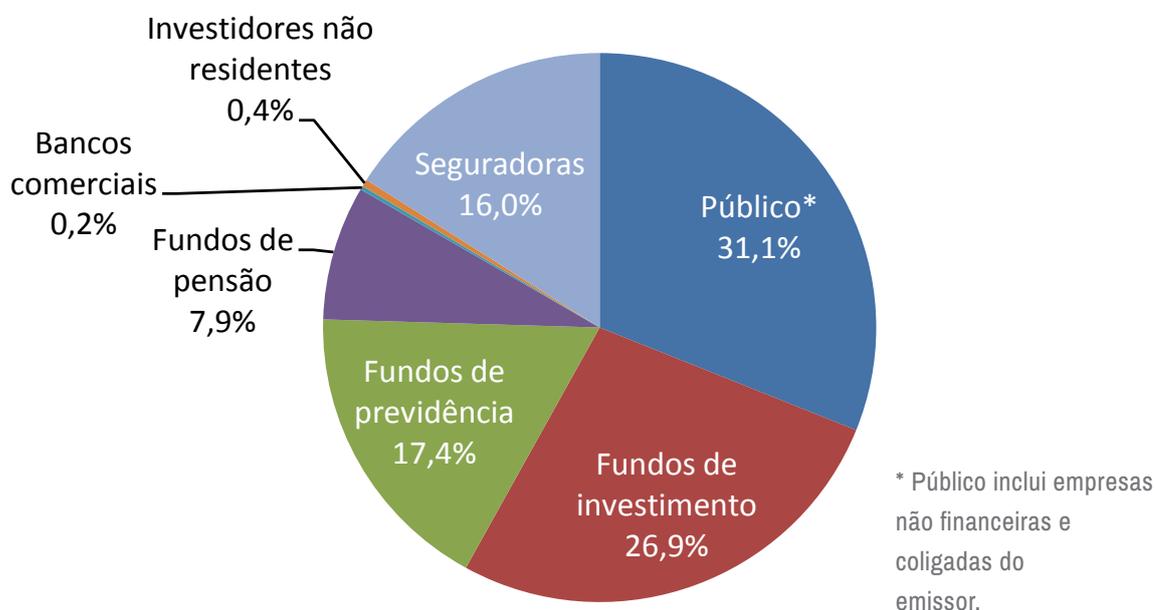
¹²⁹ Kaz, O. e Stein, R. 2018. The Strategies Employed by Algorithmic Traders on the Tel Aviv Stock Exchange and the Connection Between Them and Indicators of Trading Quality. Bank of Israel.

¹³⁰ Abudy, M. e Wohl, A. 2017. *Op. cit.*

¹³¹ Entre 2013 e 2015, uma amostra de 139 debêntures foi negociada na TASE com *spread* efetivo médio de 0,20% enquanto as operações que envolveram uma amostra de 51 ações tiveram *spread* efetivo médio de 0,65%. Fonte: Plante, S. 2017. Should Corporate Bond Trading Be Centralized?

¹³² Fonte: Tel-Aviv Stock Exchange. 2018. Annual Report.

¹³³ Plotnick, D. e Gur-Gershgoren, G. 2011. *Op. cit.*

Gráfico 31 – Detentores de títulos de dívida emitidos por empresas de Israel (jul/2018)¹³⁴

Outras jurisdições

Colômbia

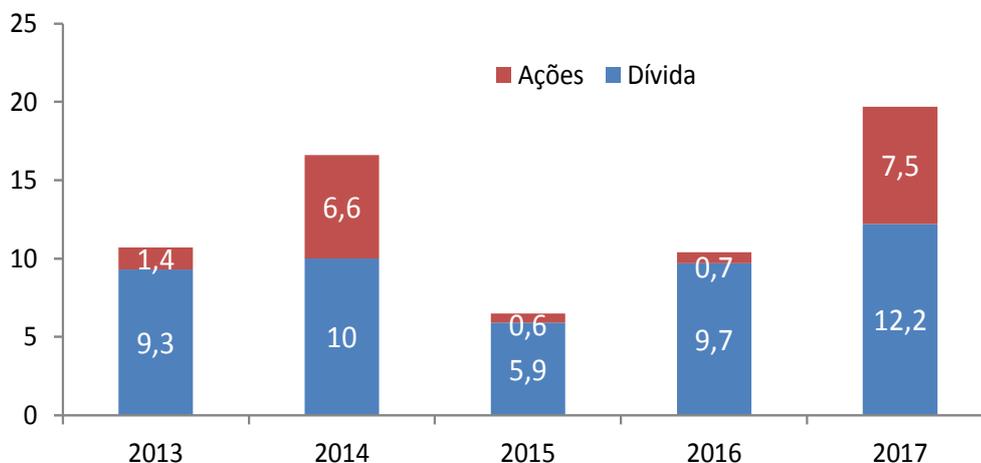
Em termos de emissões realizadas por empresas, o mercado de capitais colombiano está concentrado em instrumentos de dívida, como se pode observar no Gráfico 32. No entanto, apesar do predomínio exercido, o mercado de renda fixa ainda enfrenta desafios: (i) a maior parte das colocações provém de companhias financeiras, sugerindo que estas se encontram em maior grau de maturidade quando comparadas ao setor não financeiro; (ii) os *ratings* dos títulos emitidos concentram-se em AAA e AA+, ou seja, em faixas de baixo risco; (iii) baixa representatividade da dívida corporativa frente ao PIB colombiano, em comparação com outros países¹³⁵; (iv) redução da liquidez do mercado secundário em função da redução da participação dos títulos privados na carteira própria de bancos, corretoras e outros intermediários, o que afeta a formação de preços¹³⁶. Em 2017, 23 emissores (dos quais 14 eram do setor financeiro) realizaram 35 ofertas de títulos de dívida. Apenas sete companhias privadas não financeiras captaram por meio desses instrumentos.

¹³⁴ Fonte: Portal de estatísticas do Banco de Israel. Atualização em 02.09.2018.

¹³⁵ Segundo o FMI, em 2014 a capitalização total dos títulos corporativos equivale a 23% do PIB da Colômbia, proporção inferior a dos outros países latino-americanos: Brasil (84%), Chile (54%), México (47%), Uruguai (52%), por exemplo. Fonte: International Monetary Fund. (2016). *Financial Integration in Latin America*.

¹³⁶ Bolsa de Valores de Colombia. 2015. "Mercado de Deuda Privada – Evolución y Diagnóstico".

Gráfico 32 – Colocações de ações e títulos de dívida (em COP trilhões)



Fonte: “Mercado de Deuda Privada – Evolución y Diagnóstico”. (Bolsa de Valores de Colombia, 2015)

Em agosto de 2016, representantes da bolsa colombiana BVC, de emissores de valores mobiliários e da indústria financeira formaram o grupo de trabalho “Visionários da Dívida Privada”, que publicou o “Roteiro para potencializar o mercado de dívida privada na Colômbia” em 2017 com uma série de sugestões, dentre as quais destacamos:

- (I) revisar a cadeia de custos para emissões de pequena monta, incluindo custos de registro e manutenção (fiscalização) do regulador colombiano;
- (II) avaliar prazos e processos de registro de programas de distribuição e ofertas individuais;
- (III) reduzir o conjunto de informações requeridas nos prospectos, eliminando redundâncias;
- (IV) eliminar o teto de participação de fundos de pensão em uma emissão, estabelecendo limites em função da estratégia de investimento de cada fundo (conservadora, moderada, arrojada), do tamanho de seu portfólio e do seu nível máximo de risco;
- (V) criar condições para a aceitação de títulos privados como garantias de operações compromissadas, margens, empréstimos de ativos e outras operações semelhantes; e
- (VI) desenvolver programas de educação financeira sobre análise e gestão de riscos de portfólios de renda fixa privada, dirigidos a diretores, tesoureiros e áreas de riscos de empresas financeiras e não financeiras.

A BVC oferece um ambiente online voltada para o financiamento de PMEs. A plataforma piloto “Ascenso”¹³⁷, lançada em 2018, utiliza o modelo de *crowdfunding* de dívida e contou com o aporte de recursos do Banco Interamericano de Desenvolvimento e do Banco de Desenvolvimento da América Latina (CAF). Os candidatos a emissores devem ter receita entre 3 e 50 bilhões de pesos colombianos¹³⁸, não integrar determinados setores econômicos¹³⁹ e estar operando por no mínimo três anos. A empresa interessada se inscreve *online* e

¹³⁷ <http://financiatebvc.com/index.php>

¹³⁸ Entre USD 1 a 1,7 milhões.

¹³⁹ Tais como agricultura, caça, mineração, intermediação financeira e crédito.

recebe resposta em até cinco dias, a qual (caso positiva) informará os limites da emissão (montante e prazo máximos, taxa mínima e garantias requeridas) e a classificação de risco atribuída à companhia. Uma vez aprovada, a companhia poderá realizar uma oferta na plataforma para os investidores ali cadastrados com duração de até quinze dias úteis. A adjudicação será analisada ao final do referido período ou quando o total de intenções de investimento atingir 100% do montante ofertado, o que ocorrer primeiro. Se a demanda superar 100 milhões de pesos colombianos e equivaler a pelo menos metade da pretensão de captação, a emissão será adjudicada automaticamente e se iniciará a captação dos recursos. O sistema admite a emissão de notas comerciais (prazo entre seis e doze meses) e debêntures (prazo entre um e três anos). Os emissores devem manter os investidores informados sobre sua situação financeira semestralmente, além de fornecer demonstrações financeiras anuais e outras informações definidas pela plataforma. Os investidores também se cadastram no ambiente e passam por processo de análise que determina sua quantia máxima de investimento. Os juros e amortizações são pagos por meio da plataforma, a qual cobra tarifa igual a 1% sobre os recursos recebidos pelos investidores e um percentual sobre o valor captado pelo emissor. Em final de julho de 2018, a plataforma informava o sucesso de 54 emissões que captaram COP 3,1 bilhões, além de contar com 153 empresas e 27 investidores inscritos.

Em novembro de 2017, o Ministério de Comércio, Indústria e Turismo da Colômbia publicou a Resolução nº 2215, que regulamenta o Registro de Faturas Eletrônicas – REFEL e estabelece seus requisitos, funcionalidades e características, como o endosso eletrônico. O registro nacional unificado possibilitará a negociação das faturas eletrônicas, considerando-as como recebíveis, entre emissores e investidores/adquirentes de forma direta e por meio de plataformas eletrônicas, com foco em PMEs fornecedoras de bens e serviços. A licitação pública para contratação dos serviços de desenvolvimento e operação do REFEL está em andamento.

O MARF espanhol

Inaugurado em 2013 pela Bolsa de Madri, o Mercado Alternativo de Renda Fixa (MARF) possui objetivos e características semelhantes aos do Extra MOT Pro italiano: facilitar o financiamento de pequenas e médias empresas por meio de dívida e propiciar um ambiente de negociação restrito a investidores qualificados. Um aspecto aparentemente peculiar do MARF é a participação de assessores registrados, isto é, especialistas em mercado de capitais que atuam como intermediários entre o mercado e os emissores, auxiliando os últimos a cumprir as exigências regulatórias, por exemplo, a elaboração e o levantamento da documentação e das informações periódicas necessárias.

O MARF foi viabilizado a partir de uma série de alterações na legislação societária e no regimento de investidores institucionais, como seguradoras e fundos de pensão, a fim de criar condições de demanda e oferta. Para a listagem exige-se, no lugar do prospecto, um documento informativo sobre a companhia e o valor mobiliário oferecido, enquanto as informações periódicas requeridas limitam-se a demonstrações financeiras e fatos relevantes. Em quatro anos de funcionamento, 41 empresas captaram 7,5 bilhões de euros no MARF. Em 2017 o volume de emissões atingiu 4 bilhões de euros, enquanto o estoque de emissões ativas montava a 2,3 bilhões de euros, dos quais 60% correspondiam a ativos de médio e longo prazo¹⁴⁰.

¹⁴⁰ BMEX. 2017. El Mercado de Renta Fija Informe Anual 2017.

Noruega

O mercado de renda fixa norueguês possui dois ambientes de negociação, ambos operados pela Bolsa de Oslo. O mercado regulamentado é representado pela Oslo Børs, enquanto o ambiente autorregulado Nordic ABM (*Alternative Bond Market*) é preferido pelas PMEs. O Nordic ABM foi estabelecido em 2005 e oferece um procedimento simplificado que permite a análise de novas ofertas em apenas uma semana, período que pode ser abreviado caso o emissor tenha listagens anteriores.

Não há necessidade de submeter documentação ao regulador. Além de dispensar a elaboração de prospecto, a admissão para negociação na ABM não exige que as demonstrações financeiras da emissora sejam preparadas no padrão IFRS, embora devam ser auditadas anualmente. Os requisitos de divulgação de informações periódicas e de negociação são os mesmos vigentes na Oslo Børs. O tamanho mínimo de emissão é de NOK 2 milhões¹⁴¹ e os instrumentos podem ser denominados em qualquer moeda.

Nesse mercado, é comum a contratação de bancos de investimento para gerenciar a emissão e coordenar os demais atores do processo de listagem (agente fiduciário, custodiante, ABM etc.). O processo de montagem da operação até a efetiva listagem é relativamente célere, com duração de duas a seis semanas.

