

TEXTO PARA DISCUSSÃO

02

Fevereiro de 2014

5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e
Derivativos de Balcão

Fomentando o financiamento privado de longo prazo

Marcelo Cidade e Vivian Corradin

TEXTO PARA DISCUSSÃO

02

Fevereiro de 2014

A série “Texto para Discussão” aborda temas relacionados aos mercados financeiro e de capitais, além de reproduzir debates técnicos realizados em eventos ou fóruns da Associação.

5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos de Balcão

Fomentando o financiamento privado de longo prazo

Redação

Marcelo Cidade e Vivian Corradin

Colaboração

Caroline Teixeira Jorge, Inô Gazotti, Leonardo Medina, Marcelo Kucuruza, Norberto Montani Martins, Nuno Miguel Conde e Sandro Baroni

Coordenação

Enilce Melo

Superintendência de Representação Técnica

Valéria Arêas Coelho

Presidente

Denise Pauli Pavarina

Vice-Presidentes

Carlos Massaru Takahashi, Edinaldo Figueiredo Jr., Gustavo Adolfo Funcia Murgel, José Olympio da Veiga Pereira, Pedro Lorenzini, Robert J. van Dijk, Sérgio Cutolo dos Santos e Valdecyr Gomes.

Diretores

Alenir de Oliveira Romanello, Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio, Carolina Lacerda, Jair Ribeiro da Silva Neto, José Hugo Laloni, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Marcio Guedes Pereira Junior, Pedro Augusto Botelho Bastos, Regis Lemos de Abreu Filho, Saša Markus e Sylvio Araújo Fleury

Comitê Executivo

José Carlos Doherty, André Mello, Ana Claudia Leoni, Guilherme Benaderet, Patrícia Herculano, Valéria Arêas Coelho, Marcelo Billi, Soraya Alves e Eliana Marino

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230

13º andar CEP 20031-170 + 21 3814 3800

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 21º andar

CEP 05425-070 + 11 3471 4200

www.anbima.com.br

Resumo

Este segundo número da série “Texto para Discussão” reproduz os debates ocorridos no 5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos de Balcão, realizado em novembro de 2013, em São Paulo. Entre os principais temas abordados, destacam-se as iniciativas para aumentar a base de investidores e fomentar a liquidez dos títulos privados de renda fixa e os desafios para ampliar a utilização destes instrumentos no financiamento dos investimentos necessários ao crescimento do Brasil.

Sumário

| | |
|---|----|
| 1. Sumário Executivo..... | 6 |
| 2. Cenário Econômico | 11 |
| 3. Incentivos à Negociação e Ampliação da Base de Investidores | 18 |
| 3.1 Instituições Bancárias | 21 |
| 3.2 Investidores Estrangeiros..... | 23 |
| 3.3 Investidores de Varejo..... | 26 |
| 3.4 Fundos de Pensão | 28 |
| 3.5 Fundos de Investimento | 30 |
| 4. COE (Certificados de Operações Estruturadas) | 32 |
| 5. Transparência e Informação como Indutores da Liquidez..... | 34 |
| 6. Avanços Regulatórios Relativos à Infraestrutura de Mercado | 38 |
| 7. Impactos das Reformas Regulatórias nos Mercados à Vista e de Derivativos | 42 |
| 8. Conclusão..... | 48 |
| 8.1 Incentivos à Emissão e Negociação | 48 |
| 8.2 Ampliação da Base de Investidores..... | 49 |
| 8.3 Desenvolvimento de Infraestrutura de Mercado | 50 |
| 8.4 Iniciativas da ANBIMA | 50 |
| 8.5 Iniciativas do BNDES | 51 |

A passagem de um modelo de crescimento econômico, baseado no consumo, para outro, cujo motor seja o investimento, exigirá uma mudança de cultura dos atores envolvidos, para que se possa atingir um ambiente mais favorável à mobilização de capital de longo prazo.

1. Sumário Executivo

Os debates de abertura do 5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos de Balcão foram marcados pela constatação de que tornar o mercado de capitais brasileiro um *locus* eficiente de captação de recursos, e de importância crescente em relação aos esforços do Estado, é condição fundamental para assegurar o financiamento do ciclo de investimentos em infraestrutura necessários ao país.

O evento, realizado em novembro de 2013, contou com a participação de representantes do mercado financeiro e de entidades do Governo, entre as quais o Banco Central, BNDES, CVM e Ministério da Fazenda, que juntos refletiram sobre riscos e soluções para o país retomar a trajetória de crescimento a taxas relevantes nos próximos anos.

A avaliação é de que a passagem de um modelo de crescimento econômico, baseado no consumo, para outro, cujo motor seja o investimento, exigirá uma mudança de cultura dos atores envolvidos, para que se possa atingir um ambiente mais favorável à mobilização de capital de longo prazo. Essa transição vai ocorrer em um contexto de mudanças no cenário econômico mundial – com destaque para a perspectiva de normalização da política norte-americana – o que realça a importância de se diferenciar as condicionantes conjunturais que afetam o curtíssimo prazo, daquelas que, de fato, balizarão a trajetória dos juros e, portanto, as perspectivas de adequação da estrutura de prazos e referenciais de rentabilidade de ativos e operações de renda fixa.

A Lei nº 12.431 de 2011, que cria incentivos tributários à aquisição de debêntures emitidas para o financiamento de investimentos, em particular de infraestrutura, é reconhecida pelos agentes como um marco no processo de mobilização de recursos de longo prazo no país.

Nos últimos dez anos, a despeito da crise externa iniciada em 2008, o compromisso com a estabilidade monetária e a melhora dos fundamentos macroeconômicos permitiram uma redução do patamar de juros e criaram um ambiente favorável à emissão de títulos privados de prazos mais longos, remunerados a taxas prefixadas e/ou atreladas a índices de preços. Os números são significativos. Entre 2003 e 2013, o estoque de debêntures passou de R\$ 27 bilhões para R\$ 220 bilhões, representando um aumento de 4,6% para 14,6% do peso desses títulos no financiamento das empresas. No período, novos instrumentos de captação foram criados e ganharam espaço no mercado, como as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário), LCAs (Letras de Crédito Agrícolas), as letras financeiras, além de produtos estruturados como os FIDCs (Fundos de Investimento de Diretos Creditórios) os FIPs (Fundos de Investimento em Participações) e os FIIs (Fundos de Investimento Imobiliário), tornando o mercado de títulos e instrumentos de renda fixa bem mais diversificado.

Nesse aspecto, a Lei nº 12.431 de 2011, que cria incentivos tributários à aquisição de debêntures emitidas para o financiamento de investimentos, em particular de infraestrutura, é reconhecida pelos agentes como um marco no processo de mobilização de recursos de longo prazo no país. Já foram emitidos cerca de R\$ 5,1 bilhões, sob o amparo da Lei, para o financiamento de projetos de infraestrutura, com perspectivas positivas de crescimento para os próximos anos, haja vista a existência de mais de 100 portarias ministeriais autorizando a emissão dessas debêntures incentivadas.

Reconhece-se, entretanto, que, apesar de importante indutor, a Lei não será suficiente para assegurar profundidade ao mercado de capitais doméstico, o que requer o tratamento de questões de naturezas diversas, como adequação de infraestrutura de mercado, padronização de ativos, ampliação

O reconhecimento dos desafios da economia brasileira nos próximos anos e, em particular, do mercado de capitais, tem se traduzido em iniciativas da ANBIMA de apoio e/ou complementares às ações de Governo, como é o caso daquelas voltadas para estimular a liquidez e a transparência.

da precificação e transparência, entre outras relativas à simplificação de regras e processos para emissão e negociação no mercado secundário. Estas são questões que, de um modo geral, já estão na pauta dos reguladores e dos agentes do mercado financeiro.

Ressaltou-se que a criação das debêntures de infraestrutura não representa um esforço isolado do Governo para fomentar a captação de recursos a segmentos específicos. O incentivo à emissão de ativos dentro de um padrão definido de prazo e remuneração, na verdade, é a evolução de um processo que começou há muitos anos com a adoção de medidas para a melhoria do perfil da dívida pública federal e o estímulo à criação de referenciais de remuneração para ativos de renda fixa em alternativa às taxas de curtíssimo prazo, e faz parte de um conjunto mais amplo de medidas que visa adequar as condições regulatórias e de mercado à necessidade de financiamento de longo prazo.

Da mesma forma, o reconhecimento pelos representantes do mercado financeiro dos desafios da economia brasileira nos próximos anos e, em particular, do mercado de capitais, tem se traduzido em iniciativas da ANBIMA de apoio e/ou complementares às ações de Governo, como é o caso daquelas voltadas para estimular a liquidez e a transparência do mercado secundário de renda fixa.

No bojo das iniciativas da Associação, destacou-se a criação, por autorregulação, do NMRF (Novo Mercado de Renda Fixa), que busca estimular a emissão de títulos privados de renda fixa com características semelhantes às das debêntures incentivadas e atrelados a compromissos de pulverização e transparência de forma a torná-los mais atrativos à negociação no mercado secundário. O atendimento aos requisitos do NMRF é validado com a concessão de um selo, cujo objetivo é dar visibilidade aos

Os agentes reconhecem que o sucesso das iniciativas para o fortalecimento do mercado de títulos privados de renda fixa como fonte de recursos de longo prazo no país requererá uma mudança significativa de cultura no segmento.

atributos diferenciados do ativo e ajudar a atrair novos investidores.

Entre as iniciativas que promovem maior transparência ao mercado secundário de debêntures, foi citada a criação, em 2013, do Sistema REUNE ANBIMA, que coleta e divulga preços das operações cursadas e ajuda a criar parâmetros de negócios para o segmento. Também foi mencionada a participação da Associação no projeto financiado pelo Consulado Britânico, para a elaboração de um estudo comparativo entre o mercado britânico de títulos corporativos e o brasileiro.

Em termos de perspectivas de novos instrumentos no mercado de capitais doméstico, o debate se concentrou nas questões relativas ao aprimoramento dos ETFs (fundos de índices). A avaliação é de que a criação do ETF de renda fixa incentivará o alongamento de prazos e a ampliação do uso de benchmarks alternativos ao DI.

Os agentes reconhecem que o sucesso das iniciativas para o fortalecimento do mercado de títulos privados de renda fixa como fonte de recursos de longo prazo no país requererá uma mudança significativa de cultura no segmento. Cientes desse desafio, as autoridades supervisoras ressaltam que as operações devem ser cursadas num ambiente de segurança, devendo o mercado dispor de um conjunto de regras adequadas à complexidade das novas operações e produtos, de forma a assegurar que o investidor esteja protegido. A educação financeira complementar esse processo no longo prazo, buscando sempre adequar as características do investimento ao perfil dos aplicadores.

O objetivo deste segundo Texto para Discussão da ANBIMA é consolidar o debate do 5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos de Balcão em torno do desafio do mercado de renda fixa em mobilizar recursos privados para o financiamento de longo prazo no país. Nesse contexto, riscos

e oportunidades do ambiente macroeconômico, liquidez no mercado secundário, transparência e precificação de ativos, bem como tendências regulatórias locais e internacionais foram temas que nortearam o debate e que serão reproduzidos neste documento.

2. Cenário Econômico

Foi consenso que o desafio de mudar o viés do consumo para o investimento é fundamental para que a economia brasileira retome uma trajetória de crescimento a taxas relevantes.

O primeiro painel do seminário buscou identificar os riscos e oportunidades do ambiente macroeconômico doméstico para o fortalecimento do mercado de títulos privados de renda fixa no financiamento de longo prazo, como fonte complementar ao financiamento público, em especial do BNDES. Dito de outra forma, os economistas analisaram os efeitos das atuais condições macroeconômicas sobre as expectativas dos agentes que, em última instância, sinalizariam a disposição de emissores e investidores assumirem posições de longo prazo.

A avaliação é de que o debate sobre as perspectivas da economia brasileira passa pelo entendimento das ações do Governo – em especial da política de juros – e da reação dos agentes econômicos aos eventos ocorridos em 2013, ainda que não tenha havido consenso nas análises sobre a trajetória das principais variáveis econômicas nos próximos anos.

Foi consenso que o desafio de mudar o viés do consumo para o investimento é fundamental para que a economia brasileira retome uma trajetória de crescimento a taxas relevantes. Os limites do modelo adotado nos últimos dez anos, marcado por forte expansão da demanda agregada, do crédito doméstico e da elevação da renda dos trabalhadores alimentou expectativas de que 2013 representasse o ano de transição para uma nova fase da economia brasileira, em que o investimento assumisse papel mais relevante como indutor.

Entretanto, a frustração em relação a alguns indicadores levou a uma reavaliação do estágio em que o país se encontra e estimulou o debate sobre o que será necessário fazer para que a economia brasileira retome o clima de confiança. Os temas econômicos que mais impactaram a

A avaliação sobre o ambiente inflacionário é de que os choques de oferta que afetaram os preços em 2013 já foram revertidos, como mostra a trajetória da inflação em 12 meses que se reduziu de 6,7% para 5,9% entre junho e dezembro.

percepção dos agentes foram a inflação, reforçada pela mudança de patamar do câmbio, a taxa de crescimento da economia e a política monetária norte-americana.

A avaliação do ambiente inflacionário por parte dos analistas é de que os choques de oferta que afetaram o comportamento dos preços em 2013, principalmente os de *commodities* e alimentos, já foram revertidos, como mostra a trajetória da inflação em 12 meses que se reduziu de 6,7% para 5,9% entre junho e dezembro e se situa abaixo do limite superior da banda estipulada pelo sistema de metas. O risco da transmissão da desvalorização da taxa de câmbio doméstica para os preços (*pass through*), embora tenha gerado bastante incerteza e volatilidade, foi mitigado pela atuação da autoridade monetária no segmento, através da realização de *swaps* cambiais diários e leilões semanais de dólar, o que se refletiu, num segundo momento, na melhora das expectativas de inflação dos agentes para o curto e médio prazo.

Em relação ao nível de atividade da economia, representantes do Governo lembraram que, ao longo do primeiro semestre de 2013, a taxa de investimento se manteve acima da média de crescimento do PIB, o que sugere a perspectiva de uma recuperação mais sustentada da economia no curto e médio prazo. Segundo estimativas do BNDES, estão previstos investimentos da ordem de R\$ 3,8 trilhões para o período 2013-2016, com aumento de 29% em relação ao quadriênio anterior. A maior expansão esperada, de 36,2%, será no setor de infraestrutura, onde se estimam investimentos de R\$ 489 bilhões. Pouco mais da metade dos recursos devem ser alocados em energia elétrica e telecomunicações, mas o maior crescimento deverá ocorrer nos investimentos em logística (ferrovias, aeroportos, portos e transporte rodoviário).

O acréscimo de investimentos totais de R\$ 856 bilhões no período 2013-2016 certamente exigirá um reforço de complementariedade às fontes clássicas de recursos, especialmente ao BNDES.

O acréscimo de investimentos totais de R\$ 856 bilhões no período, ou de R\$ 214 bilhões a cada ano, de fundamental importância para o desenvolvimento do país, certamente exigirá um reforço de complementariedade às fontes clássicas de recursos, especialmente ao BNDES, cujos desembolsos a taxas de juros subsidiadas já ocupam $\frac{1}{4}$ do exigível das empresas não financeiras¹. Neste sentido, foram citadas as emissões de debêntures de infraestrutura, assim como medidas específicas como a de estender a isenção fiscal para outros segmentos, como os relacionados ao setor de bens de capitais.

No cenário externo, o principal *driver* foi a perspectiva de normalização da política monetária norte-americana, havendo a percepção de parte dos agentes, principalmente dos representantes do Governo, de que o início do processo de *tapering* vai ocorrer com a economia brasileira em reduzida exposição ao *funding* bancário externo (6%).

Essa situação seria garantida pelo fato de o país ser credor externo líquido desde 2006, funcionar com sistema de câmbio flutuante e elevado nível de reservas internacionais, além de contar com um sistema financeiro sólido e regido por regras prudenciais que asseguram um nível de capitalização bancária superior ao observado em outros países. Para esse grupo, a expectativa é de que essa menor exposição externa do país deva mitigar a volatilidade dos indicadores após o início do *tapering*, o que atenuaria as incertezas referentes ao financiamento do déficit em conta corrente.

Entretanto, esse cenário não foi consensual. Outra vertente desse debate, mesmo reconhecendo os avanços ocorridos na última década, mostrou incerteza quanto à evolução do quadro econômico atual e à condução da política econômica. A análise parte da constatação de que o país foi beneficiado nos últimos dez anos por condições extraordinárias do

¹ Dados do Cemec.

A piora da relação entre inflação e nível de atividade se refletiu num ambiente de maior incerteza quanto à condução da política econômica, com reflexos nos preços dos ativos de renda fixa.

cenário externo, que não devem se repetir nos próximos anos – a saber, crescimento expressivo da economia chinesa e baixas taxas de juros nos países desenvolvidos –, o que criou espaço para a adoção de uma política econômica de forte estímulo à demanda agregada.

Nesta perspectiva, os limites de expansão da oferta, com forte absorção no mercado de trabalho (e correspondente aumento dos custos de produção), contribuíram para que as expectativas inflacionárias dos agentes se mantivessem acima do centro da meta, reduzindo a margem de manobra do Banco Central na condução do sistema de metas de inflação. Além disso, haveria uma inflação reprimida de preços administrados (cerca de 1,5% em doze meses) que deve ser ajustada nos próximos anos, dada a assimetria com os preços livres (que acumulam 8% em doze meses). A adoção de novas medidas expansionistas pelo Governo (desonerações, subsídios etc.), segundo essa análise, não foi capaz de estimular o nível de atividade e fez deteriorar a percepção do mercado sobre a política fiscal doméstica.

A piora da relação entre inflação e nível de atividade se refletiu num ambiente de maior incerteza quanto à condução da política econômica, com reflexos nos preços dos ativos de renda fixa. Nesse contexto, a avaliação foi de que a elevação da meta da taxa Selic não evitou o aumento nos prêmios de risco nas maturidades mais longas, o que dificultou o alongamento dos prazos e reduziu o ritmo de desindexação a taxas com *duration* de um dia (Taxa DI). Esse quadro acabou reforçando as características históricas do mercado de títulos privados, com poucas emissões, volume baixo, concentração de participantes, reduzida negociação no mercado secundário, pouca padronização, falta de referência de preços para ativos de baixa liquidez e não incomum ocorrência de ativos com cláusulas de resgate antecipado, que dificulta a precificação e comparabilidade dos ativos.

Como emissor, o BNDES vem atuando para ajudar a dar volume ao mercado e criar um padrão de ativo mais compatível com o longo prazo, o que inclui os referenciais de remuneração a taxas prefixadas, flutuantes (TJ3) e atreladas ao IPCA.

Com a incerteza sobre o cenário macroeconômico de longo prazo, foram debatidos os limites para o BNDES continuar sendo uma das principais fontes de financiamento do investimento, assim como o papel do banco no fortalecimento do mercado de dívida privada de longo prazo.

Reconhecendo as limitações de crescimento do *funding* da instituição, fortemente atrelado ao Tesouro Nacional, principalmente em relação à necessidade de financiamento do investimento nos próximos anos, foram relatadas as várias frentes de atuação do BNDES, seja como emissor, investidor ou fomentador de mercado, no sentido de fortalecer o mercado de capitais no financiamento da economia.

Como emissor, a entidade vem atuando para ajudar a dar volume ao mercado e criar um padrão de ativo mais compatível com o longo prazo, o que inclui os referenciais de remuneração a taxas prefixadas, flutuantes (TJ3) e atreladas ao IPCA. Neste sentido, também procura fazer emissões regulares, com esforço de pulverização, formador de mercado, e com adesão à arbitragem para solução de conflitos.

Como investidor, o BNDES tem atuado tanto na aquisição de debêntures em mercado (por meio de ofertas públicas), de prazo igual ou superior a 24 meses, para o que tem dotação de cerca de R\$ 10 bilhões; quanto subscrevendo debêntures de projetos de infraestrutura, em ofertas públicas de até R\$ 300 milhões, ou apoiando projetos de infraestrutura financiados direta ou indiretamente pelo Sistema BNDES, com dotação da ordem de R\$ 5 bilhões.