Ao final de 2017 a Nordic ABM possuía 1.274 papéis de renda fixa listados, cuja origem concentra-se no ramo financeiro (1.001 títulos emitidos por bancos e seguradoras), e que giraram NOK 385 milhões em 13 mil negócios no ano. Entre novas emissões e subseqüentes, foram captados NOK 134 milhões em instrumentos de renda fixa listados na ABM em 2017. A título de amostra, verificou-se que as vinte emissões realizadas em dezembro do mesmo ano possuíam valor médio de NOK 235 milhões¹⁴², demonstrando que instrumento se apresenta como alternativa viável para financiar empresas de médio porte, apesar da concentração observada de emissores no setor financeiro.

Propostas

As experiências aqui reunidas, provenientes de mercados em diferentes estágios de desenvolvimento, geraram numerosas percepções relevantes e aplicáveis ao caso brasileiro. Dentre os pontos mais observados nas jurisdições abordadas, destaca-se a necessidade de constituir fóruns ou grupos de trabalho para discutir e elaborar propostas concretas sobre temas complexos, conciliando os interesses dos participantes do mercado ali representados. A implementação de iniciativas de incentivo às emissões de pequenas e médias empresas, que incluíssem mudanças legais viabilizadoras e a criação de plataformas de negociação específicas e da figura de assessor financeiro com registro, também são comuns. Além disso, a simplificação de processos de registro de ofertas e da documentação exigida costumam integrar o rol de medidas para aperfeiçoar os mercados.

Assim, com base nas experiências internacionais estudadas, formulamos as seguintes propostas para o mercado brasileiro.

¹⁴¹ Equivalente a USD 240 mil, em 19.07.2018.

¹⁴² Equivalente a USD 28 milhões, em 19.07.2018.

a) Racionalização do processo de análise de ofertas e registros

- Trabalhar na redução de prazos e custos associados aos processos de análise e registro de alguns tipos de emissões como: (i) as de menor volume; (ii) subsequentes (*follow on*), a depender do tempo decorrido desde o último registro; e (iii) aquelas realizadas no âmbito de programas de distribuição, por meio de simplificação da documentação exigida, implementação de documentos pré-aprovados¹⁴³ (*shelf prospectus*) e diminuição do escopo de análise, tomando-se como base as experiências do Reino Unido, União Europeia, Israel, Noruega, Espanha e Itália.
- Revisar os procedimentos (e possivelmente as normas correspondentes) de análise de pedido de registro de emissor e de ofertas públicas de modo geral, buscando maior racionalização do processo de registro e diminuição de custos para o emissor, principalmente no caso de PMEs. Possíveis linhas de ação: (i) eliminação de algumas etapas de análise¹⁴⁴, colocando maior ênfase no *enforcement a posteriori* (à luz da SBR); (ii) assinatura de instrumentos com reguladores estrangeiros para admitir a listagem automática ou um regime de registro expresso (*fast track*) de companhias já registradas no exterior (dupla listagem); (iii) simplificação do prospecto (vide o caso da União Europeia); (iv) padronização dos textos das exigências e comentários resultantes do processo de análise, para aumentar a previsibilidade e consistência; e (v) criação de formulários eletrônicos com campos estruturados tanto para submissão de documentos da oferta/registo como para compor os relatórios de análise e ofícios de exigências.

b) Orientação e estímulo a investidores de pequeno porte

- Examinar, em conjunto com B3 e intermediários, formas de facilitar a negociação de debêntures por pessoas naturais e proporcionar maior transparência às ofertas existentes no mercado secundário. Estudar também a viabilidade de padronização e simplificação dos documentos de oferta (como o prospecto) de debêntures e notas comerciais, e/ou ainda a criação de lâminas de informações essenciais para esses ativos. Essas medidas também possibilitarão a redução de custos de assessoria jurídica para os emissores.
- Reforçar as iniciativas de educação financeira direcionadas a investidores e potenciais emissores para divulgar as características dos instrumentos de renda fixa, a relevância de sua relação risco-retorno em ambiente de baixas taxas de juros reais e as possibilidades de captação de recursos. É necessária uma estratégia clara e bem definida especialmente para a abordagem junto ao público não especializado, a fim de evitar o dispêndio elevado de recursos, normalmente demandado por este tipo de política, em troca de resultados modestos.

¹⁴³ Conforme recomendado pela IOSCO em IOSCO and World Bank Group. 2011. Development of Corporate Bond Markets in The Emerging Markets. Emerging Markets Committee.

¹⁴⁴ Torres Filho, E.T. e Macahyba, L. 2014 (*op.cit.*) sugeriram que a CVM dispensasse a aprovação do material publicitário antes da oferta e, em contrapartida, estabelecesse penalidades severas caso o emissor deixasse de cumprir obrigações como a de divulgar amplamente qualquer alteração de informação relevante aos investidores ao longo do processo de registro e distribuição.

- Estudar formas de estímulo à oferta de veículos diversificados de renda fixa, como fundos e ETFs de debêntures¹⁴⁵ (incentivadas ou não), com vistas ao aumento de opções disponíveis de investimento e gerenciamento de portfólios para investidores institucionais e de varejo, além do aumento de liquidez do mercado.

c) Relacionamento entre CVM e mercado

- Instituir, a exemplo da UE, Reino Unido, EUA e Colômbia, um comitê com especialistas provenientes da indústria, associações, emissores, intermediários e investidores para discutir e propor iniciativas de desenvolvimento do mercado, bem como o aumento de sua eficiência e liquidez.
- Estudar a criação de uma equipe de especialistas em renda fixa na CVM, para acompanhar e analisar tendências e inovações originadas pela indústria financeira e pela academia¹⁴⁶, além de responder a dúvidas e discutir novas operações com potenciais emissores e seus assessores legais, a exemplo do que existe na FCA.
- Analisar a possibilidade de criar uma base de conhecimento no portal da CVM sobre a legislação e o arcabouço regulatório, com foco inicial nas normas que regem o registro e a divulgação de informações a fim de orientar emissores e investidores.

d) Negociação eletrônica e formas inovadoras de captação de recursos

- Avaliar a necessidade de possíveis aperfeiçoamentos do marco regulatório face à popularização das plataformas eletrônicas de negociação de títulos privados. Conforme tendência observada no mercado americano¹⁴⁷, o investidor possui crescente interesse em plataformas que permitam interagir e negociar anônima e diretamente com outros investidores, intermediários e demais agentes. Alguns fatores que podem atrair a atenção do regulador são o entendimento sobre a variedade de modelos existentes de negociação eletrônica e as necessidades de maior monitoramento do mercado e aprimoramento dos métodos de gerenciamento de riscos associados às transações digitais (vide Adendo a seguir).
- Acompanhar o desenvolvimento e, quando necessário, trabalhar na regulamentação e supervisão de formas inovadoras de captação de recursos como *crowdfunding* de dívida (*crowdlending*¹⁴⁸) e venda direta de recebíveis a investidores.

¹⁴⁵ Possivelmente estender a iniciativa piloto do Banco Mundial de incentivo à criação de ETFs para o mercado de títulos corporativos, conforme previsto no documento do programa (“The I-D ETF program will initially focus on ETFs for local currency government bonds, with potential expansion into other products linked to corporate bonds and/or equities”. Fonte: The World Bank Group. 2012. Issuer-Driven Exchange Traded Fund Program).

¹⁴⁶ Um exemplo é a liderança que a CVM atualmente exerce no Laboratório de Inovação Financeira (LAB), o qual discute títulos verdes (*green bonds*).

¹⁴⁷ O interesse do investidor americano cresceu de 38% em 2014 para 43% em 2015. Fonte: Greenwich Associates. 2015. The Continuing Corporate Bond Evolution.

¹⁴⁸ Modalidade em que investidores de varejo realizam empréstimos para empresas, geralmente com o auxílio de ferramentas de *credit score* disponíveis na plataforma.

e) Outras propostas

- Estudar a viabilização de instrumentos de securitização de dívida e de recebíveis de PMEs, podendo tomar-se como base os casos italiano e colombiano.
- Examinar a viabilidade de aceitação de títulos de dívida corporativa como garantia de operações compromissadas¹⁴⁹, aluguel de ações e operações semelhantes, levando em conta parâmetros prudenciais de *rating*, garantias, prazos e outras características dos papéis.
- Iniciar estudos para permitir e estimular a emissão de dívida local em moeda estrangeira, a fim de aumentar o grau de internacionalização do mercado brasileiro.
- Estudar a criação de mecanismos de garantias para dívida emitida por PMEs, a fim de equiparar suas condições de risco-retorno aos CDBs de bancos garantidos pelo FGC, talvez nos moldes das experiências da Itália e Argentina. No Brasil, o modelo existente do BNDES FGI pode servir de inspiração.
- Incentivar a criação de metodologias e formas simplificadas de avaliação de crédito de PMEs.
- Viabilizar a figura do assessor financeiro, que poderá trabalhar junto a PMEs para preparar potenciais emissoras de dívida e estruturar as operações, de forma semelhante aos casos italiano e espanhol, como também atuar como intermediário entre a companhia e a bolsa (similarmente ao *Nomad* existente no Reino Unido).

¹⁴⁹ As debêntures eram aceitas como lastro para operações compromissadas no Brasil até 1990.

Adendo: Ambientes eletrônicos de negociação e negociações automatizadas

Um ponto de destaque observado durante o estudo das experiências mundiais é a expectativa comum de que a digitalização do mercado de renda fixa siga a mesma trajetória experimentada pelos mercados de câmbio, ações e derivativos, os quais são predominantemente eletrônicos na atualidade.

Em mercados de renda fixa que negociam ativos líquidos e com alto grau de padronização, como os papéis soberanos, as plataformas eletrônicas já intermediam a maior parte das transações. Por exemplo, em 2015 aproximadamente 70% dos negócios com títulos do tesouro americano foram efetivados de forma eletrônica, enquanto essa proporção era 50% em 2012¹⁵⁰. Oitenta por cento dos investidores europeus negociavam títulos governamentais de todo o mundo em 2015¹⁵¹.

Apesar de o alto grau de heterogeneidade e a atual baixa frequência de negociação responderem pelo menor grau de disseminação das transações eletrônicas com papéis corporativos relativamente a outros tipos de títulos, a tendência de digitalização também está presente nesse mercado. Estima-se que 20% e 40% do volume negociado de títulos emitidos por empresas americanas e europeias (respectivamente) com grau de investimento tenham ocorrido por meios eletrônicos em 2015¹⁵², o que representou um aumento de 25% sobre o ano anterior para o caso norte-americano.

Aproximadamente 85% das transações digitais envolveram valores nominais inferiores a USD 1 milhão¹⁵³, indicando que os negócios de maior porte ainda eram conduzidos primordialmente pelo telefone. Presume-se¹⁵⁴ que os custos de transação diminuiriam em média 70% e os *spreads* se reduziriam em 77% se o mercado de renda fixa corporativa americano fosse centralizado em bolsa.

No entanto, acredita-se que dois produtos de investimento, que se popularizaram de forma relevante nos últimos anos, contribuirão para a digitalização do mercado de dívida corporativa: os fundos de índices e os fundos de previdência com data-alvo ou ciclo de vida¹⁵⁵. Os fundos de índices foram analisados em detalhe anteriormente. Os fundos de previdência com ciclo de vida se caracterizam por automaticamente direcionarem maior alocação para ativos de renda fixa à medida que a data-alvo se aproxima. E ao longo de sua trajetória, os fundos são continuamente rebalanceados a fim de manter a proporção de sua carteira entre renda fixa e variável, vendendo as posições lucrativas e comprando os ativos que se desvalorizaram.

Essa estratégia de investimento é *contraintuitiva (contrarian)* e, portanto, ajuda a prover liquidez e estabilizar o mercado, principalmente nas ocasiões em que os agentes seguem um comportamento de manada. Assim, não apenas a evolução do patrimônio desse tipo de fundo tende a aumentar a demanda por instrumentos de dívida como também o seu mecanismo de balanceamento de ativos pode contribuir para o desenvolvimento das plataformas eletrônicas, atuando ali como ofertantes relevantes.

¹⁵⁰ Fonte: Banco de Compensações Internacionais, 2016. *Electronic Trading in Fixed Income Markets*.

¹⁵¹ Fonte: Vanguard Commentary, 2016. *Innovation and Evolution in the Fixed Income Market*.

¹⁵² Fontes: Greenwich Associates, 2015. *Op.cit.* e Banco de Compensações Internacionais, 2016. *Op.cit.*

¹⁵³ Fonte: Banco de Compensações Internacionais, 2016. *Op.cit.*

¹⁵⁴ Plante, S. 2017. *Should Corporate Bond Trading Be Centralized*. Universidade da Pensilvânia.

¹⁵⁵ *Ibid.*

As melhores práticas hoje existentes nos mercados acionários eletrônicos podem impactar positivamente o ambiente de negociação de títulos, se implementadas. São elas: simetria de informações, por exemplo, entre formadores de mercado e clientes; transparência e equalização dos custos de negociação; governança sob a forma de representação dos diferentes agentes; supervisão de mercados com capacidade de interrupção de negociações e identificação de práticas não equitativas; tecnologia robusta e resiliente; e existência de protocolos para a resolução de disputas¹⁵⁶.

A negociação eletrônica pode reduzir custos transacionais à medida que diminui o tempo gasto pelos intermediários para buscar contrapartes e permite a automatização do processamento de ordens, sua liquidação e custódia de ativos. Será possível também proporcionar maior acesso dos investidores ao mercado de dívida e colocar vendedores e compradores de diferentes naturezas e propósitos de investimento (fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras, investidores individuais etc.) diretamente em contato, aumentando a probabilidade de ocorrência de negócios. Por último, a negociação eletrônica poderá acarretar em maior transparência e determinação mais ágil de preços com base nos negócios realizados e encontro entre demanda e oferta, respectivamente.