Finalmente, como fomentador de mercado secundário, além da participação efetiva no mercado, a entidade procura sinalizar boas práticas e estimular a parceria com o setor privado. Nesse sentido, o banco realiza diariamente leilões de compra e venda; negocia em plataforma eletrônica, com

Apesar dos esforços, o mercado doméstico de títulos privados ainda se caracteriza por uma estreita base de investidores, longe do que se espera para uma economia que necessita ampliar o financiamento privado de longo prazo.

cotação aberta a todos os participantes do mercado e ofertas em tela. Ainda como credor, o estímulo da parceria do banco com o setor privado se dá com a possibilidade de compartilhamento de garantias e vencimento antecipado cruzado entre o banco e instituições de mercado, o que ajuda a mitigar a percepção do risco de crédito do agente privado.

Apesar dos esforços, o mercado doméstico de títulos privados ainda se caracteriza por uma estreita base de investidores, longe do que se espera para uma economia que necessita ampliar o financiamento privado de longo prazo. A participação residual dos não residentes contrasta com a experiência bem-sucedida com esses investidores no mercado de títulos públicos federais. Conforme dados de outubro de 2013, a parcela detida por estrangeiros chegou a 20% (cerca de R\$ 393 bilhões) do estoque em mercado, sendo majoritariamente composta por NTN-F (títulos prefixados de longo prazo), o que contribuiu para o aumento da *duration* da dívida pública federal.

Em termos gerais, argumentou-se que as condições que estimulam a entrada desses investidores no mercado de títulos privados estão relacionadas à existência de um cenário de previsibilidade macroeconômica, ambiente de cumprimento de regras e contratos e mercados eficientes, com liquidez e pulverização. O perfil médio do investidor estrangeiro em renda fixa é de aplicação na parte longa da curva de juros, o que requer um ambiente de estabilidade das condições econômicas.

Diante dessa constatação, o atual cenário macroeconômico no Brasil – com juros mais altos, volatilidade na trajetória da inflação e incerteza quanto ao ritmo de crescimento do PIB – não é considerado um cenário adequado ao ingresso de investidores estrangeiros, o que ajuda a explicar, pelo menos em parte, o baixo apetite pela aquisição das debêntures

incentivadas pela isenção de imposto de renda (Lei nº 12.431).

A maior volatilidade prevista para os mercados emergentes em 2014 poderá desestimular o ingresso de recursos de não residentes no país, e postergar os potenciais efeitos positivos desses investidores no mercado de títulos privados de renda fixa.

Essa visão corrobora a tese de que a maior volatilidade prevista para os mercados emergentes em 2014, em função da perspectiva de normalização da política monetária norte-americana, poderá desestimular o ingresso de recursos de não residentes no país, e postergar os potenciais efeitos positivos desses investidores no mercado de títulos privados de renda fixa.

Apesar da divergência em relação às expectativas quanto ao ambiente macroeconômico e seus potenciais efeitos sobre o financiamento privado de longo prazo, a avaliação dos analistas converge para a percepção de que esse é um processo não linear e que envolverá avanços e recuos na condução da política econômica e, portanto, na necessária mudança de cultura dos agentes envolvidos. Assim, a construção de um cenário doméstico mais previsível para emissores e investidores talvez seja o grande desafio.

Ganha importância o estímulo à ampliação da base de investidores e à participação, em um mesmo ambiente, de investidores com diferentes estratégias, para que as negociações com os ativos ganhem robustez.

3. Incentivos à Negociação e Ampliação da Base de Investidores

Um dos maiores desafios que se apresentam para o mercado de títulos privados de renda fixa é o desenvolvimento de seu mercado secundário, que foi o foco do debate do II painel desse Seminário, e que contou com a participação de representantes dos investidores no segmento, entre os quais tesourarias, entidades de previdência, fundos de investimento, investidores estrangeiros e clientes de varejo.

Não sendo um tema novo, muitos diagnósticos já foram efetuados, ora associados ao ambiente macroeconômico, ora a estruturas de mercado ou a características dos ativos que não são compatíveis com uma maior liquidez dos negócios. Estes diagnósticos sugerem que não existe uma solução única, uma “bala de prata”, capaz de dinamizar o mercado, e que será necessário atuar em várias frentes.

Em 2012, a convivência com taxas de juros historicamente baixas permitiu observar como o segmento de títulos privados de renda fixa pode ser beneficiado por um cenário macroeconômico benigno, tanto no que diz respeito ao volume de emissões no mercado primário, como nas suas negociações secundárias, abrindo espaço para mudanças mais significativas. Neste contexto, ganhou importância o estímulo à ampliação da base de investidores e à participação, em um mesmo ambiente, de investidores com diferentes estratégias, para que as negociações com os ativos ganhem robustez.

Assim, esse segundo painel se dedicou ao debate de iniciativas que possam estimular a participação de um

Muitos investidores domésticos ainda priorizam a compra e venda de ativos de empresas brasileiras no mercado internacional, que contam, muitas vezes, com volumes e condições de liquidez mais próximas das requeridas.

número maior de investidores no mercado de títulos privados de renda fixa. A avaliação foi de que já houve uma evolução importante nos últimos anos, notadamente no que diz respeito ao aumento do volume de emissões primárias, com reflexos no mercado secundário, em grande medida em resposta às reduções de juros observadas ao longo de 2012, que motivaram um novo “olhar” do investidor para outras opções de renda fixa além dos títulos públicos. Houve evolução também em relação ao “alinhamento” entre os diferentes agentes – investidores, emissores, órgãos reguladores, governo e sociedade em geral – tanto do interesse pelo segmento, como da preocupação em fomentar o mercado.

Entre os importantes avanços ocorridos nos últimos anos, foi apontado o aumento nos volumes de emissões de valores mobiliários de renda fixa que sucederam à entrada em vigor da Instrução CVM nº 476/09², que se apresentou como um importante mercado de acesso a novos emissores. Além disso, foram mencionadas iniciativas relacionadas à infraestrutura de mercado, como o desenvolvimento de novas plataformas pela Cetip: como o Cetip Trader, Voice e Ice Link, que buscam integrar as negociações e os procedimentos pós-negócio, e a criação do Sistema REUNE pela ANBIMA, com o objetivo de centralizar os registros dos negócios realizados em diferentes ambientes.

No entanto, foi consenso entre os agentes que ainda existem muitos pontos a serem desenvolvidos, especialmente no que se refere ao tamanho e à eficiência das operações cursadas no mercado secundário. Muitos investidores domésticos ainda priorizam a compra e venda de ativos de empresas brasileiras no mercado internacional, que contam, muitas vezes, com volumes e condições de liquidez mais próximas das requeridas. Dessa forma, é necessária a ampliação do acesso a novos agentes, bem como a continuidade de um

² Instrução da CVM que dispõe sobre ofertas públicas com esforços restritos.

Embora a reversão do cenário macroeconômico, ocorrida ao longo de 2013, se apresente como um entrave no curto prazo, a avaliação é de que as demandas por crédito de infraestrutura e as medidas de incentivo fiscal adotadas pelo Governo já começam a surtir efeitos.

ambiente de estabilidade para as negociações, com o fortalecimento da regulação e a divulgação de preços consistentes de referência. Também foram elencadas, como importantes para a evolução do mercado secundário de títulos privados de renda fixa, a pujança das emissões primárias e a existência de um mercado de derivativos bem desenvolvido, tanto de crédito como de juros.

Foi consenso entre os agentes que seria benéfico buscar aumentar a padronização dos ativos. Embora a adoção de algumas ferramentas, como a Confere da ANBIMA, tenha contribuído para ampliar e harmonizar informações disponíveis para os diferentes *players* do mercado, o mercado brasileiro ainda está distante do que se observa no mercado internacional, onde a maioria dos ativos são *bullet*, ou seja, com pagamento apenas no fim do fluxo do ativo, e não existe recompra de ativos pelos emissores a qualquer momento e a qualquer preço, ou seja, sem uma regra definida de prazo e prêmio para recompra. A análise cuidadosa das características dos ativos e das condições de recompra certamente trará espaço para a adoção de padrões mais rígidos do que os observados atualmente.

Apesar dos desafios envolvendo a atração de investidores, a expectativa para o futuro próximo é otimista. Embora a reversão do cenário macroeconômico, ocorrida ao longo de 2013, se apresente como um entrave no curto prazo, a avaliação é de que as demandas por crédito de infraestrutura e as medidas de incentivo fiscal adotadas pelo Governo já começam a surtir efeitos. De um modo geral, os agentes se mostram confiantes no papel que o mercado de capitais deve desempenhar como fonte de recursos de longo prazo, tanto pela crescente necessidade de investimento, como pelas limitações para a ampliação da participação das instituições financeiras e do BNDES nesse financiamento. Nesse sentido, a atuação do banco de desenvolvimento, incentivando o

Tem sido crescente a aquisição de títulos de dívida privada por parte dos bancos nos últimos anos, embora a reduzida oferta pelas empresas emissoras venha limitando uma expansão ainda mais expressiva desses ativos em carteira.

mercado de capitais e abrindo espaço para o setor privado por meio de parcerias, foi considerada fundamental.

A seguir, serão apresentados os entraves à aquisição de títulos privados de renda fixa por cada tipo de investidor – instituições bancárias, investidores estrangeiros, clientes de varejo e fundos de pensão –, bem como as iniciativas que poderiam estimular esses investidores a aumentarem a participação do risco de crédito privado em suas respectivas carteiras.

3.1 Instituições Bancárias

Segundo os agentes do segmento de tesouraria, tem sido crescente a aquisição de títulos de dívida privada por parte dos bancos nos últimos anos, embora a reduzida oferta pelas empresas emissoras venha limitando uma expansão mais expressiva desses ativos na carteira.

Para incentivar o dinamismo do mercado secundário de títulos corporativos de renda fixa, foi citada a agenda dos fóruns de representação de tesouraria da ANBIMA, amplamente debatida na Associação em 2013 e que será aprofundada em 2014. Entre as medidas que poderiam funcionar como estímulos ao aumento das operações estão o aceite por parte do Banco Central de títulos privados de renda fixa como lastro nas operações de mercado aberto, o que foi introduzido em vários países em um cenário de forte restrição de liquidez, mas que, no Brasil, poderia atuar como um indutor de padronização de ativos. Também foi apontado o benefício de se desenvolver infraestrutura para a realização de operações de empréstimos/aluguel de títulos em ambiente de contraparte central – o que poderia estimular a participação de entidades de previdência –, assim como a

As tesourarias apostam na necessidade de flexibilização regulatória para o desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito, considerado essencial para o gerenciamento do risco de crédito privado, e que se encontra em estágio incipiente no Brasil.

permissão para a realização de operações compromissadas longas com clientes, com livre movimentação, fora de contraparte central, com o desenvolvimento de alguma estrutura para o gerenciamento das garantias, o que ajudaria no alongamento das posições. Além disso, como parece ser consenso entre os demais participantes, as tesourarias também apostam na necessidade de flexibilização regulatória – seja no que se refere a lastro ou contrapartes envolvidas – para o desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito, considerado essencial para o gerenciamento do risco de crédito privado, e que se encontra em estágio incipiente no Brasil.