O estoque crescente de títulos americanos de renda fixa corporativa e a diminuição de atividade dos formadores de mercado têm atraído novas plataformas eletrônicas de negociação, responsáveis por formas inovadoras de fornecimento de serviço aos investidores. Em estudo de 2016, a SIFMA¹⁵⁷ identificou diversas tendências para a transação eletrônica: introdução de novos protocolos de negociação e aperfeiçoamento dos protocolos existentes para identificar oportunidades de liquidez e facilitar a precificação de títulos, busca de negócios de maior volume, suporte crescente a ordens firmes e executáveis, além da introdução de melhorias para a proteção do anonimato das contrapartes e a prevenção de vazamento de informações.

A evolução dos ambientes eletrônicos ocorre na direção de oferecer possibilidade de interação virtual e negociação diretamente entre todos os participantes (*all-to-all trading*), maior disponibilidade de informações sobre preços, ampla conectividade com os sistemas e processos internos dos participantes do mercado, capacidade de negociar diversas classes de ativos emitidos em várias moedas e jurisdições, entre outras funcionalidades.

O crescimento do volume negociado eletronicamente no mercado secundário de títulos também se observa nas duas plataformas de negociação de dívida pública existentes no Brasil. A SELIC, lançada em 2012 pelo Banco Central, reportou média diária de R\$ 12,1 bilhões de títulos públicos transacionados em 2013 e R\$ 19,8 bilhões em 2017. A CETIP | Trader da B3, que também oferece ambiente de negociação de dívida privada (debêntures), negociou 979 milhões de títulos públicos por dia em 2015 e R\$ 3,8 bilhões em 2017¹⁵⁸.

Outra forma de digitalização é a geração autônoma e automatizada de ordens por algoritmos ou outros mecanismos eletrônicos. No mercado de títulos soberanos, o crescimento da negociação automatizada fez diminuir em média os lotes negociados, visto que os algoritmos tipicamente operam em quantidades menores

¹⁵⁶ Fonte: Theisen, S. 2018 *Op.cit.*

¹⁵⁷ Fonte: The Securities Industry and Financial Markets Association. 2016. "SIFMA Electronic Bond Trading Report: US Corporate & Municipal Securities". Para a elaboração do relatório, a SIFMA entrevistou representantes de dezenove plataformas, das quais quinze se encontravam ativas então, e ali descreveu o panorama da indústria com riqueza de detalhes técnicos.

¹⁵⁸ Fonte: ANBIMA. Boletim de Renda Fixa de março de 2018.

para limitar a exposição ao risco, e reduziu o tempo de permanência das ofertas no livro, o que sinaliza um aumento da velocidade de negociação.

Estima-se que metade das transações com títulos do tesouro americano é efetivada por meio de algoritmos de negociação de alta frequência¹⁵⁹. De acordo com a literatura científica, o impacto das negociações automatizadas e de alta frequência nos outros mercados é controverso. Existem preocupações quanto à estabilidade financeira (e.g., oscilações abruptas causadas por múltiplas ordens automatizadas, como o *flash crash* de 2010) e aos eventuais custos impostos às contrapartes dos *traders* de alta velocidade. Ainda não existem dados suficientes para concluir sobre o caso específico do mercado de dívida privada.

O avanço das negociações eletrônicas no âmbito do mercado de renda fixa impõe possíveis novos desafios para os reguladores. O BIS¹⁶⁰ identificou quatro áreas de atenção:

1. Divulgação e monitoramento de informações e dados

À medida que as transações efetuadas por meios eletrônicos se tornam prevalentes, será necessário monitorá-las por meio de acesso mais frequente e granular aos dados correspondentes. A interação entre os órgãos reguladores e os participantes do mercado é um importante complemento à atividade de supervisão.

2. Estabilidade e bom funcionamento do mercado

É aconselhável que reguladores e agentes do mercado intensifiquem esforços para compreender os impactos da automatização, especialmente as negociações de alta frequência e por meio de algoritmos. Para tanto, o uso de um conjunto adequado de métricas para avaliar a estabilidade e o funcionamento do mercado deve ser estudado, no lugar do emprego isolado de um indicador. Por exemplo, *spreads* reduzidos entre ofertas de compra e venda podem sugerir um grau elevado de eficiência do mercado que não necessariamente se confirma em situações de estresse.

3. Gerenciamento de riscos

A expansão das transações eletrônicas acarreta na necessidade de se observar novos aspectos do gerenciamento de riscos. A confiabilidade da infraestrutura digital, por exemplo, passa a ocupar papel central na mitigação de riscos operacionais relacionados à falha sistêmica. A análise de possíveis impactos simultâneos em vários mercados por conta de funcionamento anômalo de um dado sistema de negociação (*spilling over*) não é trivial e exige estudo de diversos cenários econômicos e das condições de correlação/integração entre mercados. Novos riscos ligados à compensação e liquidação de ativos podem surgir caso essas atividades ocorram fora da câmara central, ou seja, entre usuários de uma mesma plataforma ou ambiente de negociação. Os reguladores devem atentar para a concentração de negociações em determinadas plataformas, o que torna sua infraestrutura sistemicamente relevante, e estimular a introdução de mecanismos que permitam o reestabelecimento do mercado em caso de falha. O emprego de *circuit breakers* também deve ser avaliado.

¹⁵⁹ Fonte: Vanguard Commentary. 2016. *Op.cit.*

¹⁶⁰ Fonte: Banco de Compensações Internacionais. 2016. *Op.cit.*

A regulação e os códigos de melhores práticas de negociação necessitam constantemente ser adaptados à evolução do ambiente de mercado. Os códigos podem prever melhores práticas para transações automatizadas para evitar estratégias que provoquem a disrupção dos mercados ou que não sejam equitativas. A mudança de papéis dos agentes de mercado pode motivar mudanças regulatórias que permitam o equilíbrio de forças, p.ex., exigências de registro para o exercício de determinadas atividades e aderência a normas de atuação¹⁶¹. É necessário também atentar para que a regulação não seja restritiva a ponto de inibir a inovação e a busca de maior eficiência, integridade e confiabilidade.

¹⁶¹ Um exemplo prático é a diretiva MIFID II da União Europeia, a qual exige o registro de firma de investimento a todos os participantes que utilizam algoritmos para negociação de ativos.

III – Entrevistas com Participantes do Mercado

Com o objetivo de explorar as barreiras e dificuldades percebidas pelos diversos agentes atuantes nos mercados primário e secundário de dívida corporativa no Brasil, entrevistamos, entre novembro de 2018 e fevereiro de 2019, representantes dos seguintes segmentos:

Tabela 12 – Instituições entrevistadas

Segmento	Nº de instituições
Estruturadores de emissões	3
Emissores	4
Private banking	2
Escrituração, custódia e compensação	1
Administradora de mercado organizado	1
Seguradora	1
Gestora de fundos de investimento	2
Entidades de previdência complementar	3

Todos os entrevistados relataram perceber que um desafio relevante para o desenvolvimento do mercado de renda fixa corporativa diz respeito à dinâmica do mercado secundário, visto como engessado e pouco propenso a superar espontaneamente as condições que desfavorecem a liquidez dos papéis negociados.

Relataram haver grande concentração dos títulos, com destaque para as debêntures de infraestrutura, altamente concentradas no setor de energia (47% do volume subscrito desde 2012, vide Capítulo I). O investimento nesse tipo de ativo acaba sendo limitado à disposição dos agentes em ampliar sua exposição aos riscos de um mesmo setor.

Além da baixa diversidade de emissores, os investidores institucionais se queixam da tendência ao “encarteiramento” dos melhores títulos por parte dos bancos, o que restringiria ainda mais suas opções de investimento.

A estratégia *buy and hold* é considerada como inevitável e não foram citadas alternativas no curto prazo a esta prática. Como o mercado é ilíquido demais para estimular transações, o máximo que se observa é rolagem de dívida antiga, e mesmo esse tipo de procedimento é visto como complexo. Sobre esse ponto, que será mais explorado adiante, acreditam que facilitar operações de recompra poderia estimular que papéis próximos à data de vencimento permanecessem negociáveis.

Uma ressalva importante foi feita com relação à atuação dos fundos com liquidez imediata, que teriam maior propensão a realizar operações com debêntures no mercado secundário em função da valorização ou perda de valor dos papéis. Um participante relatou que é comum que esses fundos operem com liquidez de 30% do patrimônio líquido e que sejam relativamente ativos na negociação de debêntures, com o objetivo de obter ganhos superiores ao índice de referência. O mesmo entrevistado informou que nos últimos anos

tem-se observado um crescimento do ativismo de *assets* independentes, o que tem contribuído para a descentralização e para o fortalecimento desse mercado.

Alguns entrevistados relataram que a persistência histórica de uma situação de pouca liquidez estimulou o desenvolvimento de uma cultura de desconfiança com relação ao ato de desfazer posições no secundário. Ao vender determinado título de dívida, por exemplo, um fundo poderia sinalizar ao mercado, involuntariamente, que sua decisão de investimento fora equivocada ou ele percebeu que há algo de errado com o emissor.

A seguir, analisamos as contribuições colhidas e classificadas por tópicos, em função dos assuntos mais citados pelos entrevistados como determinantes dos gargalos ao desenvolvimento do mercado doméstico. Os principais foram:

a) Arcabouço regulatório das ofertas públicas

Os entrevistados destacaram que ofertas públicas de instrumentos de dívida no Brasil demandam maior mobilização de recursos humanos, acarretam mais custos e levam mais tempo do que no exterior. Alegam que alguns requisitos legais e regulatórios específicos do nosso mercado contribuem para essa desvantagem com relação a outras jurisdições, tanto no que diz respeito aos custos quanto ao tempo de emissão.

Os principais pontos levantados foram:

- (I) a necessidade de atualizar o Formulário de Referência, tarefa que geralmente envolve diversas áreas da companhia, além de assessores legais e auditores;
- (II) a obrigação de submeter documentação à análise da CVM no âmbito de programa de distribuição ou no caso de Emissor de Grande Exposição ao Mercado (EGEM); e
- (III) a exigência¹⁶² de fixação de taxa e volume de debêntures a serem emitidas em reunião de conselho de administração (RCA), quando há delegação de competência prevista em estatuto social.

Em relação ao último ponto, certas companhias precisam pautar a deliberação correspondente com antecedência mínima¹⁶³. Dessa forma, além de implicarem maiores custos de emissão, os fatores anteriores dilatam o tempo total do processo de estruturação da oferta e a expõem às flutuações do mercado, as quais podem inviabilizá-la caso seus parâmetros sejam ultrapassados.

A necessidade de atualização do formulário de referência para realizar oferta pública exerce influência indireta nos custos das emissões. Dispositivos normativos¹⁶⁴ determinam que o intermediário líder da oferta

¹⁶² Art. 59 da Lei 6.404/76.

¹⁶³ O tema poderia ser discutido em RCA extraordinária mas a convocação para esse tipo de decisão não é prática usual nos grandes emissores entrevistados.

¹⁶⁴ Art. 56, §1º, da Instrução CVM nº 400/03: “A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:

I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta [...]”

A mesma responsabilidade é atribuída nas ofertas com esforços restritos pelos arts. 11 e 12 da Instrução CVM nº 476/09.

assegure a veracidade das informações prestadas pela emissora. Em função disto, contrata assessores legais para realizar *due diligence*. Esse procedimento é considerado rigoroso pelas companhias, demandando volume grande de documentos e dados para respaldar as opiniões dos assessores legais sobre as diversas informações atualizadas do formulário. Em outras jurisdições, uma carta de conforto dos auditores sobre as informações financeiras da ofertante é suficiente, sendo também solicitada no caso brasileiro para atualização das partes quantitativas do formulário.

Na opinião dos entrevistados, a vedação de concessão de registro de oferta em até 16 dias antes da divulgação de informações financeiras¹⁶⁵ (*blackout*) limita significativamente as durações das “janelas” de mercado disponíveis ao longo do ano para emitir novos valores mobiliários. Tal período de restrição, quando somado aos prazos necessários para pautar e aprovar em RCA (2 a 3 semanas), tramitar documentação na CVM (mínimo de cinco dias, para EGEM), realizar *roadshow* (2 a 3 semanas) e finalizar as demonstrações financeiras anuais, chega a praticamente impossibilitar a realização de ofertas durante o primeiro trimestre, segundo informado por um representante de companhia aberta. “Janelas” relativamente estreitas não só podem dificultar emissões devido ao prazo necessário para a estruturação da operação como também pela concentração simultânea de diferentes ofertas, que terminam por competir entre si pela limitada liquidez do mercado doméstico.

Dois respondentes sugeriram que facilitar a reabertura de emissões ou séries¹⁶⁶ em circulação no mercado de renda fixa tornaria mais ágeis a realização de ofertas. Enquanto a norma atual determina um intervalo de quatro meses entre ofertas¹⁶⁷, foi sugerido o encurtamento para poucos dias. Isso daria maior segurança para o emissor, na medida em que, não sabendo *a priori* o tamanho da demanda e temendo o risco de não ser capaz de vender todo o volume ofertado, termina por introduzir um viés conservador às expectativas, tendendo a subdimensionar a demanda pelo ativo emitido. Os entrevistados argumentam que se a nova oferta de uma mesma série fosse rápida e simples, os emissores poderiam testar o tamanho da demanda ao longo do processo, o que contribuiria para uma maior convergência entre demanda e oferta.

Especificamente no caso das ofertas públicas com esforços restritos, vários participantes sugeriram a flexibilização dos limites vigentes¹⁶⁸ para a quantidade de investidores profissionais que podem ser contatados (75) durante a oferta e subscreverem-na (50). Uma consequência das restrições atuais é a necessidade de contratar garantia firme de colocação (sobretudo para emissões de maior volume) junto aos bancos coordenadores, os quais incluem os custos de *hedge* incorridos no intervalo de noventa dias (*lock-up*) de vedação à revenda¹⁶⁹. Esse custo de contratação de garantia firme foi classificado como bastante relevante pelos entrevistados. Outra implicação é o reduzido alcance das referidas “ofertas 476”, que atualmente

¹⁶⁵ Por força do art. 14, §4º, da Instrução CVM nº 400/03.

¹⁶⁶ Essa sugestão também foi apresentada e discutida no Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança de Longo Prazo (GTMK).

¹⁶⁷ “Art. 9º O ofertante não poderá realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM” (Instrução CVM nº 476/09).

¹⁶⁸ Art. 3º da Instrução CVM nº 476/09.

¹⁶⁹ A obrigação legal de deliberar o volume de emissão em RCA também contribui para a necessidade de contratar garantia firme para evitar que as oscilações de mercado prejudiquem a emissão.

contam com pouca participação de pequenas gestoras de recursos, clubes de investimento e pessoas naturais, resultando em menor liquidez do mercado secundário.

Os mecanismos previstos pela ICVM 476 são matéria de grande interesse de todas os agentes participantes da oferta, uma vez que se tornaram a principal via de emissão de títulos de renda fixa corporativa. Todos parecem concordar que a distância entre o volume emitido pela ICVM 400 e pela ICVM 476 é um indício de que seria necessário rever a primeira, visando estabelecer um novo equilíbrio entre as condições.

Um representante de emissora estatal informou que a constituição de instituição líder da oferta traz a necessidade de prestar esclarecimentos ao departamento interno de *compliance*, o que desviaria o foco da área de mercado de capitais da companhia. Visto que a figura do líder é central no relacionamento entre o emissor e a CVM, entendemos que a questão exige exame cuidadoso.

Os participantes citaram, como fatores causadores de distorções, os instrumentos incentivados e os limites percentuais de participação de fundos em uma determinada oferta.

Dois participantes argumentaram que a isenção fiscal das debêntures incentivadas, CRI e CRA para pessoas físicas pode resultar em decisões de investimento descoladas da análise do negócio por agentes com menos recursos para avaliar operações de alta complexidade, crédito de empresas ou projetos de infraestrutura. Um dos participantes ponderou que se a isenção fosse concedida para o emissor, o efeito colateral seria mitigado.

Com relação aos limites percentuais máximos de participação de fundos em determinada oferta, foram descritas situações nas quais a limitação prejudicaria lançamentos de diferentes tamanhos. No caso de pequenas emissões, as restrições desestimulariam o interesse de compradores interessados em volumes maiores, uma vez que adquirir pequenas quantidades de determinado título não compensa os custos associados a entrar na oferta, em especial aqueles ligados à análise de crédito.

Já para grandes emissões, restringir a participação de um comprador a um percentual máximo da oferta poderia dificultar o atingimento de demanda suficiente para atender às necessidades do emissor, o que poderia inviabilizar todo o processo.

Face aos pontos levantados, as entrevistas produziram as seguintes propostas, algumas das quais já mencionadas no Capítulo II do presente estudo:

- Estudar a possibilidade de simplificar o rol e/ou o escopo de documentos a serem atualizados e analisados quando da realização de oferta pública de instrumentos de dívida, segundo o critério de relevância para o investidor. Nesse sentido, o programa de distribuição poderia ser repensado de forma a agilizar suas emissões, sobretudo quando efetuadas por uma EGEM.
- Avaliar a viabilidade de a CVM emitir entendimento ou parecer sobre a obrigação legal de fixação das condições de emissão de debêntures, de modo a acomodar melhor as flutuações de mercado.
- Analisar o período de *blackout* tendo em vista o equilíbrio entre manter a proteção do investidor pretendida pela norma atual e os benefícios potenciais de eventual redução ou eliminação do período restritivo em questão. Nesse sentido, a CVM aprovou, em 2019, deliberação que eliminou experimentalmente a necessidade de observar esse intervalo¹⁷⁰ para todas as ofertas públicas de valores mobiliários.

¹⁷⁰ Deliberação CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019.

- Estudar a possibilidade de flexibilização dos limites de destinatários e subscritores profissionais de ofertas públicas de esforços restritos, podendo-se por exemplo estabelecer parâmetros variáveis em função do volume ofertado.
- Examinar a conveniência de se reduzir o intervalo de tempo exigido entre a emissão de uma série e sua reabertura.

b) Custos associados à emissão

A fim de buscar reflexões para aumentar o nível de atratividade do mercado doméstico, perguntamos sobre os custos relevantes das emissões e como poderiam ser reduzidos.

Os principais custos levantados ao longo das entrevistas podem ser classificados em dois tipos:

1. Custos com impacto contábil direto na emissão:
 - 1.1. Taxas (*fees*) cobradas pelos bancos intermediadores
 - 1.2. Custos de classificação de crédito (*rating*)
 - 1.3. Honorários de advogados
 - 1.4. Mão de obra alocada
2. Outros custos:
 - 2.1. Tempo de emissão (custo de oportunidade)
 - 2.2. Risco regulatório

Os custos apontados como mais significativos, cujo impacto sobre o processo decisório do emissor é mais impeditivo e com maior potencial de redução, foram os do segundo grupo. O tempo de emissão, em particular, foi apontado como o maior fator inibidor da captação de recursos via instrumentos de renda fixa no mercado doméstico. Embora exerça impacto sobre custos tangíveis com mão de obra alocada, o componente intangível do tempo de emissão diz respeito, nesta discussão, ao custo de oportunidade atribuído à velocidade do processo de emissão, o que leva o emissor a uma situação não ótima de *trade-off* entre obter recursos a menores taxas no mercado de capitais contra captar mais rápido de outras formas.

A dimensão do custo de oportunidade depende do setor e da natureza do negócio da companhia, mas são sobretudo os maiores emissores os mais afetados pelo tempo médio de emissão. Por um lado, o tempo requerido pela diligência cresce em função da complexidade da companhia, o que contribui para o alargamento do calendário. Quanto mais se alonga o processo de emissão, maior o risco de, ao final deste processo, aquela demanda por capitalização não corresponder mais às necessidades da companhia ou, no limite, serem estourados os prazos definidos pela conselho de administração ou assembleia para aquela capitalização. Longos prazos terminam por estimular que o grande emissor acesse o crédito bancário, mesmo que em situação de desvantagem de custos, ou outros mercados mais ágeis no exterior.

No caso dos pequenos e médios emissores, os principais custos apontados foram aqueles relacionados

à regulação. A quantidade requerida de informações, segundo os entrevistados, inviabiliza o acesso de companhias pequenas ao mercado, uma vez que já possuiriam a desvantagem de, do ponto de vista dos investidores, terem associados a seus títulos riscos mais elevados. Soma-se a estes fatores o fato de que em um mercado com pouca liquidez, onde a precificação já é difícil para papéis com maior volume em circulação, títulos de emissões pequenas provavelmente não terão preço bem definido e com ampla aceitação pelos agentes. O risco associado à liquidez quase zero destes papéis, que se traduz em prêmio de liquidez exigido pelos investidores, tornaria o acesso ao mercado de renda fixa ainda mais caro para o pequeno emissor.

No que diz respeito aos custos com impacto contábil direto na emissão, um estruturador questionou a forma de cobrança atual da taxa de registro de emissão estruturada sob sistema de vasos comunicantes. Como o recolhimento hoje deve ser realizado por série e pelo valor máximo total da emissão, o custo da operação é bastante superior (podendo ser um múltiplo) ao de uma oferta de série unitária.

Os custos com auditoria e revisão de classificação de crédito foram mencionados por três participantes. Um dos entrevistados atribuiu à falta de concorrência entre prestadores destes tipos de serviços os preços supostamente altos, o que seria especialmente custoso para pequenas e médias emissões. Para grandes emissões, este custo seria diluído e se tornaria pouco relevante.

A alteração da frequência de atualização de *rating*¹⁷¹ de CRI e CRA emitidos a partir do final de 2018, de anual para trimestral, acarretou aumento de 300% na despesa correspondente. Segundo um dos respondentes, os créditos dos certificados sem revolvência (aquisição de novos direitos creditórios com a utilização de recursos provenientes do pagamento dos direitos originais da emissão) são constantes e, portanto, não careceriam de monitoramento trimestral.

Cabe aqui destacar a recomendação exarada pela IOSCO¹⁷² para que os investidores tenham acesso às mesmas informações sobre a estrutura da operação de securitização que viabilizou os certificados e sobre os recebíveis, com igual nível de detalhe que aquelas disponibilizadas às agências de classificação de risco. Dessa forma, os investidores podem avaliar os dados recebidos em primeira mão e tomar melhores decisões, reduzindo sua dependência do *rating* – preocupação assinalada pelo *Financial Stability Board* em 2011. Nesse sentido, vale ressaltar que a CVM aperfeiçoou o regime informacional da CRA ao editar a Instrução nº 600/18.

Foi também questionada a necessidade de fornecer informações sobre capitalização da empresa devedora no prospecto de emissão de CRI/CRA, por retratarem uma situação hipotética após a realização da oferta e demandarem a contratação de serviço de auditoria para emissão de carta de conforto.

Na opinião dos entrevistados, os custos cobrados pelos coordenadores de ofertas para disponibilizá-las a seus clientes pessoas naturais são significativos e superiores aos praticados no mercado internacional. Uma das causas apontadas foi a grande concentração do mercado, mas o fator determinante, na opinião de uma parcela dos participantes, está relacionado ao risco regulatório. Outros defenderam medidas que estimulassem a desintermediação do processo de emissão. O tema merece aprofundamento e discussão

¹⁷¹ Instituída pela Instrução CVM nº 600/18, para os CRA.

¹⁷² International Organization of Securities Commissions. 2012. Global Developments in Securitisation Regulation. No mesmo diapasão, a IOSCO também recomenda, como boas práticas, que os gestores de recursos tenham capacidade e processos para avaliar riscos de crédito e compreender as metodologias empregadas pelas agências para produzir *ratings*. Vide IOSCO. 2015. Good Practices on Reducing Reliance on CRAs in Asset Management.

entre emissores, coordenadores e outras entidades.

As sugestões decorrentes são:

- Analisar a possibilidade de revisar entendimento sobre a cobrança de taxa de registro prevista na Lei nº 7.940/89 para o caso de sistema de vasos comunicantes, de forma a equilibrá-la entre as séries.
- Estudar a possibilidade de aceitar, para ofertas, referência às informações financeiras disponíveis de companhias abertas emissoras de CRI/CRA, sem a necessidade de nova revisão de auditoria.
- Rever a necessidade de revisão trimestral de classificação de crédito para títulos sem revolvência, como CRIs ou emissões de CRAs aplicáveis, tendo em conta os avanços obtidos pela Instrução CVM nº 600/18 em termos de divulgação de informações ao público investidor.

c) Público investidor

Os entrevistados sugeriram a previsão de voto à distância para assembleias de detentores de instrumentos de dívida. O pleito se baseia em experiência decorrente da fusão entre a Fibria Celulose S.A. e a Suzano Papel e Celulose S.A., a qual potencialmente dispararia cláusulas de vencimento antecipado constantes das escrituras de CRAs emitidos pela primeira. Segundo os respondentes, foi necessária uma mobilização concentrada dos coordenadores da oferta, corretoras e bancos para reunir as procurações e o quórum mínimo necessário para deliberação nas nove assembleias gerais ocorridas em 16.08.2018, processo que porventura seria menos custoso com a implementação do voto à distância.

Diversos participantes questionaram o critério atualmente utilizado para a definição de investidor qualificado¹⁷³. A crítica se baseia na premissa de que volume de investimentos financeiros não está necessariamente correlacionado com entendimento sobre o mercado e os produtos, bem como tolerância a riscos. Essa questão é relevante na medida em que ofertas públicas de notas promissórias devem ser exclusivamente dirigidas a essa categoria de investidores e a ela estão limitadas as negociações de ativos emitidos em ofertas com esforços restritos, além de outras previsões normativas referentes à dívida privada. Foi proposto que os investidores fossem classificados segundo seu nível de conhecimento, provavelmente de forma similar a uma certificação online, podendo-se também considerar o grau de tolerância a risco.

A criação de documento similar à lâmina de informações essenciais foi bastante citada como uma forma de facilitar os investimentos por pessoas naturais. Uma sugestão para o novo documento é a inclusão de uma escala de risco do ativo que sintetizasse características como garantias e *duration* em um índice.

Sugestões:

- Dado que as disposições da Instrução CVM nº 481/09 são válidas para assembleias de acionistas, caberia verificar a possibilidade de estender sua aplicação a assembleias de detentores de dívida, especialmente no tocante aos mecanismos de voto à distância.

¹⁷³ Art. 9º-B da Instrução CVM nº 539/13, com redação dada pela Instrução CVM nº 554/14.

- Incorporar a questão da definição de investidor qualificado trazida pelos entrevistados ao estudo atualmente conduzido pela CVM e COPPEAD-UFRJ, sobre a aplicação de ciências comportamentais na segmentação de investidores individuais, com vistas a futuro aprimoramento das normas correspondentes.
- Estudar a criação de novo documento com informações essenciais, com as devidas adaptações para os instrumentos de renda fixa.

d) Investidor estrangeiro

Os entrevistados atribuíram a baixa participação de investidores estrangeiros no mercado brasileiro de dívida privada sobretudo à isenção de imposto de renda sobre rendimentos auferidos em títulos públicos, em vigor desde 2006. A medida teve o efeito positivo de atrair capital externo para a dívida pública e alongá-la, porém desde então o prêmio pago pelos instrumentos privados não tem sido suficiente para proporcionar relação risco-retorno superior à dos papéis emitidos pelo governo. Mesmo no caso das debêntures incentivadas, as grandes emissões tendem a pagar juros inferiores à SELIC e, portanto, atraem poucos investidores não residentes.