Pela natureza das suas atividades, é comum que as tesourarias façam uma segregação dos ativos privados que mantêm em suas carteiras, conforme a sua motivação no negócio. De um lado, estão aqueles relacionados a operações de crédito, e que por isso não se destinam à negociação, sendo em geral mantidos nas carteiras das instituições até o seu vencimento. Este volume tem crescido bastante nos últimos anos, especialmente em 2012, com o aumento dos *books* de operações, a despeito do aumento da concorrência entre instituições financeiras e das operações dos bancos estatais, como BNDES e Caixa Econômica. Além disso, também tem crescido o volume de ativos privados nas carteiras de *trading* dos grandes bancos, movimento praticamente inexistente há cinco anos. Ao mesmo tempo, tem aumentado a participação dessas instituições como *market makers* (formadores de mercado) para um número cada vez maior de ativos, o que contribui para as negociações secundárias com esses títulos.

Finalmente, foi considerada a possibilidade de eventuais ajustes nas regras de alocação de capital, sem, contudo, comprometer o seu papel fundamental na mitigação do risco sistêmico e do ponto de vista prudencial. O argumento é de que a maior exigência de capital na carteira *trading book*

A mudança na característica dos ativos, que, embora continuem majoritariamente atrelados ao DI, passaram a incorporar indexação a índices de preços, e, em menor grau, taxas prefixadas, também ajudou a chamar a atenção de grandes investidores, como fundações e investidores estrangeiros.

relativamente à carteira *banking* acaba estimulando o carregamento de papel em detrimento da negociação. Na primeira, a preocupação é com a cobertura dos riscos de crédito e de mercado, enquanto, na segunda, o foco é essencialmente o risco de crédito, já que o ativo, em princípio, será mantido até o seu vencimento. Reconhece-se a complexidade desse debate, essencialmente em função da recente alteração das regras internacionais pós-crise financeira e do compromisso do Brasil de continuar aderente ao acordo de Basileia.

3.2 Investidores Estrangeiros

As alterações no ambiente macroeconômico também contribuíram para trazer novos e importantes investidores para o mercado de títulos privados de renda fixa. A redução dos juros, e a conseqüente redução dos retornos pagos pelos títulos públicos federais, despertou nos investidores locais, inclusive investidores de varejo, o interesse por ativos de maior risco e, conseqüentemente, retornos maiores. A mudança na característica dos ativos, que, embora continuem majoritariamente atrelados ao DI, passaram a incorporar indexação a índices de preços, e, em menor grau, taxas prefixadas, também ajudou a chamar a atenção de grandes investidores, como fundações e investidores estrangeiros. Mesmo pequeno, o aumento da emissão de ativos, especialmente debêntures, atrelados ao IPCA gerou condições mais favoráveis para o mercado secundário e alongamento de prazo desses títulos.

Também mereceu destaque a adoção de políticas de incentivo à aquisição de ativos privados de renda fixa, mais notadamente a edição da Lei nº 12.431/11, que isentou do imposto de renda os rendimentos auferidos por investidores estrangeiros e pessoas físicas.

Somada a essas mudanças, também mereceu destaque a adoção de políticas de incentivo à aquisição de ativos privados de renda fixa, mais notadamente a edição da Lei nº 12.431/11, que isentou do imposto de renda os rendimentos auferidos por investidores estrangeiros e pessoas físicas, e reduziu a alíquota para pessoas jurídicas, em ativos “incentivados”, que atendem a características específicas de prazo e remuneração.

Mesmo assim, a participação dos investidores estrangeiros nas ofertas locais de títulos privados de renda fixa permaneceu muito baixa, com pouca evolução da presença historicamente quase nula desses investidores no segmento. Considerou-se que os *spreads* pagos pelos títulos privados de renda fixa relativamente aos títulos públicos, que também contam com isenção de imposto de renda, são muito estreitos para estimular a demanda dos estrangeiros. Além disso, foi ressaltada a preferência dos estrangeiros por adquirir ativos remunerados à taxa prefixada, cuja oferta no segmento privado ainda é muito pequena.

Não obstante, foi sinalizada uma janela de oportunidade em face das condições atuais de mercado, uma vez que, mesmo com toda a volatilidade decorrente da expectativa de alteração da política monetária do Fed, os *spreads* ainda se mostram muito comprimidos no mercado internacional, pois a oferta de ativos não tem crescido na mesma proporção da demanda. Nesse sentido, os ativos de mercados emergentes podem surgir como alternativas potenciais, com destaque para os ativos ligados à infraestrutura, que possuem grande potencial de valorização.

Entretanto, para acessar esta grande demanda potencial externa, será necessário avaliar os entraves e fatores de risco existentes. Uma das principais questões está relacionada ao descasamento cambial e à volatilidade no câmbio, risco cuja proteção encarece a operação e afasta os

O acesso do investidor estrangeiro ao segmento de títulos de renda fixa poderia se dar por meio da indústria de fundos local, com a criação de fundos domésticos voltados exclusivamente para estrangeiros, a serem ofertados no exterior.

investidores estrangeiros. Isso é ainda mais relevante para fundos de longo prazo, denominados em dólares, ao comprarem ativos, também de longo prazo, denominados em reais.

Uma segunda dificuldade está relacionada ao modelo de leilão adotado hoje nas ofertas de títulos de renda fixa no Brasil, que é diferente do adotado nas demais jurisdições. O modelo de leilão holandês de *bookbuilding*, que privilegia a alocação de ativos a partir de um corte no nível mais baixo de taxa (a ser paga pelo emissor), ou seja, no maior nível de preço a ser pago pelo investidor, que permita a distribuição de todo o lote ofertado, não facilita a pulverização dos ativos. E para os investidores estrangeiros, a questão da pulverização é importante, pois dela depende o volume das negociações no mercado secundário, que se traduz em liquidez e em alternativas de saída da aplicação.

Uma sugestão foi passar a adotar no Brasil um novo modelo de apuração de *bookbuilding*, que faça um balanço mais equilibrado entre os preços/taxas dos ativos e sua pulverização, com a adoção de mesas de sindicalização que permitam a oferta dos ativos para um maior número de investidores, e, conseqüentemente, atraiam mais investidores estrangeiros. Outra proposta foi o acesso do investidor estrangeiro ao segmento de títulos de renda fixa se dar por meio da indústria de fundos local. Ou seja, com a criação de fundos domésticos voltados exclusivamente para estrangeiros, a serem ofertados no exterior, de forma que esses investidores possam contar com a *expertise* de gestão de agentes com profundo conhecimento das especificidades e alternativas do mercado brasileiro.

3.3 Investidores de Varejo

Entre as iniciativas para ampliar a participação dos investidores pessoas físicas, está a necessidade de se aprimorar a educação dos investidores, especialmente no que se refere ao planejamento financeiro.

Os investidores pessoas físicas também foram considerados essenciais para o maior desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa. Para ampliar a participação desses investidores, algumas iniciativas foram apontadas no debate, entre as quais, a necessidade de aprimorar a educação dos investidores, especialmente no que se refere ao planejamento financeiro. Como exemplo, foram citados os Estados Unidos, principal *benchmark* para o mercado de títulos privados de renda fixa, tanto no que se refere ao volume de emissões como às negociações no mercado secundário. Naquele país, segundo o palestrante, o número de agentes autônomos de investimento, profissionais considerados muito importantes para o acesso das pessoas físicas a esses ativos, é da ordem de 600 mil, enquanto no Brasil este número ainda não chega a cinco mil, o que deixa claro o potencial de crescimento dessa atividade no país. Algumas instituições locais têm se estruturado para facilitar o acesso desse “novo” investidor ao mercado, criando plataformas ou ampliando o número de agentes autônomos que atuam em diferentes regiões do país, descentralizando o acesso do eixo Rio-São Paulo.

Ainda no escopo da educação, foi reforçada a importância de se assegurar aos investidores esclarecimentos específicos sobre os títulos de renda fixa, que são ativos de compreensão mais difícil para o investidor de varejo. Ademais, houve a criação de vários instrumentos de renda fixa – antes praticamente limitados a CDBs – como os CRIs, LCIs, CRAs e, mais recentemente, os ativos relacionados à Lei nº 12.431/11, todos com características, complexidade e riscos bem diversos, e rentabilidade potencializada pela

Para que haja um aumento da participação das pessoas físicas no segmento de títulos privados de renda fixa, é necessário, além do incentivo ao aumento das emissões primárias, que estas emissões cheguem às mãos destes investidores, o que implica aprimoramentos na forma de distribuição.

isenção do imposto de renda, o que atrai o investidor pessoa física.

Argumentou-se que, para que haja um aumento da participação das pessoas físicas no segmento de títulos privados de renda fixa, é necessário, além do incentivo ao aumento das emissões primárias, que estas emissões cheguem às mãos destes investidores, o que implica aprimoramentos na forma de distribuição. A avaliação é de que a maior pulverização desses ativos contribuiria para o aumento da liquidez no mercado secundário, movimento que, em alguma medida, se observou em ofertas de debêntures sob o amparo da Lei nº 12.431/11. Adicionalmente, considera-se desejável que haja, nesta ampliação das emissões primárias, uma diversificação dos setores emissores de ativos, de forma que os investidores tenham mais opções de investimento, e possam fazer comparações entre os riscos e rendimentos oferecidos.

Considerou-se também que existem pequenos ajustes regulatórios que poderiam aprimorar o processo de oferta de ativos para os investidores de varejo. Uma delas diz respeito à antecedência da divulgação do material publicitário da oferta, que acaba saindo a poucos dias do *bookbuilding*, dificultando a análise e a venda pulverizada dos ativos. Essa questão, entre outras da pauta regulatória, referentes ao processo de oferta pública, já está sendo avaliada pela CVM. A questão do material publicitário, por exemplo, já foi objeto de esclarecimentos pela autarquia, com o Ofício Circular CVM/SRE/nº1/2013, que trouxe orientações sobre a utilização destes materiais nas ofertas públicas, com o objetivo de dar agilidade ao processo de aprovação e divulgação das emissões.