Segundo os entrevistados, as particularidades do mercado brasileiro de renda fixa dificultam a compreensão dos instrumentos disponíveis pelo investidor estrangeiro. A variedade de indexadores e formas de indexação (spread ou percentual), garantias, estruturas de amortização e de pagamento de juros adotados no Brasil apresentam relativa complexidade em comparação com os títulos corporativos transacionados no mercado internacional. Essa distância entre os mercados brasileiro e de outras jurisdições não ocorre, a título de comparação, no mercado de ações.

A baixa liquidez e o volume financeiro envolvido nas emissões domésticas também influenciam na atratividade do mercado brasileiro para o investidor estrangeiro, sobretudo de grande porte. Níveis reduzidos de liquidez do mercado secundário prejudicam a desmontagem de posições, portanto desestimulam investidores de perfil mais agressivo, por exemplo. E os volumes financeiros das ofertas brasileiras são considerados pequenos para justificar uma análise de crédito, parcialmente devido à depreciação da taxa de câmbio ocorrida nos últimos anos.

Adicionalmente, a escolha de denominações que parecem naturais para o investidor doméstico podem não o ser para o estrangeiro – por exemplo, a debênture incentivada –, que tomou emprestado o termo “debênture”, mas possui tributação diferenciada¹⁷⁴ ou ainda é denominada “debênture de infraestrutura”, sem menção ao incentivo. Na mesma linha, destacam-se as regras e convenções peculiares do mercado nacional apontadas em outro estudo¹⁷⁵ como a negociação realizada por taxa (em vez de preço), a convenção de capitalização composta por 252 dias úteis (em vez de linear em 360 dias por ano), além do emprego de fórmulas complexas para o cálculo de juros e preço unitário dos papéis. Segundo o autor, ainda que a “tecnicidade excessiva” e a

¹⁷⁴ No caso norte-americano, tem-se o exemplo dos títulos municipais, que são indistintamente isentos de imposto de renda da mesma forma que os CRI e CRA brasileiros.

¹⁷⁵ Miranda, M. 2017. Monstros da Nossa Própria Criação: Tecnicidade Excessiva Como Custo de Transação no Mercado de Crédito Privado no Brasil. In: Bastos, A. M. Sistema Financeiro Nacional: O Que Fazer?: Propostas Sob Diferentes Perspectivas. Rio de Janeiro: Elsevier.

diversidade de características dos instrumentos nacionais não impeçam o investimento externo elas reduzem o interesse dos investidores quando realizam comparações com outros mercados emergentes.

A adoção de estímulos a padronização de escrituras de emissão e o emprego de modelos parametrizáveis foram sugeridos por vários participantes como ações que poderiam melhorar a atratividade desses títulos frente aos investidores estrangeiros, na medida em que reduziriam o custo informacional de seu processo de tomada de decisão.

Dois participantes destacaram a falta de regras para orientar ofertas (públicas ou privadas) de instrumentos brasileiros a investidores no exterior. Apesar de ser potencialmente interessante para o desenvolvimento do mercado nacional, essa regulamentação depende da negociação de acordos internacionais hoje inexistentes.

Todos os entrevistados ponderaram que, mesmo em condições ideais de estímulo, o potencial de atração do investidor estrangeiro para este mercado é, na melhor das hipóteses, moderado. De todo modo, as sugestões surgidas das discussões são:

- Estimular a criação de instrumentos de dívida brasileiros com características e convenções mais próximos às dos *bonds* internacionais, tais como pagamento de juros semestrais, amortização no vencimento (*bullet*) e capitalização linear 30/360.
- Estudar a adoção de selo ou denominações padronizadas de produtos de renda fixa que favoreçam a distinção por tratamento tributário e outras características.
- Propor a formulação de modelos de escrituras de emissão (sem adoção compulsória) ou escrituras parametrizáveis, de modo a facilitar a compreensão imediata dos pontos de afastamento de cada contrato com relação ao modelo padrão. Nesse sentido, poderia ser aventada uma revisão da Instrução CVM nº 404/04, que dispõe sobre procedimento simplificado de registro aplicável a debêntures padronizadas, a fim de torná-la mais efetiva.
- Empreender esforços para estabelecer um tratamento tributário harmônico para títulos públicos, privados e empréstimos bancários¹⁷⁶.

e) Mercado secundário

Um dos tópicos mais recorrentes, ao longo das entrevistas, teve por objeto o círculo vicioso da baixa liquidez no mercado secundário de títulos privados de renda fixa. As três causas mais frequentemente citadas para a baixa demanda no secundário foram:

1. a competição com títulos públicos, que atuam como enxugadores de liquidez;
2. a dificuldade de padronização dos contratos, que torna o processo decisório de investimento mais custoso, afasta o investidor estrangeiro e dificulta a precificação dos ativos; e

¹⁷⁶ Recomendação constante do relatório conjunto da IOSCO e Banco Mundial: Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions e World Bank Group. 2011. Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets.

3. a eventual deficiência na precificação dos ativos pelo mercado, o que também encarece o processo decisório.

Um mercado secundário atrofiado, por sua vez, dificulta a formação de preços e inviabiliza um processo de convergência espontânea para um grau mínimo de padronização dos ativos de renda fixa corporativa, sem a necessidade de interferência regulatória.

Em função do escopo definido para este trabalho, trataremos as condições de negociação dos títulos públicos como variáveis exógenas, excluindo-as dos caminhos possíveis a serem levantados para a superação do círculo vicioso descrito acima. Resta, portanto, no que tange a possíveis soluções para o mercado secundário de títulos de renda fixa corporativa, explorar as questões informacionais que geram gargalos ao seu desenvolvimento: a baixa padronização de contratos, a dificuldade de o mercado precificar os ativos pelas suas próprias negociações e a ausência de formador de mercado para certos instrumentos de dívida privada.

A liquidez próxima a zero é o fator dominante para a dificuldade de precificação dos títulos, uma vez que dificulta a formação de um mercado secundário. Em decorrência dessa atrofia do mercado secundário, torna-se difícil de precificar o prêmio de risco relacionado ao tempo restante até o vencimento do título.

Os respondentes ressaltaram a importância do gerenciamento do passivo por meio de recompra de papéis de dívida pelos emissores. Tal faculdade é regida pela Lei das S.A. com as alterações promovidas pela Lei nº 12.431/11, restando pendente apenas a regulamentação (por parte da CVM) do procedimento de aquisição por valor acima do nominal¹⁷⁷. A facilitação de operações de recompra poderia ajudar a diminuir a disparidade entre a liquidez de papéis recém-emitidos daqueles próximos da data de vencimento, ajudando a mitigar, ao menos parcialmente, eventuais distorções resultantes da dificuldade de precificar a perda de valor dos títulos à medida em que se aproximam do vencimento, uma vez que poderia melhorar a percepção de liquidez desses ativos. A possibilidade de substituição de séries próximas do vencimento por novas, atualmente sem previsão legal ou normativa, seria uma alternativa que abarcaria as operações de recompra e emissão, simplificando o processo.

Alguns participantes mencionaram que proporcionar maior transparência dos preços dos ativos de renda fixa privada e eventualmente limitar a absorção de emissões pelas tesourarias de instituições financeiras contribuiriam para aumentar a liquidez do mercado secundário. Representantes de administradora de mercado organizado informaram sobre a existência de projeto destinado a fornecer preços de referência, sendo um primeiro passo na direção de prover cotações em tempo real¹⁷⁸. Outro passo para a melhoria da liquidez do mercado secundário seria estimular a agregação e divulgação de todas as transações efetivadas, tanto no segmento de balcão como de bolsa, a todos os participantes por meio eletrônico. Isto poderia ser atingido ao estabelecer em norma a obrigatoriedade de reporte, por exemplo.

A inexistência de formador de mercado para determinados títulos também foi citada algumas vezes como entrave para o desenvolvimento do secundário, embora um entrevistado tenha elencado participantes com potencial para exercer esse papel. Uma medida sugerida com o intuito de estimular o desenvolvimento de formadores de mercado foi a de viabilizar o aluguel de papéis de renda fixa privada, o que permitiria

¹⁷⁷ Art. 55, §3º, inciso II, da Lei nº 6.404/76 com a redação trazida pela Lei nº 12.431/11.

¹⁷⁸ A ANBIMA oferece o serviço REUNE, que divulga as faixas de preços e os volumes médios das operações realizadas pelos seus participantes, em quatro períodos do dia.

executar operações de venda a descoberto¹⁷⁹ e é praticado em jurisdições europeias¹⁸⁰. Desse modo, esses formadores de mercado não necessitariam empregar capital próprio, proporcionando mais liquidez para o mercado. No tocante à possibilidade de aceitação de títulos de dívida privada como garantia de operações em bolsa, a falta de liquidez foi mencionada como o principal obstáculo. Nesse sentido, levantou-se que talvez fosse aconselhável que o uso desses papéis como garantias começasse por operações bilaterais.

Apesar da tendência de digitalização das transações, um dos entrevistados se manifestou avesso a políticas que desincentivassem o mercado de balcão atual, o qual, segundo ele, já funcionaria bem. Tendo isso em vista, acredita que seria preferível aperfeiçoá-lo por meio de iniciativas como o Cetip | Voice, promovendo maior transparência aos preços dos ativos ao divulgar ao mercado a cotação praticada por voz.

Outros relataram que alguns produtos poderiam se beneficiar de um mercado digitalizado e que negociasse ativos padronizados. Embora divergentes, a maioria dos respondentes concorda que é desejável e necessário padronizar as características das letras financeiras. Um entrevistado chegou a dizer que seria a única condição para que esse mercado “decolasse”. Não raro, embora alguns fossem reticentes quanto à possibilidade de padronização, os respondentes citaram as debêntures como títulos com potencial de se tornarem muito mais líquidos com o desenvolvimento de sistemas de negociações eletrônicas. O detalhamento das impressões colhidas sobre padronização de escrituras será tratado no próximo item.

Muitos entrevistados destacaram a falta de informações atualizadas e disponíveis para a promoção de negócios no mercado secundário. Essa dificuldade poderia ser contornada com a adoção de documento similar à lâmina de informações essenciais descrita anteriormente, complementada com uma maior divulgação das informações atualmente disponibilizadas pelos agentes fiduciários.

Como visto nos capítulos anteriores, a liquidez do mercado secundário é um tema complexo e de difícil tratamento, que ainda está em análise pelos reguladores estrangeiros (p.ex., a SEC norte-americana e a União Europeia). Contudo, com base nas entrevistas foi possível extrair algumas propostas que podem contribuir para a melhoria do grau de liquidez do mercado de dívida privada.

- Regulamentar a recompra de debêntures pelas emissoras por valor acima do nominal, facilitar a reabertura de séries, assim como examinar a possibilidade de viabilizar a substituição de papéis.
- Incentivar iniciativas que contribuam para a divulgação de preços de mercado e ofertas disponíveis com a maior abrangência possível de informações e em tempo mais próximo do real.
- Analisar a viabilização do aluguel de papéis de renda fixa corporativa para fins de formação de mercado.
- Estudar os impactos, vantagens e desvantagens de uma eventual transição de negócios do mercado de balcão para uma plataforma eletrônica.

¹⁷⁹ Asquith *et al.* (2010) estimaram que as vendas de títulos corporativos a descoberto nos EUA representavam 19% das operações com os papéis, sendo uma atividade relevante no mercado americano.

¹⁸⁰ O relatório do Comitê Europeu de Risco Sistêmico (ESRB) de 2016 mostrou um quadro preocupante ao observar que os estoques de posições compradas, vendidas e líquidas dos formadores de mercado da região tinham declinado significativamente a partir de 2011, indicando diminuição da atividade de fornecimento de liquidez para títulos de dívida de empresas. Esse fenômeno estaria ligado à redução de emissões de papéis. Veja em European Systemic Risk Board. 2016. Market Liquidity and Market-Making, pp. 12-13.

- Aprofundar o estudo da liquidez do mercado secundário¹⁸¹ em suas diferentes dimensões (custos transacionais, urgência, profundidade, alcance e resiliência), a fim de elaborar novas propostas para a melhoria do mercado.

f) Demais aspectos

Um representante de instituição coordenadora manifestou preocupação com a redução no número de prestadoras de serviços atuantes no mercado, como seria o caso de securitizadoras, instituições financeiras mandatárias e agentes fiduciários. Se por um lado a depuração e consolidação de fornecedores pode trazer maior solidez, um menor grau de concorrência tende a encarecer as emissões. Esse ponto reforça a necessidade de a CVM estar em permanente contato com os agentes do mercado a fim de analisar o impacto regulatório e realizar ajustes eventuais.

Um participante classificou a CVM como “distante” e relatou que as audiências realizadas com seus servidores para discutir estruturas inovadoras eram inconclusivas, tendo a área técnica posteriormente rejeitado as operações durante a análise. Esse ponto vai ao encontro de sugestão apresentada no capítulo anterior, sobre a criação de uma equipe de especialistas em renda fixa na autarquia.

A padronização de cláusulas de escrituras de debêntures em geral é encarada como iniciativa de difícil implementação, principalmente por representantes de emissores que tradicionalmente acessam o mercado de capitais, embora alguns entrevistados tenham se manifestado interessados por duas alternativas que apresentamos: os modelos padronizados não compulsórios de escrituras e a parametrização de cláusulas.