Por fim, em relação à infraestrutura, mencionou-se a necessidade de aprimoramento da custódia de posições individualizadas de pessoas físicas, que deve ser resolvida

As estatísticas dos fundos fechados de previdência complementar deixam claro o grande potencial de investimento destes fundos e a sua ainda pequena participação no mercado de títulos privados de renda fixa.

no médio prazo com as mudanças previstas nas recentes Instruções CVM nº 541, 542 e 543/13, relativas a depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, que vieram substituir a Instrução CVM nº 89 de 1988.

3.4 Fundos de Pensão

As estatísticas dos fundos fechados de previdência complementar deixam claro o grande potencial de investimento destes fundos e a sua ainda pequena participação no mercado de títulos privados de renda fixa. A carteira dos fundos de pensão, que atingiu o valor de R\$ 620 bilhões (dados de outubro de 2013), tem expressiva parcela aplicada em títulos de renda fixa (R\$ 375 bilhões), porém essencialmente voltada para o segmento de títulos públicos (85%), com uma pequena parte alocada em títulos privados (15%).

Com a redução das taxas de juros em 2012, ficou mais difícil para essas entidades encontrarem ativos no mercado que as permitissem alcançar as metas atuariais pactuadas, o que levou algumas fundações a passarem a analisar ativos de crédito privado e incluí-los em suas carteiras, com graus de apetite bem diferentes entre si. A Previ, por exemplo, vem mantendo uma estratégia mais conservadora, destinando cerca de R\$ 50 bilhões de sua carteira para a aquisição de títulos de renda fixa, com apenas 11% em títulos privados, dos quais a parte mais significativa está alocada em títulos bancários.

Para as fundações, muitas questões justificam este comportamento. Entre elas estão a falta de oferta de ativos relativamente à demanda potencial e o pequeno tamanho das emissões, que muitas vezes não justifica a estrutura

A falta de liquidez dos ativos privados dificulta uma boa formação de preço, fazendo com que algumas fundações não se sintam seguras para a alocação de títulos corporativos na carteira, especialmente via aquisições no mercado secundário.

necessária para a análise do crédito privado *vis-à-vis* o pequeno *spread* pago sobre a taxa dos títulos públicos federais. Além disso, apesar da evolução observada no perfil dos ativos nos últimos anos, ainda é muito grande a participação de ativos com remuneração atrelada ao DI, enquanto a preferência das fundações, devido ao necessário casamento com seu passivo atuarial, é de ativos indexados ao IPCA. Finalmente, a falta de liquidez dos ativos privados dificulta uma boa formação de preço, fazendo com que algumas fundações não se sintam seguras para a alocação de títulos corporativos na carteira, especialmente no mercado secundário.

De qualquer forma, atrair as fundações para o mercado de dívida privada será fundamental para assegurar maior profundidade ao segmento. Além do elevado volume de recursos que mobiliza, esse tipo de investidor se caracteriza por demandar ativos de longo prazo, bem acima do requerido pelos demais investidores, e com remuneração prefixada atrelada a índices de preço, o que ajudaria a diversificar o estoque, cujo prazo médio ainda é inferior a sete anos e essencialmente remunerado pelo DI.

No âmbito microeconômico, alguns pontos foram indicados para compor uma agenda positiva para 2014, no que se refere à atração desses investidores. Uns muito específicos como, por exemplo, a padronização da declaração de investidor qualificado, que agilizaria a participação dos fundos de pensão em ativos distribuídos com esforços restritos, ou seja, emitidos com base na Instrução ICVM nº 476/09. Outra questão, um pouco mais complexa e também direcionada à ampliação da participação dos fundos de previdência, diz respeito à revisão do artigo 43 da Resolução nº 3.792/09, que trata dos limites de concentração por investimentos das entidades de previdência. Segundo o normativo, a participação das fundações deve se limitar a 25% de cada série de título ou valor mobiliário adquirido.

Um dos motivos que justificam a participação ainda baixa dos fundos de investimento nos ativos privados de renda fixa é que as ofertas não têm saído com as características exigidas pelos investidores, especialmente no que diz respeito à relação risco x retorno.

Considerando uma emissão de debênture com um número maior de séries, sendo uma delas em DI, que não desperta interesse dos fundos de pensão, o trabalho de análise do crédito pode não se justificar em face do limite para a aquisição do ativo pela entidade de previdência. A proposta é que o limite de concentração por investimento passe a se referir ao total da emissão e não apenas à série, de forma a facilitar a participação desses agentes no segmento.

3.5 Fundos de Investimento

Na avaliação dos representantes de fundos de investimento, um dos motivos que justificam a participação ainda baixa dos fundos nos ativos privados de renda fixa é que as ofertas não têm saído com as características exigidas pelos investidores, especialmente no que diz respeito à relação risco x retorno. Além disso, o grande apetite dos investidores, inclusive de varejo, por estes ativos tem pressionado para baixo as suas rentabilidades, provocando certo descolamento entre o alongamento dos ativos e a redução dos prêmios de risco pagos por eles.

Ainda assim, o estoque de títulos privados de renda fixa na carteira dos fundos de investimento tem apresentado crescimento nos últimos anos, especialmente em 2012, com o processo de queda dos juros básicos.

Outro entrave à maior participação dos fundos de investimento nos ativos de dívida privada está relacionado à liquidez, bastante importante para a gestão das carteiras. Considerou-se que poucos ativos privados possuem liquidez no mercado secundário similar à apresentada pelos títulos

Os fundos de investimento também apontam a importância da padronização dos ativos como mais uma medida de incentivo à aquisição de títulos privados, embora reforcem que esta padronização não implica a eliminação de covenants nas emissões.

públicos. Com isso, é difícil criar fundos específicos para ativos de renda fixa privada e, ao mesmo tempo, atender às exigências de liquidez dos investidores de fundos. Uma alternativa apresentada foi a criação de fundos com prazo para o resgate de até 90 dias, que certamente estaria condicionada à disponibilidade dos investidores para aceitar este adiamento de liquidez em seus investimentos.

Os fundos de investimento também apontam a importância da padronização dos ativos como mais uma medida de incentivo à aquisição de títulos privados, embora reforcem que esta padronização não implica a eliminação de *covenants* nas emissões, que, segundo eles, são cláusulas que asseguram proteção adicional aos investidores em casos de não cumprimento de obrigações e/ou de condições previamente acordadas pelos emissores. Já entre os fatores que desestimulam as negociações com ativos no mercado secundário, os representantes dos fundos de investimentos elencam como principal a existência de cláusulas de recompra pelo emissor a qualquer tempo e sem condições previamente definidas. A expectativa é de que o tratamento dessas questões possa incentivar o aumento da base de investidores, atraindo não apenas os fundos de investimentos, mas também investidores estrangeiros e fundos de pensão, pois há a percepção de que existe demanda para ativos de diferentes prazos, e para os diferentes períodos da vida útil dos ativos. Um dos exemplos citados foi o de que, enquanto as fundações se interessam por ativos com prazo de doze a quinze anos, os fundos de investimento se interessariam por ativos com prazos de sete a dez anos, e as tesourarias, por ativos com duração de até dois anos do vencimento. Avalia-se que viabilizar este fluxo virtuoso de operações impactaria positivamente o mercado secundário e a liquidez dos ativos.

4. COE (Certificados de Operações Estruturadas)

O COE é um instrumento de captação bancária que permite combinar operações diversas e envolver ativos de renda fixa com operações de derivativos em uma mesma estrutura, comumente conhecido como structured note no mercado internacional.

A introdução de produtos estruturados no mercado de renda fixa doméstico confirma a crescente sofisticação das estratégias cursadas no segmento e a ampliação do leque de instrumentos e operações que vem ocorrendo no setor nos últimos anos. O COE (Certificado de Operações Estruturadas) faz parte desse contexto e teve sua regulamentação aprovada pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) em setembro de 2013, por meio da Resolução nº 4.263, com vigência a partir de 6 de janeiro de 2014, e foi fruto de amplo debate entre representantes do Banco Central e dos Comitês de Produtos e de Assuntos de Tesouraria da ANBIMA.

Conforme explicou Sérgio Odilon dos Anjos, chefe do Departamento de Regulação do Sistema Financeiro do Banco Central, o COE é um instrumento de captação bancária que permite combinar operações diversas e envolver ativos de renda fixa com operações de derivativos em uma mesma estrutura, comumente conhecido como *structured note* no mercado internacional. Até então, essas operações eram estruturadas através de diversos instrumentos pulverizados e dispersos no mercado brasileiro, o que dificultava o monitoramento por parte do regulador. Inicialmente, o certificado será objeto de operações bilaterais, podendo ser negociado no mercado secundário. As ofertas públicas deverão acontecer em um segundo momento, pois a regulamentação ainda não está definida. A existência do certificado está condicionada ao seu registro, que também será importante para o monitoramento por parte do Banco Central, bem como para atender aos requisitos

da regulamentação no que se refere ao histórico do valor de mercado e à análise de sensibilidade.

O aparato regulatório disponível para o COE também estabelece um controle operacional com canal permanente de comunicação do Banco Central com a Bolsa e/ou Cetip.

O aparato regulatório disponível para o COE também estabelece um controle operacional com canal permanente de comunicação do Banco Central com a Bolsa e/ou Cetip. Além disso, esse instrumento entra no mercado doméstico já amparado pelas regras de *suitability*, com adequação do produto ao perfil do investidor, por meio de autorregulação. Por fim, destaca-se que, em dezembro de 2013, a regulamentação do COE foi complementada com a edição da Carta Circular nº 3.623, que definiu os títulos e subtítulos para registro contábil no Plano Contábil das Instituições Financeiras (Cosif).

A configuração e a tecnologia dos ambientes de registro e negociação e a disponibilização de informações de preços desempenharam papéis importantes no aprimoramento do segmento de renda fixa nos últimos anos.

5. Transparência e Informação como Indutores da Liquidez

No que se refere às questões relacionadas à infraestrutura do mercado de títulos corporativos, destacou-se a evolução do segmento nos últimos anos e os pontos considerados essenciais no debate atual: a negociação em plataformas eletrônicas e a transparência do mercado de renda fixa doméstico.

A configuração e a tecnologia dos ambientes de registro e negociação e a disponibilização de informações de preços desempenharam papéis importantes no aprimoramento do segmento de renda fixa nos últimos anos. No primeiro caso, pode-se dizer que, no que se refere ao registro de operações, o mercado brasileiro está à frente de seus pares e de mercados mais maduros, por outro lado, há o desafio do estímulo à realização de operações no ambiente de plataformas eletrônicas, tendo em vista o seu papel indutor ao desenvolvimento do mercado de renda fixa doméstico.

Há consenso sobre a contribuição da plataforma eletrônica no mercado de títulos, pois facilita o acesso de novos participantes ao segmento, reduz custos para os investidores, cria referência de preços de negócios e disponibiliza um histórico de preços para cada ativo/instrumento. A experiência internacional aponta para esse sentido – na Europa, 45% das negociações são cursadas em ambiente eletrônico, enquanto nos Estados Unidos essa participação situa-se acima de 20%. Argumenta-se, contudo, sobre a necessidade de se respeitar as especificidades e as características predominantes dos negócios no mercado de renda fixa brasileiro, sem se perder

Há um diagnóstico, não consensual, de que o nível da liquidez no mercado de renda fixa doméstico ainda não é suficiente para induzir a migração dos negócios para a plataforma eletrônica, principalmente de papéis de dívida corporativa.

de vista a segurança e a transparência das operações. A comparação com a bem-sucedida experiência das plataformas eletrônicas para ativos de renda variável é inevitável, mas as diferenças entre as dinâmicas de negociação nos dois mercados são relevantes. As operações em renda fixa são predominantemente bilaterais e efetuadas por telefone, o que em grande medida reforça a preferência pelo ambiente de balcão.

Com isso, no Brasil, a realização de negócios em plataforma eletrônica ainda é incipiente mesmo no caso de títulos públicos federais. Há um diagnóstico, não consensual, de que o nível da liquidez no mercado de renda fixa doméstico ainda não é suficiente para induzir a migração dos negócios para a plataforma eletrônica, principalmente de papéis de dívida corporativa. De toda forma, a necessidade de se estimular a negociação por meio de plataforma parece ganhar relevância com a perspectiva que abre para uma maior disponibilização de informações de preços, o que, em última instância, contribui para o ambiente de negócios. Outro ponto importante no debate sobre o mercado secundário doméstico refere-se à padronização dos ativos, uma vez que a especificidade dos títulos pode dificultar a precificação, restringir a comparabilidade dos ativos e afetar a dinâmica dos negócios. Destacou-se que há não muito tempo, a checagem de preço dos títulos corporativos era um processo mais demorado do que a própria negociação da taxa, o que gerava ineficiência.

O tema transparência no mercado de renda fixa ganhou relevância na agenda dos reguladores no mundo: nos EUA observa-se a extensão do escopo da obrigatoriedade de registros de negócios pós-*trade*, enquanto na Europa avalia-se os impactos da imposição de *disclosure* também dos preços pré-*trade*: ofertas de compra e venda. No mercado corporativo doméstico, a percepção é de que o grau de transparência já é compatível ao observado nos mercados

O histórico das iniciativas de transparência no mercado corporativo tem feito parte da agenda da ANBIMA nos últimos anos, o que tornou a Associação referência para a marcação de carteira no segmento de renda fixa.

internacionais. A redução estrutural da taxa de juros nos últimos anos, que acirrou a busca por *yield* no mercado de renda fixa, estimulou o investidor a buscar uma gama maior de informações relativas aos negócios – como prazo, taxas e número de operações –, ampliando a busca por transparência no segmento. Outras questões, como a da tempestividade das informações e o tempo ideal de defasagem entre o negócio e a efetiva divulgação, mereceram a atenção dos agentes representados neste painel.

O histórico das iniciativas de transparência no mercado corporativo tem feito parte da agenda da ANBIMA nos últimos anos, o que tornou a Associação referência para a marcação de carteira no segmento de renda fixa. Esse trabalho, iniciado há mais de dez anos com a precificação de títulos públicos, teve seu escopo ampliado em abrangência de ativos e na criação de ferramentas e instrumentos que buscam o monitoramento e transparência de preços. Atualmente, a precificação das debêntures, iniciada em 2004, abrange 140 séries, de uma amostra de 35 instituições, e serve de base para outras iniciativas no segmento, com destaque para a Confere, calculadora eletrônica de preços indicativos para D+0 e D+1, que cobre 450 séries (64% do mercado). Recentemente, a ANBIMA lançou o sistema Reune, com preços pós-*trade* de debêntures (discriminados nas operações intra e extragrupo) e que já conta com 261 séries registradas. Em novembro de 2013, a divulgação das curvas de risco de crédito permitiu a apuração do *spread* médio de crédito para cada faixa de *rating*, calculado a partir dos preços indicativos de debêntures. Esse instrumento, lançado no seminário e disponível no site da ANBIMA, permite o apreçamento de ativos de crédito com menor liquidez, um dos maiores desafios do mercado privado de renda fixa.

Outros desafios, entretanto, continuam na pauta do mercado e na agenda da ANBIMA para os próximos anos. A ampliação e visibilidade dos preços pós-*trade*, maior abrangência de ativos precificados, padronização dos cálculos, novas ferramentas de consulta de preços e a construção de curvas setoriais estão no radar dos agentes e deverão nortear as iniciativas em 2014.

Embora a crise de 2008 também tenha originado iniciativas no Brasil, algumas por parte da CVM, a infraestrutura de mercado no país já continha algumas diferenças e avanços em relação aos seus pares internacionais.

6. Avanços Regulatórios Relativos à Infraestrutura de Mercado

Os avanços regulatórios relativos à infraestrutura de mercado nos últimos anos foram o tema da palestra do diretor da CVM, Otavio Yazbek. Segundo o diretor, depois da crise de crédito internacional de 2008, foi acirrado o debate global sobre as infraestruturas de mercado, em especial relativo às bolsas e sistemas de negociação multilaterais, às contrapartes centrais, às entidades registradoras e às depositárias centrais.

Com isso, muitas alterações e novas recomendações foram divulgadas ao redor do mundo. O G20, por exemplo, determinou em 2009 que até o final de 2012 todas as negociações de derivativos de balcão deveriam ser registradas em entidades especializadas. Adicionalmente, na medida em que fossem se tornando padronizadas, as operações deveriam ser efetuadas em bolsas e/ou em sistemas de negociação multilaterais e com contrapartes centrais. Por outro lado, a comunidade europeia também emitiu diretivas sobre os depósitos centralizados, preocupada com a multiplicidade e a imobilização dos ativos.

Embora a crise também tenha originado iniciativas no Brasil, algumas por parte da CVM, a infraestrutura de mercado no país já continha algumas diferenças e avanços em relação aos seus pares internacionais. Em primeiro lugar, o Brasil já possuía uma regra moderna sobre os mercados de bolsa e de balcão organizado, regulamentados pela Instrução CVM nº 461, de 2007. Em segundo lugar, a questão das contrapartes centrais, de certa forma, já havia sido tratada em consequência do Proer (Programa de Estímulo à

Atualmente, uma nova gama de iniciativas encontra-se na pauta da CVM e está sendo discutida pelo mercado, como o Edital de Audiência Pública SDM nº 5/13, com o objetivo de fomentar o debate acerca de questões relativas a um cenário de concorrência entre bolsas e infraestruturas de mercado.

Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), e, mais profundamente, na revisão do Sistema de Pagamentos Brasileiro, com a Lei nº 10.214, de 2001. Além disso, desde os anos de 1990, as atividades de registro são muito mais regulamentadas no Brasil do que em qualquer outro lugar do mundo. Isso é decorrência, segundo Yazbek, do simples fato de, no Brasil, sermos muito mais formalistas/“cartorialistas” do que nas demais jurisdições. Como consequência da diferença no grau de exigência de registro de operações, foi citado o fato de que nos EUA foram necessários meses para a consolidação das posições em derivativos no período pós-crise.

Neste contexto, a publicação da Instrução CVM nº 461/2007 foi considerada particularmente importante para ampliar seu próprio perímetro regulatório, incluindo o mercado de balcão organizado, de registros e negociações, e criando uma base de regulação mais adequada a estes mercados.

Atualmente, uma nova gama de iniciativas encontra-se na pauta da CVM e está sendo discutida pelo mercado. Um exemplo é o Edital de Audiência Pública SDM nº 5/13, que já teve seu período de audiência encerrado. Seu objetivo foi fomentar o debate acerca de questões relativas a um cenário de concorrência entre bolsas e infraestruturas de mercado, pois a regulamentação existente hoje não é neutra para questões concorrenciais, ou seja, para o caso de uma nova bolsa entrar em operação no país. Entre as questões propostas pelo Edital, estão a de como se dará a consolidação de informações pré- e pós-negócios (a chamada “fita consolidada”) com a existência de mais de um ambiente; e de como definir o *best execution*, em que o intermediário deve cumprir, da melhor forma, as exigências dos clientes. Ressaltou-se que nos EUA o *best execution* está associado ao melhor preço, enquanto na Europa, vai além do melhor preço, abrangendo a liquidez, a velocidade da transação, entre outros indicadores. A terceira questão

Foi reafirmada a importância das iniciativas referentes ao depósito centralizado para a geração de mercados líquidos e seguros, com a desmobilização e desmaterialização dos ativos e adoção do regime jurídico de detenção pela central depositária, o que já ocorre com as ações.

presente no Edital se refere à autorregulação. De acordo com Yazbek, a CVM vem procurando identificar a melhor solução para a coexistência de mais de uma bolsa. Permitir mais de um autorregulador poderia implicar em aumento dos custos de observância para os participantes de mercado, especialmente se houver diferenças entre regras e critérios. Além disso, há o risco de a concorrência entre eles, no que diz respeito a regras de autorregulação, estimular arbitragens de ambiente regulatório. Yazbek esclareceu que a CVM não tem respostas definitivas para essas preocupações, e que o objetivo do Edital foi consultar os participantes do mercado para, a partir das contribuições, chegar a um modelo apropriado para o mercado brasileiro.

Duas outras iniciativas em curso na CVM foram citadas: a primeira relacionada às centrais depositárias, cujas discussões resultaram nas atuais Instruções CVM nº 541, 542 e 543/13, que substituíram a Instrução CVM nº 89/1988. A segunda iniciativa, relacionada à regulamentação do registro de ativos financeiros e valores mobiliários, refletiu-se na Instrução CVM nº 544/13, que alterou a Instrução CVM nº 461/2007. Ambas as iniciativas têm por objetivo regulamentar temas previstos na Lei nº 12.810, de 2013, e, segundo Yazbek, corroboram a avaliação de que as discussões no Brasil estão mais avançadas do que as observadas ao redor do globo.