As cláusulas parametrizáveis conteriam campos previamente preenchidos e passíveis de edição, cujas alterações apareceriam marcadas para o leitor. Acreditamos que sua adoção traria as seguintes vantagens:

- acelerariam o processo de análise;
- reduziriam custos com advogados;
- minimizariam o risco regulatório; e
- facilitariam a comparação com outros títulos, mitigando o custo informacional do investidor.

Esse tipo de solução não é encarada de forma homogênea pelos participantes, encontrando certa resistência, em particular, entre os emissores. Alguns se mostraram receosos com a possibilidade de engessamento do modelo de contratos, tornando-os menos adaptáveis às necessidades particulares de financiamento das companhias em cada situação, de forma que não sugerimos a adoção de modelos de escritura demasiadamente rígidos.

Também se verificou preocupação em deixar os padrões estabelecidos em emissões anteriores bem-sucedidas, para experimentar novas formas. Outros manifestaram-se contrários a iniciativas que porventura incentivassem a hierarquização de contratos em função de seu distanciamento com relação a qualquer tipo de modelo, mesmo que não compulsório. Esses participantes defenderam que o próprio desenvolvimento do mercado de dívida corporativa tenderia à convergência de modelos contratuais.

¹⁸¹ Por exemplo, a União Europeia contratou uma consultoria para estudar o tema e publicou relatório dedicado ao tema: Comissão Europeia. 2017. *Op cit.*

A CVM estabeleceu incentivo regulatório à adoção de modelos padronizados de escrituras de debêntures por meio da edição da Instrução nº 404/04, a qual prevê rito mais célere de análise de oferta pública para os títulos ali enquadrados. No entanto, dadas as atualizações das instruções que regem o registro de emissores e ofertas realizadas desde então, além da própria evolução do ambiente econômico, será interessante efetuar uma revisão da norma caso se opte por agir no sentido da padronização.

Alguns entrevistados sugeriram que, para além dos demais problemas já levantados, a baixa participação dos fundos de pensão em ofertas primárias de títulos privados também se daria devido ao fato de o volume captado ser insuficiente para justificar o processo de análise e aprovação de investimento. A incidência de limites máximos de concentração por emissor e de alocação por produto¹⁸², dados pela Resolução CMN nº 4.444/15, diminui o espectro de emissões potencialmente interessantes para essa classe de investidores. Isso é especialmente determinante no caso de emissões por companhias pequenas e médias, cujos papéis já possuíam liquidez menor e que, em função dessas restrições, encarariam ainda mais obstáculos para encontrar compradores para suas ofertas primárias.

Conforme já citado neste trabalho, é interessante lembrar que um entrevistado mencionou a mesma resolução como um obstáculo para grandes emissores. Tendo em vista os limites máximos ali definidos, uma dada emissão cujo volume já teria dificuldades de encontrar demanda no mercado doméstico corre o risco de não encontrar compradores suficientes, frustrando o lançamento. Um emissor entrevistado relatou que, devido à dimensão dos investimentos de sua companhia, algumas ofertas precisavam ser feitas quase simultaneamente em diversas jurisdições, pois mesmo economias centrais não eram capazes de gerar o volume desejado de demanda no curto prazo.

Sobre quais seriam os possíveis modelos para estimular emissões de dívida por empresas de pequeno e médio portes, os respondentes citaram a criação de uma categoria de emissor específica cujo registro seria concedido mediante documentação simplificada. No entanto, foram manifestadas preocupações quanto à falta de preparo das companhias para acessar o mercado de capitais, a qual pode aumentar o tempo dispendido para estruturar operações e não necessariamente seria mitigada pela atuação de assessores financeiros se eles próprios não possuírem proficiência. Para empresas novas ou pré-operacionais, sugeriu-se que o BNDES tivesse algum papel de incentivo já que esses emissores geralmente têm dificuldade para apresentar garantias.

g) Outras sugestões

A CVM participa e conduz diversos fóruns e projetos para debater e implementar estratégias destinadas ao desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse contexto, a autarquia tem recebido relevantes contribuições para o fortalecimento do mercado de renda fixa privada e redução do custo de observância das emissoras de dívida, relacionadas a seguir.

¹⁸² Até 25% do patrimônio separado constituído pelos créditos que lastreiam a emissão de CRI ou CRA, por exemplo. O mesmo percentual se aplica para uma mesma classe ou série de valores mobiliários.

I. Novo ambiente para captações de renda fixa e variável a partir de R\$ 5 milhões

A proposta consiste em criar ambiente regulatório e de negociação que favoreça emissões entre R\$ 5 milhões e 500 milhões, realizadas por PMEs de alto potencial de crescimento. O arcabouço atual das ofertas com esforços restritos atende às necessidades de captação de volumes menores por emissores que podem aportar garantias, mas as companhias atuantes em setores mais inovadores (como tecnologia e serviços) não o conseguem. Entre outras características propostas, as emissões do novo segmento teriam dispensa automática de registro na CVM e seriam negociadas em ambiente próprio, podendo ser um mercado de balcão organizado. As empresas participantes seriam assessoradas por entidades credenciadas que auxiliariam no processo de listagem, incluindo a preparação de documentos da oferta. O processo de registro de emissora (exclusivamente para esse segmento) na CVM seria mais ágil que o atual e teria análise preliminar da entidade administradora do mercado.

A proposta de novo ambiente é coerente com as iniciativas de fomento às captações de PMEs experimentadas em outras jurisdições. No entanto, alguns fatores são relevantes, para não dizer cruciais, para o sucesso de uma eventual implementação, como a possibilidade de haver garantidor sistêmico para os papéis de dívida e a definição do público investidor que poderá ter acesso aos mercados primário e secundário, tendo em vista as dificuldades inerentes de avaliar o crédito de PMEs de alto potencial de crescimento. Avaliar a dinâmica de intermediação das ofertas e seus custos envolvidos também seria essencial.

II. Flexibilização da exigência de apresentar últimas demonstrações financeiras auditadas para companhias fechadas, quando emissoras de dívida

Propõe-se que as empresas de capital fechado que emitem títulos de dívida por ofertas com esforços restritos possam utilizar as demonstrações financeiras consolidadas e auditadas do grupo econômico ao qual pertencem, ao invés de incorrer custos com elaboração de informações individuais para efetuar oferta. É sugerido também que sejam aceitas informações financeiras do exercício anterior ou de constituição sem relatório dos auditores, com o compromisso de que as demonstrações imediatamente posteriores à emissão sejam divulgadas com os resultados da auditoria.

IV - Propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro de dívida privada

Determinadas macrotendências da economia brasileira apontam para o crescimento do mercado de renda fixa corporativo nos curto e médio prazos. Elas compreendem a manutenção da SELIC em nível baixos, com potencial de queda progressiva nas taxas reais de juros, a concentração bancária aliada à intensificação do controle prudencial sobre as instituições financeiras, a consolidação do uso da Taxa de Longo Prazo (TLP) para remunerar os empréstimos concedidos pelo BNDES e o crédito de longo prazo de modo geral, além da necessidade de os cidadãos brasileiros aumentarem sua taxa de poupança e diversificarem suas aplicações para conseguir acumular recursos suficientes para a aposentadoria. Alguns sinais da influência desses fatores foram verificados em 2017 e em 2018, que resultaram no aumento de participação dos instrumentos de dívida privada no fluxo e no estoque de financiamento das empresas brasileiras, apesar da queda na alavancagem observada no período.

Entretanto, é preciso que o mercado de capitais doméstico reúna condições adequadas para atender às necessidades de recursos das companhias nacionais de forma eficiente e potencialize os fatores anteriores. Dessa forma, será possível obter um aumento do volume de emissões por companhias brasileiras de capital aberto no mercado doméstico, além do registro de novos emissores (incluindo empresas de pequeno e médio portes).

Por outro lado, a fim de estimular a demanda, é importante atuar nos pontos que desestimulam as aplicações por parte de grupos atualmente pouco representativos na base de investidores de dívida privada. Especificamente, algumas ações nesse sentido são: eliminar eventuais entraves regulatórios (sem abrir mão da proteção aos investidores), facilitar a compreensão e a disponibilidade dos instrumentos de dívida privada, além de equilibrar sua relação risco-retorno perante à de produtos concorrentes.

Também é desejável que o mercado secundário atinja determinado nível de liquidez suficiente tal que grandes e pequenos investidores possam obter as informações necessárias para sua tomada de decisão, bem como negociar ativos sem maiores dificuldades. O atual baixo grau de liquidez do mercado de dívida privada é um problema complexo porque se retroalimenta, mas acredita-se que a digitalização dos negócios, o incremento da variedade de ativos (que inclui não somente os produtos de renda fixa corporativa em si, mas também os ETFs e fundos de investimento dedicados a eles) e a busca de maior diversificação dos investidores contribuirão para a sua solução.

Dando concretude às ações mencionadas, sintetizamos as propostas formuladas ao longo deste estudo, agrupando-as por temas.

a) Aspectos regulatórios

As recomendações seguintes compreendem temas de regulação da CVM que abrangem o regime de ofertas e a vigência dos ativos de renda fixa corporativa.

A análise dos mercados internacionais nos possibilitou ter uma visão relevante sobre o funcionamento dos mercados de dívida sob a ótica de seu arcabouço regulatório. Nesse sentido, o regime de ofertas adotado em outras jurisdições serve de fonte relevante para enfrentarmos alguns de nossos gargalos. Algumas propostas destacadas aqui encontram-se em fase de implantação ou também já foram debatidos em outros fóruns internos, como o Grupo de Trabalho sobre Mercados de Capitais e Poupança a Longo Prazo (GTMK), o que é o caso da recompra de debêntures, ou mesmo se encontram em caráter experimental, como a regra aplicada ao período de *blackout* com a edição da Deliberação CVM nº 809/19.

Ofertas

Racionalização do processo de análise e registro de ofertas

- **Tratar as emissões de dívida de forma particular**, em especial quanto à simplificação de documentos exigidos.
- **Criação de lâmina de informações essenciais** aplicadas à dinâmica deste mercado.
- **Permitir a recompra¹⁸³, facilitar a reabertura e avaliar a introdução de mecanismo de substituição de séries pelas emissoras**, o que possibilitaria melhor gestão da tesouraria ao passo que daria liquidez aos títulos.
- **Eliminar o período de *blackout*.**
- **Ampliar os limites de destinatários e subscritores em ofertas com esforços restritos.** Hoje as emissões de dívida estão fortemente concentradas em tal formato de oferta, assim, as restrições impostas afetam diretamente o potencial de liquidez dos valores mobiliários.
- **Avaliar a viabilidade de a CVM emitir entendimento ou parecer sobre a obrigação legal de fixação das condições de emissão de debêntures**, conforme tratado na Lei nº 6.404/76, em seu artigo 59.
- **Revisar o entendimento sobre a cobrança de taxa de registro** de ofertas estruturadas sob vasos comunicantes.
- **Flexibilizar regras para dupla listagem** de companhias que já emitiram títulos de dívida em outras jurisdições, ponderando vantagens e desvantagens para o mercado doméstico.

¹⁸³ Regulamentação do art. 55, §3º, inciso II, da Lei nº 6.404/76.

Operação do valor mobiliário

- **Eliminar a obrigatoriedade de revisão trimestral de classificação de risco de crédito** por agência especializada, especialmente para títulos sem revolvência, deixando que os agentes econômicos atuem com maior protagonismo.
- **Estender a aplicação da ICVM 481 a assembleias de detentores de dívida**, especialmente no tocante aos mecanismos de voto à distância.

b) Relacionamento com o mercado

As sugestões aqui oferecidas abordam oportunidades de aperfeiçoamento do atual mercado de dívida privada, cuja viabilidade e implementação demandarão análise, discussão e ação conjuntas entre a CVM e os participantes.

Tais iniciativas aparentam ter o condão de estimular o mercado de dívida, contudo, carecem de maior discussão em um grupo mais amplo e especializado. Como medida essencial, inclusive com base em diversas experiências internacionais, observamos que parte dos gargalos dos mercados de dívida foram endereçados após o amadurecimento das discussões em **fórum específico sobre o tema** junto aos agentes econômicos. Assim, sugere-se:

- **Instituir um comitê permanente de especialistas em dívida privada** com representantes da CVM e de participantes externos (enfoque estratégico), além da criação de equipe interna na CVM (enfoque operacional) dedicada ao tema.

Entre as iniciativas colhidas tanto no âmbito internacional como entre os agentes locais, destacamos alguns temas que poderiam ser melhor explorados em um fórum ampliado:

- Aceitação de títulos de dívida corporativa como garantia de operações compromissadas, aluguel de ações etc.
- Formulação de modelos de escrituras de emissão ou cláusulas parametrizáveis e de políticas de incentivo à sua adoção¹⁸⁴.
- Incentivo à sincronização das datas de pagamento dos títulos de dívida corporativa com as datas dos títulos públicos.
- Viabilização do aluguel de papéis de renda fixa corporativa para fins de formação de mercado.
- Estímulo à geração de instrumentos de dívida brasileiros com características e convenções mais próximas às dos *bonds* internacionais.

¹⁸⁴ Embora já tenha havido esforço neste sentido por parte desta autarquia quando da Instrução CVM nº 404/04, a proposta aqui exposta consiste na ampliação da iniciativa para outros instrumentos, na reavaliação dos incentivos para a adoção mais ampla de contratos padronizados e na avaliação do mérito de se instituir modelos de cláusulas parametrizáveis.