Na questão específica das iniciativas referentes ao depósito centralizado, foi reafirmada sua importância para a geração de mercados líquidos e seguros, com a desmobilização e desmaterialização dos ativos e com a adoção do regime jurídico de detenção pela central depositária (propriedade fiduciária), o que já ocorre com as ações.

O desenvolvimento do mercado de derivativos no Brasil também foi destacado pelo diretor. Todas as operações são registradas e grande parte é cursada em ambiente de bolsa.

A maior fragilidade encontra-se na criação de colaterais e na administração de garantias nas operações bilaterais, já que o formato de constituição de garantias no Brasil ainda é custoso, pois envolve, na maioria dos casos, a participação de cartórios.

A maior fragilidade, segundo ele, encontra-se na criação de colaterais e na administração de garantias nas operações bilaterais, já que o formato de constituição de garantias no Brasil ainda é custoso, pois envolve, na maioria dos casos, a participação de cartórios. Esta questão das garantias também foi contemplada na nova regra de central depositária, com a proposta de criação de um modelo de gestão de garantias para os ativos registrados.

Yazbek concluiu afirmando que a intenção da CVM é que o maior número possível de ativos seja objeto de depósito centralizado, já que o registro não é suficiente para garantir sua imobilização, que é pré-condição para a distribuição pública e negociação dos ativos. Segundo ele, este novo modelo trará mais segurança, e ajudará, inclusive, a dar maior conforto aos investidores estrangeiros. A avaliação do diretor é de que os novos normativos trarão mais qualidade à infraestrutura do mercado brasileiro.

A avaliação do estágio atual de desenvolvimento do mercado brasileiro apontou para a significativa evolução da pauta apresentada no último Seminário de Renda Fixa e Derivativos de Balcão da ANBIMA, realizado em 2011.

7. Impactos das Reformas Regulatórias nos Mercados à Vista e de Derivativos

O último painel do seminário discutiu os impactos que as reformas regulatórias, em níveis local e internacional, terão no mercado brasileiro, avaliando os ajustes requeridos, especialmente em relação à infraestrutura dos mercados à vista e de derivativos.

A avaliação do estágio atual de desenvolvimento do mercado brasileiro apontou para a significativa evolução da pauta apresentada no último Seminário de Renda Fixa e Derivativos de Balcão da ANBIMA, realizado em 2011. Destacou-se que o mercado de derivativos de balcão representa hoje 15% do volume de derivativos negociados localmente e é muito bem regulado. Além disso, avanços foram observados quanto à implementação de Basileia III no Brasil, com início em março de 2013.

Também mereceram destaque a regulamentação do COE, a partir da edição da Resolução nº 4.263/2013 do CMN, e as questões atualmente em debate a respeito da constituição de garantias para derivativos de balcão e da alteração das regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários.

No cenário internacional, foi ressaltada a contínua reformulação no arcabouço regulatório, observada desde o período pós-crise. Os chamados Princípios para Infraestruturas de Mercado foram revisitados pela Iosco – International Organization of Securities Commissions – e pelo CPSS – Committee on Payment and Settlement Systems do BIS (Bank for International Settlements). O objetivo é

*O objetivo é
aumentar a resiliência
das instituições a partir
de padrões mais
robustos de
gerenciamento de
riscos e de segurança
para as atividades de
custódia, registro,
compensação e
liquidação de ativos.*

aumentar a resiliência das instituições a partir de padrões mais robustos de gerenciamento de riscos e de segurança para as atividades de custódia, registro, compensação e liquidação de ativos. Como exemplos dessas reformulações, foram citados também os avanços do FSB (Financial Stability Board) nas recomendações sobre instituições sistemicamente importantes (Sifis), incluindo orientações específicas para infraestruturas de mercado; as alterações que se seguiram nos EUA, a partir da edição da Lei Dodd-Frank e regulamentações complementares pela SEC (Securities and Exchange Commission) e pela CFTC (Commodity Futures Trading Commission); e, na Europa, a adoção da nova Regulação para Infraestruturas de Mercado (Emir). Diversos dispositivos dessas regulações já estão em vigor e começam a surtir efeitos sobre o *modus operandi* dos participantes de mercado, fazendo com que não apenas aqueles domiciliados nessas jurisdições sejam afetados, mas também os participantes dos demais países, inclusive o Brasil, dado o caráter globalizado dos mercados.

Com base nesse cenário, foram analisadas as questões que merecem atenção no mercado doméstico, entre as quais o desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito e questões ligadas à tributação do COE, ainda sem regulamentação específica. Com mais ênfase, foram mencionados também a necessária existência de uma infraestrutura eficiente para a colateralização das operações, o chamado *marginning* local, e a garantia de “impactos controlados” da regulamentação internacional sobre o mercado de derivativos local.

Os participantes destacaram os diversos aprimoramentos efetuados no país, como a edição da Lei nº 12.810, de 2013, que delegou ao Banco Central e à CVM a competência para autorizar e supervisionar as atividades de depósito centralizado e de registro de ativos e valores mobiliários, incluindo aí a escrituração. As regras referentes ao depósito

No mercado brasileiro, já há uma rigorosa avaliação de contrapartes, especialmente no que diz respeito aos limites para volumes de negociação, assim como a consolidação de um grande número de informações, que são necessárias para o registro das operações.

centralizado, que antes se restringiam a ações, passaram a englobar uma gama maior de ativos financeiros, estendendo o tratamento da propriedade fiduciária, previsto para ações, a todos os ativos.

Na sequência dessas alterações, a CVM divulgou o Edital de Audiência Pública SDM nº 6/ 2013, que apresentou minutas de Instrução para atualizar as normas referentes às centrais depositárias, custodiantes e escrituradores, e que resultaram nas atuais Instruções CVM nº 541, 542 e 543/13. Além de buscar alinhar a regulamentação à nova Lei em vigor, essa modernização se fazia necessária em função da evolução observada no mercado financeiro desde a edição da Instrução nº 89, de 1988, que regulava a matéria, com a maior complexidade dos produtos disponíveis, que passaram a introduzir novos níveis de risco ao sistema. Cabe também mencionar a publicação do Edital de Audiência Pública SDM nº 9/2013, que trata dos registros de ativos financeiros e valores mobiliários, e deu origem à Instrução CVM nº 544/13, e a edição do Decreto nº 7.897/13, que abriu espaço para que o registro de garantias constituídas por ativos financeiros e valores mobiliários se dê em ambientes autorizados pelo Banco Central ou pela CVM, deixando de ser necessário que ocorra no “Registro de Títulos e Documentos” do domicílio do devedor. Essa alteração dinamiza o tratamento e a utilização de garantias nos mercados à vista e de derivativos, o que demanda uma adaptação dos participantes de mercado.

De toda forma, a percepção é de que, no mercado brasileiro, já há uma rigorosa avaliação de contrapartes, especialmente no que diz respeito aos limites para volumes de negociação, assim como a consolidação de um grande número de informações, que são necessárias para o registro das operações. Entretanto, há diferenças nos formatos das informações exigidas entre o Brasil e outros mercados, como, por exemplo, em operações de derivativos *offshore*. Enquanto no Brasil a obrigatoriedade do registro existe desde

É importante manter no Brasil um acompanhamento dos padrões que estão sendo definidos para as operações internacionais, para a avaliação da necessidade de uma eventual adequação do arcabouço regulatório existente no país, por meio de uma interlocução sistemática.

meados da década de 1990, no mercado internacional as operações ocorriam sem registro apropriado, pelo intermédio de *swap dealers* e clientes, e somente recentemente semelhante obrigação foi adotada³.

Com a reformulação de muitas normas internacionais em andamento, considerou-se importante manter no Brasil um acompanhamento dos padrões que estão sendo definidos para as operações internacionais, que servirá como parâmetro para a avaliação da necessidade de uma eventual adequação do arcabouço regulatório existente no país, por meio de uma interlocução sistemática. Isso poderia ser feito, por exemplo, com a segregação dos ativos utilizados como colateral nas operações (margem), em uma adaptação a este novo arcabouço regulatório. Além disso, considera-se necessário pleitear, junto aos reguladores americanos, a equivalência de jurisdições, nos casos em que for aplicável – o chamado *substituted compliance*. Entre as mudanças práticas que já se apresentam para os *players* no Brasil estão as exigências de análise de contraparte, de protocolo na ISDA – International Swaps and Derivatives Association –, bem como de ajustes operacionais de *timing* das operações, com formalizações mais rápidas, além de ajustes de TI e de processos.

Como no Brasil 85% das operações de derivativos ocorrem em bolsa, o esforço regulatório para as operações de balcão, em linha com as mudanças pactuadas no G20, parece se mostrar menos relevante do ponto de vista dos ganhos de segurança que traz para o sistema, tendo em vista a sua menor abrangência. De toda forma, foi sugerido seguir no mercado doméstico alguns padrões que já foram estabelecidos nos Estados Unidos e na Europa, com tratamento diferenciado para as empresas corporativas, que

³ Desde 2012, as operações realizadas no mercado de *swaps* americano devem ser obrigatoriamente registradas. Na Europa, obrigação similar entrará em vigor em 2014, a partir da constituição e operação dos primeiros sistemas de registro (*trade repositories*).

Uma questão que merece atenção no Brasil está relacionada às garantias das operações, que não podem ser trocadas ou vendidas e, logo, reduzem a potencial liquidez destes ativos. Para que o sistema de margens funcione bem, é necessário que se trate desta questão associada à liquidez das garantias.

precisam contar com salvaguardas para operações de *hedge*, evitando-se, por exemplo, o risco de liquidez causado por requerimentos de margem mandatórios, que podem exigir desembolsos de caixa inicialmente não previstos por essas companhias. Outra questão que merece atenção no Brasil está relacionada às garantias das operações, que não podem ser trocadas ou vendidas e, logo, reduzem a potencial liquidez destes ativos. Para que o sistema de margens funcione bem, é necessário que se trate desta questão associada à liquidez das garantias.

Também foi mencionado que a implantação de Basileia III trará impactos para o mercado de derivativos de balcão, pois prevê, para 2014, maior alocação de capital para estas operações. Com a introdução de requerimentos de capital mais rigorosos para as demais exposições em ativos e títulos, um mercado de derivativos de crédito mais desenvolvido teria a função de contribuir para a redução da alocação de capital das instituições, reduzindo o custo das operações também para os clientes.