- Acompanhamento do desenvolvimento de formas inovadoras de captação de recursos como *crowdfunding* e venda direta de recebíveis a investidores.
- Iniciativas de redução dos custos associados às emissões, incluindo os de estruturação e distribuição.

No que diz respeito a soluções operacionais, destacamos as seguintes:

- **Criar uma base de conhecimento sobre a legislação e o arcabouço regulatório de ofertas** no portal da CVM, nos moldes observados no Reino Unido.
- **Estabelecer a obrigatoriedade de reporte da totalidade das transações fechadas no mercado de dívida privada para a divulgação pública em meio eletrônico**, de modo a proporcionar maior transparência e facilitar a formação de preços.

c) Inovação do mercado

Estas propostas tratam de iniciativas destinadas a gerar novas estruturas, produtos ou mecanismos para incentivar as emissões de dívida por parte de pequenas e médias empresas. Assim como as sugestões anteriores, sua viabilidade e implementação também dependem de diálogo e esforço conjunto entre CVM e participantes do mercado.

Financiamento de pequenas e médias empresas (PMEs)

A experiência internacional é rica em exemplos voltados ao incentivo ao financiamento de pequenas e médias empresas. Temos o caso dos mini-bonds italianos, que se revelou relativamente exitoso, assim como o do mini-bond alemão, que não vingou por uma série de motivos, muitos relacionados a concepção de alguns princípios que nortearam a criação do produto, conforme destacado no capítulo dedicado ao comparativo internacional.

Assim, destacamos medidas observadas em casos de sucesso no campo internacional, aliadas a sugestões do mercado voltadas a esse público:

- **Criação de mecanismos de garantias para emissão de títulos de dívida por PMEs**¹⁸⁵. Por óbvio, tal questão vai além do campo de atuação da CVM, contudo, poderia figurar como item de pauta em discussões mais estratégicas junto ao próprio mercado e aos entes de governo¹⁸⁶.
- **Estabelecer a figura do assessor financeiro voltado às emissões de PMEs**, sabidamente menores do que a média dos lançamentos que hoje atraem grandes intermediários, seja aproveitando o arcabouço normativo vigente ou estudando a criação de novas regras. Entendemos que eventuais aperfeiçoamentos normativos devem ter como princípio a ampliação da competição entre os prestadores de serviços.

¹⁸⁵ Assunto também na seara do item d) Aperfeiçoamentos legais e outros esforços de desenvolvimento de mercado.

¹⁸⁶ Tais tratativas possivelmente envolveriam a revisão do arcabouço legal dos mecanismos de garantias vigentes no Brasil.

- **Fomentar as captações de renda fixa e variável voltadas a PMEs em ambientes de negociação segmentados e com arcabouço regulatório próprio**, sobretudo as emissões não contempladas pelo *crowdfunding*. O uso de denominações que caracterizem adequadamente os maiores riscos (quando comparados com os associados às grandes companhias) é fundamental desde o primeiro momento.
- **Direcionar ações educacionais a potenciais emissores PMEs.**

d) Aperfeiçoamentos legais e outros esforços de desenvolvimento de mercado

As propostas aqui destacadas dependem de implementação fora da esfera de atuação direta e única da CVM. Por exemplo, alterações legais ou normativas externos que influenciam diretamente na dinâmica dos mercados regulados pela Autarquia. Obviamente, a adoção de algumas medidas envolve fatores conjunturais/exógenos e depende de discussões mais profundas junto aos agentes de governo. Contudo, não poderíamos deixar de destacá-las por conta de sua relevância na dinâmica e funcionamento do mercado de dívida no Brasil.

- **Empreender esforços para estabelecer um tratamento tributário harmônico** para títulos públicos, privados e empréstimos bancários.
 - Revisão de alíquotas tributárias e redirecionamento de benefícios (emissor/investidor).
- **Viabilizar a emissão de dívida local em moeda estrangeira por companhias não-financeiras**¹⁸⁷.
- **Estudar a adoção de selo ou denominações padronizadas** de produtos de renda fixa para diferenciá-los por tributação incidente e outras características.

e) Novos estudos

O presente trabalho identificou temas amplos e de maior complexidade que requerem iniciativas de aprofundamento, seja por meio de discussões com especialistas ou a elaboração de estudos futuros.

Para o caso da liquidez, por exemplo, apesar de ser afetado por várias das medidas pontuadas aqui, entendemos relevante ampliar o nosso conhecimento sobre quais variáveis, dentro da realidade brasileira, de fato fazem diferença na performance dos valores mobiliários no mercado secundário. Esse trabalho poderia inclusive oferecer subsídios para uma melhor gestão dos riscos econômicos a que a CVM está exposta.

Assim, acreditamos que há espaço para ao menos dois novos estudos voltados ao mercado de dívida corporativa:

¹⁸⁷ Um ponto de atenção seria manter a vedação ou restringir esse tipo de emissão por instituições financeiras, pois, no limite, poderia provocar a necessidade de utilização de reservas cambiais em caso de ocorrência de risco sistêmico.

- **Estudar eventual migração de negócios dos mercados primário e secundário de balcão para plataforma eletrônica**, seus impactos, vantagens e desvantagens.
 - Avaliação do arcabouço regulatório para meios eletrônicos de negociação de títulos privados, frente aos desafios colocados pela digitalização crescente.
- **Investigar os *drivers* de liquidez** do mercado secundário brasileiro.

No que tange o tema dos tipos de organização dos mercados, sob a forma de bolsa ou de balcão, a exploração da bibliografia especializada, nos limites definidos pelo escopo deste trabalho, resultou na hipótese de que a forma balcão não é a mais eficiente possível, apresentando desvantagens frente à bolsa eletrônica.

Dentre as vantagens da bolsa, destacamos a maior transparência nas negociações – que facilita tanto a atividade reguladora quanto a precificação pelos participantes do mercado – e potencialmente uma maior velocidade no fluxo de transações, o que, combinadas, podem contribuir para a formação de mercados mais líquidos.

Algumas experiências corroboram a hipótese levantada, como o caso da TASE israelense, enquanto outras sugerem que existiriam condições necessárias para que a situação de equilíbrio se organizasse em torno de bolsas. Isto nem sempre aconteceria de maneira espontânea, ainda que a bolsa se mostrasse uma situação ótima, sobretudo devido aos custos associados à migração entre as formas de organização¹⁸⁸. A inércia, portanto, poderia ser rompida por meio de incentivos, sendo esse processo possível objeto de estudo futuro.

¹⁸⁸ Ver Menachem, A. e Wohl, A. 2017. Corporate Bond Trading on a Limit Order Book Exchange.

V - Conclusões e resultados esperados

Este trabalho buscou analisar o mercado brasileiro de dívida privada e formular recomendações que orientem ações futuras em prol de seu desenvolvimento, sejam por parte da CVM, sejam por iniciativa de legisladores ou participantes do mercado.

As propostas aqui elencadas baseiam-se em subsídios colhidos em três etapas do trabalho: (i) análise quantitativa do mercado brasileiro de renda fixa corporativa sob diversas óticas, tais como emissões primárias, participação na carteira dos investidores e liquidez do mercado secundário; (ii) estudo sobre experiências e relatórios internacionais com objetivos similares ao nosso; e (iii) entrevistas com participantes do mercado, que coletaram tanto impressões acerca das fragilidades do mercado, quanto sugestões para aprimoramento do arcabouço regulatório.

Na primeira seção, discutimos o cenário atual da dívida privada, sob diversos ângulos, de modo a fundamentar o diagnóstico que desenvolvemos progressivamente ao longo do estudo. Dentre os resultados obtidos, embora esta exploração não tenha tido a pretensão de ser exaustiva ou definitiva, coletamos informações e dados que corroboram a impressão de que o mercado brasileiro de dívida privada esteja aquém de seu potencial, devido a diversos fatores.

Um dos indícios que sugeriram um mercado com possibilidade de crescimento foi a observação de que no Brasil a relação entre o estoque total dos instrumentos de renda fixa corporativa e o Produto Interno Bruto é bastante inferior à média mundial, o que diz respeito a um fenômeno com determinantes difusos. Pelo lado da oferta, a forte concorrência dos produtos bancários em termos de relação risco-retorno (influenciada pela incidência ou não de tributação e a presença de garantia do FGC), maior disponibilidade de instrumentos e maior transparência de preço devido à possibilidade de negociação eletrônica influenciam em parte a preferência dos investidores, principalmente os de varejo.

Do ponto de vista da demanda, existem entidades com potencial e *know-how* elevados de investimento, como seguradoras, entidades abertas de previdência privada e fundos de pensão, que atualmente representam participação reduzida nas ofertas primárias domésticas de instrumentos de dívida privada.

Fatores macroeconômicos também não podem ser negligenciados, sobretudo o longo histórico de taxas reais de juros consistentemente elevadas, o que faz dos títulos públicos o produto dominante no mercado de renda fixa. Isto, somado a um cenário de disponibilidade de linhas de crédito a taxas subsidiadas, produz um ambiente avesso aos valores mobiliários de crédito corporativo, tanto do lado da demanda quanto da oferta. Além disso, a volatilidade dos ciclos econômicos no Brasil desestimula agentes mais propensos ao risco, o que pode contribuir para exacerbar a preferência do mercado doméstico por liquidez.

Entretanto, os empecilhos destacados não devem ser encarados como limitadores absolutos do desenvolvimento de um mercado doméstico de renda fixa corporativa mais dinâmico, mas como um importante ponderador para os resultados esperáveis das ações aqui propostas. Propusemos que um mercado mais dinâmico e líquido é possível, ainda que o desenvolvimento de todo seu potencial seja um problema complexo, multideterminado e com algumas variáveis exógenas, das quais nenhum agente interessado tem controle direto.

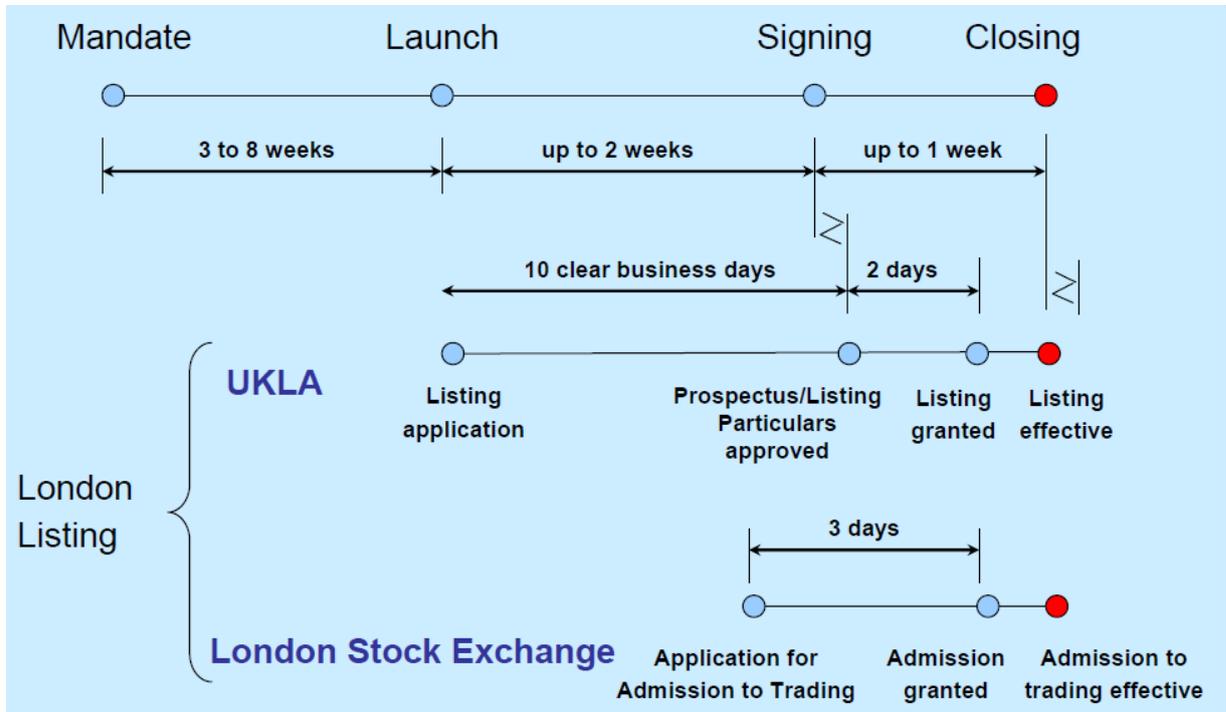
Feita esta ressalva, destacamos na segunda parte do estudo algumas diferenças importantes, sobretudo no que diz respeito ao arcabouço regulatório, entre o mercado brasileiro e os de outras jurisdições. Este esforço serviu para demonstrar que a resiliência do mercado doméstico de renda fixa corporativa não pode ser de todo atribuída a fatores externos ou exógenos às possibilidades de atuação regulatória, mas que apresenta também problemas com soluções tangíveis. A exploração feita no capítulo dedicado ao comparativo internacional foi relevante matéria-prima para a elaboração das propostas descritas na seção que antecede a esta conclusão. Algumas soluções observadas nos casos da bolsa israelense e na iniciativa dos mini-bonds italianos, por exemplo, inspiraram parte das propostas apresentadas ou corroboraram apontamentos destacados de entrevistas com os participantes do mercado.

As impressões coletadas na fase de entrevistas, que compôs a terceira seção de discussão deste estudo, propuseram um mergulho mais detalhado nos impasses enfrentados pelos participantes de todos os processos que constituem o mercado de dívida, o que nos permitiu explorar alguns detalhes que fogem, naturalmente, às preocupações levantadas no capítulo do comparativo internacional.