Em relação às discussões sobre os serviços de central depositária, os participantes ressaltaram a importância das alterações em curso. Citaram o exemplo dos ativos de crédito, como as CCBs, que ainda mantêm a forma cartular, e em que há a preocupação com a guarda e a segregação do ativo, questões que podem ter implicações no momento de uma eventual execução. Com a central depositária detendo a propriedade fiduciária do ativo, não há como ocorrer a negociação deste mesmo ativo fora da central, garantindo maior segurança às operações, o que pode estimular as negociações no mercado secundário.

Considerou-se que a maior dificuldade que se apresenta é tratar o desejável aumento da transparência e da segurança das operações *versus* os possíveis efeitos de aumento de custo e de complexidade. A percepção é que se faz

necessária uma maior organização entre reguladores, para evitar o fluxo intenso de regulamentações diversas que está ocorrendo no mercado internacional. Por fim, destacou-se que existem algumas questões que já são tratadas no âmbito da autorregulação no Brasil, uma alternativa bem vista tanto pelos *players* de mercado, como pelos reguladores.

8. Conclusão

As diversas questões debatidas no 5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos de Balcão lançaram luzes sobre uma agenda em torno do desafio do mercado de capitais em mobilizar recursos privados para o financiamento de longo prazo no país. Essa agenda, que envolve os diversos agentes do segmento, evidencia que, embora complexos, os esforços requeridos são fundamentais para que se assegure o financiamento do desenvolvimento sustentado do país nos próximos anos.

8.1 Incentivos à Emissão e Negociação:

- Estímulo às emissões sob a égide da Lei nº 12.431/11, que criou incentivos tributários à aquisição de debêntures emitidas para o financiamento de investimentos, em particular de infraestrutura. A existência de mais de 100 portarias ministeriais autorizando a emissão dessas debêntures incentivadas traz a expectativa de novas emissões em 2014;
- Simplificação de regras e processos da emissão primária;
- Aumento da padronização dos ativos visando aumentar a comparabilidade entre eles e o dinamismo dos negócios:
 - Neste sentido, um fator apontado como forte desestimulador às negociações no mercado secundário e que deve ser objeto de mudanças é a existência de cláusulas de recompra pelo emissor, a qualquer tempo e sem condições previamente definidas;
- Padronização da declaração de investidor qualificado;
- Realização de operações compromissadas longas com clientes, com livre movimentação, fora de contraparte central;
- Aceite, por parte do Banco Central, de títulos privados de renda fixa como lastro nas operações de mercado aberto;
- Aceite, por parte das clearings, de títulos privados como margem de garantia; e

- Utilização dos ETFs de renda fixa (fundos de índices), incentivando-se o alongamento de prazos e a ampliação do uso de *benchmarks* alternativos ao DI.

8.2 Ampliação da Base de Investidores:

- Aprimoramento da educação dos investidores, especialmente no que se refere ao planejamento financeiro e a esclarecimentos específicos sobre os títulos de renda fixa;
- Criação de facilidades para o acesso do investidor de varejo, descentralizadas do eixo Rio-São Paulo;
- Criação de fundos com prazo para o resgate de até 90 dias, visando atender às exigências de liquidez dos investidores e modificar gradualmente a cultura da liquidez diária;
- Adoção de um novo modelo de apuração de *bookbuilding*, que faça um balanço mais equilibrado entre os preços/taxas dos ativos e sua pulverização, com a adoção de mesas de sindicalização que permitam a oferta dos ativos para um maior número de investidores;
- Criação de fundos domésticos voltados exclusivamente para estrangeiros, para oferta no exterior, de forma a que esses investidores possam contar com a *expertise* de gestão de agentes com profundo conhecimento das especificidades e alternativas do mercado brasileiro; e
- Revisão do artigo 43 da Resolução nº 3.792/09, que trata dos limites de concentração por investimentos das entidades de previdência, visando aumentar sua participação no mercado.

8.3 Desenvolvimento de Infraestrutura de Mercado:

- Desenvolvimento do mercado de derivativos de crédito, considerado essencial para o gerenciamento do risco de crédito privado, e que se encontra em estágio bem incipiente no Brasil. Para tanto, é fundamental o desenvolvimento de infraestrutura eficiente para o gerenciamento das garantias e colateralização das operações (*margining local*);
- Desenvolvimento da infraestrutura para a realização de operações de empréstimos/aluguel de títulos em ambiente de contraparte central; e
- Desenvolvimento das plataformas eletrônicas visando menor assimetria de informações de preços e redução do custo transacional.

8.4 Iniciativas da ANBIMA:

- Aprimoramento de ferramentas e instrumentos que buscam o monitoramento e a transparência de preços, com maior abrangência de ativos precificados e padronização dos cálculos:
 - Ampliação do escopo da Confere, calculadora eletrônica de preços indicativos para D+0 e D+1, que cobre 450 séries (64% do mercado);
 - Ampliação e visibilidade dos preços pós-*trade* através do aprimoramento do Sistema REUNE, que coleta e divulga preços das operações cursadas e ajuda a criar parâmetros de negócios para o segmento;
- Desenvolvimento de novas ferramentas de consulta de preços e construção de curvas setoriais:
 - Em novembro de 2013, a divulgação das curvas de risco de crédito permitiu a apuração do *spread* médio de crédito para cada faixa de *rating*, calculado a

partir dos preços indicativos de debêntures. Esse instrumento permite o apreçamento de ativos de crédito com menor liquidez, um dos maiores desafios do mercado privado de renda fixa; e

- Fortalecimento do NMRF, segmento do mercado de iniciativa da ANBIMA que busca estimular a emissão de títulos privados de renda fixa com características atreladas a rendimentos a índices de preços/prefixados, prazo médio mínimo de quatro anos e compromissos de pulverização e transparência, de forma a torná-las mais atrativas à negociação no mercado secundário.

8.5 Iniciativas do BNDES

- Realização de emissões regulares, com esforço de pulverização e contratação de formador de mercado, visando dar volume ao mercado e criar um padrão de ativo mais compatível com o longo prazo, o que inclui a limitação dos referenciais de remuneração a taxas prefixadas, flutuantes (TJ3) e atreladas ao IPCA;
- Participação como investidor em ofertas públicas de debêntures de prazo igual ou superior a 24 meses, para o que tem dotação de cerca de R\$ 10 bilhões;
- Subscrição de debêntures de projetos de infraestrutura, em ofertas públicas de até R\$ 300 milhões, para o que tem dotação de R\$ 5 bilhões;
- No mercado secundário, realização de leilões diários de compra e venda e negociações em plataforma eletrônica, com cotação aberta a todos os participantes do mercado e ofertas em tela; e
- Estímulo à parceria com o setor privado, através da possibilidade de compartilhamento de garantias e vencimento antecipado cruzado entre o banco e as instituições de mercado, contribuindo para a mitigação da percepção do risco de crédito do agente privado.

Programação do 5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos de Balcão

Abertura

Aldo Luiz Mendes - Diretor de Política Monetária do Banco Central

Leonardo Gomes Pereira - Presidente da CVM

Luciano Coutinho - Presidente do BNDES

Denise Pauli Pavarina - Presidente da ANBIMA

Políticas de estímulo ao financiamento de longo prazo

Dyogo Henrique de Oliveira - Secretário executivo do Ministério da Fazenda

Desafios e perspectivas para o financiamento privado

João Roberto Gonçalves Teixeira - Presidente do Banco Votorantim

Aldo Luiz Mendes - Diretor de Política Monetária do Banco Central

Marcelo Carvalho - Presidente do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA e economista chefe para a América Latina do Banco BNP Paribas

Maurício Borges Lemos - Diretor das áreas Financeiras, de Administração, e de Operações Indiretas do BNDES

Paulo Leme - Membro do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANBIMA e chairman do Goldman Sachs no Brasil

Incentivos à negociação e ampliação da base de investidores

Gilson Finkelsztain - Diretor presidente da Cetip

Roberto Paris - Vice-presidente do Comitê de Assuntos de Tesouraria da ANBIMA e diretor do Banco Bradesco

Alexandre Muller - Chefe de Análise de Renda Fixa do BTG Pactual

Daniel Albernaz Lemos - Sócio diretor de Renda Fixa e Distribuição Institucional da XP Investimentos

Emílio Mayrink Sampaio - Gerente de Operações Financeiras da Previ

Reinaldo Le Grazie - Diretor de Renda Fixa e Multimercado do Bradesco Asset Management Investimentos

A regulamentação do Certificado de Operações Estruturadas

Sérgio Odilon dos Anjos - Chefe do departamento de Regulação do Sistema Financeiro do Banco Central

Transparência e informação como indutores da liquidez

Otávio Mendes - Presidente do Comitê de Assuntos de Tesouraria da ANBIMA e diretor do HSBC

Carlos Ratto - Diretor executivo comercial de Produtos, Marketing e Comunicação da Cetip

Fabio Dutra - Diretor de Produtos Financeiros e Commodities da BM&FBovespa

Luiz Fabiano Gomes Godoi - Presidente do Comitê de Precificação de Ativos da ANBIMA

Avanços regulatórios relativos à infraestrutura de mercado

Otávio Yazbek - Diretor da CVM

Os impactos das reformas regulatórias nos mercados à vista e de derivativos

Angela Zago - Presidente do Comitê de Produtos de Tesouraria da ANBIMA e superintendente de Estruturação do Banco Votorantim

Aline Ferreira - Superintendente do Morgan Stanley

Luis Sérgio Kondic - Coordenador do Subcomitê de Derivativos de Balcão da ANBIMA e superintendente de Produtos da Tesouraria do Citibank

Márcio Veronese - Vice-presidente do Comitê de Serviços Qualificados da ANBIMA e diretor de Securities and Fund Services Brasil do Citibank

Encerramento

Angela Zago - Presidente do Comitê de Produtos de Tesouraria da ANBIMA e superintendente de Estruturação do Banco Votorantim

Texto para Discussão

A série destes trabalhos produzidos pela ANBIMA está disponível para download no site:

<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/texto-para-discussao/Pages/default.aspx>

01. 7º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento. Novos caminhos, novos olhares
Setembro/2013

02. 5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos de Balcão. Fomentando o
financiamento privado de longo prazo
Fevereiro/2014