Embora o centro de nossas preocupações diga respeito às ações pertinentes à CVM, a agenda resultante é composta por medidas de natureza legal, infralegal, regulatória e também relativas à atividade autorreguladora. No entanto, para que produza resultados efetivos no mercado de dívida privada, sua implementação deve vir acompanhada da criação e aperfeiçoamento de mecanismos, instrumentos financeiros e ambientes de negociação.

Portanto, o resultado esperado deste esforço é produzir algum nível de consenso amplo em torno das propostas apresentadas e mobilizar amplo espectro de agentes em iniciativas em favor do desenvolvimento do mercado de dívida privada.

Anexo 1 - Linha do tempo do processo de oferta de instrumentos de renda fixa no Reino Unido¹⁸⁹



¹⁸⁹ Extraído de <https://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/debts-bonds/our-markets-for-debt/debt-on-main-market/debt-on-main-market.htm> (consulta em 26.09.2018, às 14h14).

Anexo 2 - Recomendações do relatório “Improving European Corporate Bond Markets”

1. Estímulo a novas emissões

- Revisar a regulação contra abusos de mercado (*Market Abuse Regulation*) de forma a eliminar exigências desproporcionais para empresas emissoras. Em maio de 2018 a Comissão Europeia publicou proposta de alteração da norma.
- Estender os procedimentos transparentes e justos de *bookbuilding* já praticados em ofertas de títulos com grau de investimento para as emissões de papéis de empresas de menor porte, reduzindo a discricionariedade dos coordenadores das ofertas.
- Estimular a participação de bancos de fomento e associações empresariais na promoção de emissão de dívida por PMEs.
- Reduzir requisitos de divulgação de informações em prospecto para PMEs. Esta medida foi implementada por meio da proposta de modificação das normas sobre prospecto lançada em maio de 2018.
- Desenvolver o mercado de colocações privadas, principalmente de dívida de PMEs, com base nas experiências atualmente em vigor na UE. O grupo de especialistas solicitou à Comissão Europeia que dissemine as melhores práticas sobre colocações privadas entre os estados membros.

2. Fomento ao interesse do investidor por dívida corporativa

- Trabalhar em medidas para melhorar a eficiência dos procedimentos de recuperação judicial e reestruturação de débitos. Recomenda-se, por exemplo, harmonizar a regulamentação sobre a priorização de credores e a definição de insolvência, além de adotar medidas para aumentar a transparência e compartilhar informações sobre a posição dos investidores no ranking de credores de diferentes países membros.
- Agir coordenadamente para desestimular ordens infladas em ofertas primárias sujeitas a rateio.
- Recalibrar as exigências de capital da norma *Solvency II* para títulos de dívida corporativa de longo prazo.
- Sugerir à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) que conduza mapeamento das práticas vigentes de tratamento de compra e venda de ativos entre fundos de mesmo gestor, sem necessidade de negociação em bolsa.

- Implementar o Produto de Aposentadoria Pessoal Pan-Europeu (PEPP) para estimular a participação de investidores de varejo no mercado de renda fixa corporativa. Harmonizar a regulação sobre comercialização de fundos de investimentos na Europa.
- Sugerir à ESMA e à Comissão Europeia que revisem a legislação vigente nos estados membros para identificar obstáculos à negociação de fundos de índices. Avaliar a contribuição dos ETFs para a formação de preço e liquidez dos ativos subjacentes.

3. Promoção da eficiência das atividades de intermediação e formação de mercado

- Rever os deságios atribuídos aos títulos de dívida corporativa para cálculo de índices de liquidez e cobertura de Basileia (LCR), quando mantidos para formação de mercado, levando em conta o valor de mercado dos papéis.
- Revisar as normas vigentes para excluir do cálculo do Índice de Liquidez de Longo Prazo (NSFR) a posição de dívida corporativa mantida para formação de mercado.
- Recalibrar os requisitos do acordo de Basileia de forma a encorajar a mitigação de risco por formadores de mercado ao manterem posições de dívida corporativa em carteira.
- Sugerir que o regime de compra compulsória em caso de falha de liquidação¹⁹⁰ seja implementado com o devido cuidado, para que não prejudique a formação de mercado ou crie riscos adicionais aos participantes de mercado.
- Estimular a disseminação de boas práticas para a negociação eletrônica e o uso de *sandboxes* para o teste de modelos regulatórios para formas inovadoras de negociação.
- Eliminar barreiras à livre concorrência para o fornecimento de serviços de pós-negociação, como processamento, liquidação e custódia.

4. Transparência

- Centralizar a coleta de informações sobre títulos europeus de dívida corporativa no âmbito da ESMA e rever as exigências impostas pelo MiFID II aos ambientes de negociação, para evitar a divulgação de dados de transações que possam permitir a identificação indireta de participantes que operam lotes relevantes.
- Sugerir à ESMA que estabeleça um grupo de trabalho ou efetue consultas junto a especialistas para formular metodologia anual de avaliação de liquidez do mercado de títulos.
- Explorar diferentes mecanismos de avaliação de crédito de PMEs de forma independente e objetiva, como alternativa aos *ratings*.

¹⁹⁰ Constante da norma que regerá as Centrais de (custódia e liquidação de) Valores Mobiliários (CSDR).

- Monitorar o impacto do MiFID II sobre a disponibilidade de publicações de pesquisa (*research*) sobre títulos de dívida de pequenos emissores.

5. Arcabouço regulatório e políticas públicas

- Harmonizar as normas e fortalecer a convergência de tratamento de supervisão.
- Eliminar sobreposições e inconsistências entre as legislações europeias de mercado de capitais.

Bibliografia

- ABUDY, M.; WOHL, A. Corporate Bond Trading on a Limit Order Book Exchange. p. 45, jul. 2017.
- ALMEIDA, C. A. DE; BAZILIO, J. K. Liquidez do Mercado Secundário de Debêntures: Dinâmica Recente, Fatores Determinantes e Iniciativas. p. 49, 2015.
- ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION. Financing the Economy 2015: The Role of Alternative Asset Managers in the Non-Bank Lending Environment, 2015.
- ALTERNATIVE CREDIT COUNCIL. Financing the Economy 2017: The Role of Private Credit Managers in Supporting Economic Growth. 2017.
- AMIHUD, Y., MENDELSON, H. Liquidity, Maturity, and the Yields on US Treasury Securities. The Journal of Finance, 1991.
- ANBIMA. Boletim Mercado de Capitais ANBIMA. dez. 2018.
- ANBIMA. Indicadores REUNE Ano VI, nº66.
- ASQUITH, P., Au, A. S., Covert, T. R., Pathak, P. A. The Market for Borrowing Corporate Bonds. NBER Working Paper 16282, 2010.
- BANCO DE COMPENSAÇÕES INTERNACIONAIS. Eletronic Trading in Fixed Income Markets, 2016.
- BANK OF ISRAEL. Bank of Israel: Statistical Bulletin 2017. 2017.
- BARCLAYS. Behavior Modification. p. 10, 2016.
- BARCLAYS. Passive Aggression. p. 15, 2017.
- BLACKROCK. The Next Generation Bond Market, 2018.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE. Financial Accounts of the United States. 8 mar. 2018.
- BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Mercado de Deuda Privada – Evolución y Diagnóstico, 2015.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. El Mercado de Renta Fija Informe Anual 2017, 2017.
- BOSTON CONSULTING GROUP; LINKLATERS. Identifying Market and Regulatory Obstacles to the Development of Private Placement of Debt in the EU, 2017.
- CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS. Nota CEMEC 01 - Mercado de Dívida Corporativa no Financiamento das Empresas. 29 jan. 2019.
- EUROPEAN COMMISSION. Action Plan on Building a Capital Markets Union, 2015.
- EUROPEAN COMMISSION. Analysis of European Corporate Bond Markets, nov. 2017.
- EUROPEAN COMMISSION. Drivers of Corporate Bond Market Liquidity in the European Union. p. 191, 2017.
- EUROPEAN COMMISSION. Identifying Market and Regulatory Obstacles to the Development of Private Placement of Debt in the EU, 2017.
- EUROPEAN COMMISSION. Improving European Corporate Bond Markets - Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017. p. 49, nov. 2017.

- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD. Market Liquidity and Market-Making, pp. 12-13, 2016.
- FEIHLE, P. C.; LAWRENZ, J. The Issuance of German SME Bonds and its Impact on Operating Performance. *Schmalenbach Business Review*, v. 18, n. 3, p. 227–259, ago. 2017.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Discussion Paper DP17/2: Review of the Effectiveness of Primary Markets: The UK Primary Markets Landscape. p. 79, 2017.
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Practical Measures to Improve the Effectiveness of UK Primary Listed Debt Markets, abr. 2016.
- FRANCISCO, P. Liquidez e Características Intrínsecas das Ações - O Caso do Mercado Europeu. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, p. 22-41, 2010.
- GIACOMONI, B. H.; SHENG, H. H. O Impacto da Liquidez nos Retornos Esperados das Debêntures Brasileiras. *Revista de Administração*, v. 48, n. 1, p. 80–97, 2013.
- GLUSHKOV, D., KHORANA, A., RAU, P. R., ZHANG, J. Why Do Firms Go Public Through Debt Instead of Equity? *Critical Finance Review*, v. 7, n. 1, p. 85–110, 10 jul. 2018.
- GREENWICH ASSOCIATES. The Continuing Corporate Bond Evolution, 2015.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. Financial Integration in Latin America, 2016.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets, 2016.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Global Developments in Securitisation Regulation, 2012.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Good Practices on Reducing Reliance on CRAs in Asset Management, 2015.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS & WORLD BANK GROUP. Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets. 2011.
- KAZ, O.; STEIN, R. The Strategies Employed by Algorithmic Traders on the Tel Aviv Stock Exchange and the Connection Between Them and Indicators of Trading Quality, 2018.
- LUND, S.; WOETZEL, J.; WINDHAEGEN, E.; DOBBS, R.; GOLDSHTEIN, D. Rising Corporate Debt - Peril or Promise? June, 2018.
- MENACHEM, A.; WOHL, A. Corporate Bond Trading on a Limit Order Book Exchange. 2017.
- MIRANDA, M. Monstros da Nossa Própria Criação: Tecnicidade Excessiva Como Custo de Transação no Mercado de Crédito Privado no Brasil, 2017. In: BASTOS, A. M. Sistema Financeiro Nacional: O Que Fazer?: Propostas Sob Diferentes Perspectivas. Rio de Janeiro: Elsevier.
- MIZRACH, B. Analysis of Corporate Bond Liquidity. FINRA Office of the Chief Economist Research Note, 2016.
- PAULA, L. F. DE; FARIA JR, J. A. DE. Mercado de Títulos de Dívida Corporativa Privada no Brasil: Aspectos Estruturais e Evolução Recente. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 16, n. 1, p. 107–137, abr. 2012.
- PEEBLES, D.; SHAH, A. The Bond Liquidity Crunch and What to Do About It. p. 16, mar. 2016.

- PLANTE, S. Should Corporate Bond Trading Be Centralized, 2017.
- PLOTNICK, D.; GUR-GERSHGOREN, D. G. Corporate Bond Market Liquidity in Israel at Heterogeneous Trade Sizes. p. 54, jan. 2011.
- POLITECNICO DI MILANO. 4° Report italiano sui Mini-Bond, fev. 2018.
- PREMOLI, G.; TUNESI, E. The Mini-Bond Market in Italy: Do Small Firms Raise Capital to Increase Investments or to Refinance Debt?, 2017.
- PREQIN. Preqin Quartely update: Private Debt Q2 2018.
- SARR, A.; LYBEK, T. Measuring Liquidity in Financial Markets. IMF Working Paper WP/02/232, 2002.
- SCHWEIZER, D.; PROELSS, J.; MIETZNER, M. Hidden Champions or Black Sheep? Evidence from German Mini-Bonds. SSRN Electronic Journal, 2015.
- SCOPE RATINGS. A Study of the German SME Bond Market, fev. 2014.
- SCOPE RATINGS. Lessons Learned in the German SME Bond Market, 23 abr. 2015.
- SEC. What Are Corporate Bonds?, jun. 2013.
- SEPRAC. Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas, 61ª Edição, dez. 2018.
- SIFMA. US Fact Book. 2018.
- SIFMA. Electronic Bond Trading Report: US Corporate & Municipal Securities. p. 135, fev. 2016.
- FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. Smart Bond Investing. p. 71, 2013.
- TEL-AVIV STOCK EXCHANGE. Tel-Aviv Stock Exchange Annual Review, 2017.
- TEL-AVIV STOCK EXCHANGE. Tel-Aviv Stock Exchange Annual Report, 2018.
- TENDULKAR, R. Corporate Bond Markets: An Emerging Markets Perspective. Volume II. International Organization of Securities Commissions. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. p. 138, 25 set. 2015.
- TENDULKAR, R.; HANCOCK, G. Corporate Bond Markets: A Global Perspective. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. v. 1, p. 85, abr. 2014.
- THE CITY UK. Key Facts about the UK as an International Financial Centre, 2017.
- THE WORLD BANK GROUP. Issuer-Driven Exchange Traded Fund Program, 2012.
- THEISEN, S. Developments in Credit Market Liquidity. 11 jan. 2018.
- TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. Os Mercados Brasileiro e Britânico de Títulos Corporativos: Evolução Recente, Estrutura Regulatória, Principais Problemas e Propostas para o Desenvolvimento do Mercado Brasileiro. 2014.
- VANGUARD. Innovation and Evolution in the Fixed Income Market, 2016.
- WITTEK, N.; KREPPEL, U.; DAY, J. Debt Capital Markets in Germany: Regulatory Overview. 2014.