



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Departamento de Economia

**O MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL: EVOLUÇÃO,
ALTERNATIVAS E OS EFEITOS DA INSTRUÇÃO 476/09 DA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)**

LUIZ EDUARDO NOGUEIRA

Brasília - DF
2016



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE
Departamento de Economia

**O MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL: EVOLUÇÃO,
ALTERNATIVAS E OS EFEITOS DA INSTRUÇÃO 476/09 DA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)**

LUIZ EDUARDO NOGUEIRA

Monografia de conclusão de curso de
Bacharel em Ciências Econômicas.
Universidade de Brasília – UnB

Orientador: Prof. Dr. Moisés de Andrade Resende Filho

Brasília - DF
2016

NOGUEIRA, Luiz Eduardo.

O mercado de debêntures no Brasil: Evolução, alternativas e os efeitos da Instrução 476/09 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) / Luiz Eduardo Nogueira. Brasília – DF, 2016, 47 págs.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Economia, 2016.

Orientador: Moisés de Andrade Resende Filho, Departamento de Economia.

1. Introdução 2. Crédito, Renda Fixa, Crédito Corporativo e Debêntures 3. Alternativas às debêntures no atual cenário do Crédito Corporativo no Brasil e demais fatores que impactam o mercado de debêntures 4. A instrução 476/09 da Comissão de Valores Mobiliários e suas atualizações 5. O mercado de debêntures de 1994 a 2015: volume e número de emissões 6. Conclusão 7. Referências Bibliográficas.

O mercado de debêntures no Brasil: Evolução,
alternativas e os efeitos da Instrução 476/09 da
Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

LUIZ EDUARDO NOGUEIRA

Banca Examinadora

.....
Prof. Dr. Vander Mendes Lucas
Membro

.....
Prof. Dr. Moisés de Andrade Resende Filho
Orientador

Brasília - DF
2016

Dedicatória

*Em memória de Dilsa Duarte e Jesuína Pereira,
guerreiras amadas e esteio de seus lares. Não viveram para
que pudéssemos partilhar juntos desse momento, mas foram,
em muitas instâncias, responsáveis pelo homem que hoje sou.
Suas memórias permanecem vivas e a lembrança do amor
nos aquece o coração. A elas dedico.*

Resumo

Este trabalho tem como objetivo analisar o mercado de crédito corporativo brasileiro, com foco explícito no mercado de debêntures e sua evolução da criação do plano real até junho de 2015. Assim, são avaliadas as alternativas ao uso de debêntures no mercado de crédito corporativo do Brasil com base em dados e características dos créditos concedidos pelo BNDES e bancos comerciais. Os demais fatores que influenciam o mercado de debêntures também são analisados, como a taxa de juros básica da economia (SELIC), a iliquidez do mercado de debêntures e a precificação difusa desses títulos. Os efeitos da Instrução 476/09 da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 476/09) também são avaliados. Conclui-se, com base em dados das emissões de debêntures, que esse mercado cresceu e evoluiu bastante no período, sobretudo com o advento da ICVM 476/09.

Palavras-Chave: crédito corporativo, debêntures, BNDES, crédito bancário, ICVM 476/09.

Abstract

This study aims at analyzing the corporate credit market with main focus on the debentures market and its evolution from the macroeconomic plan “Plano Real” until June 2015.

Thus, I evaluate alternatives to the use of debentures in the Brazilian corporate credit market on the basis of data and characteristics of the credits granted by BNDES and commercial banks. I also analyze the remaining factors that may affect the Brazilian debentures market, such as: Brazil’s basic interest rate (SELIC), debenture market illiquidity and diffuse pricing of debentures. Finally, I analyze the effects of Instruction 476/09 of the Brazilian Securities and Exchange Commission (ICVM 476/09) on the market of debentures. I conclude, based on debentures emission data, the debenture market became bigger and evolved a lot along the period, especially after the ICVM 476/09.

Keywords: corporate credit; debentures; BNDES; bank credit; ICVM 476/09

Sumário

| | |
|--|-----------|
| 1. Introdução | 10 |
| 2. Crédito, Renda Fixa, Crédito Corporativo e Debêntures | 12 |
| 2.1. O que é e para que serve o crédito | 12 |
| 2.2. Renda Fixa e Crédito Corporativo no Brasil | 13 |
| 2.3. Debêntures: conceito, origem e evolução histórica..... | 17 |
| 3. Alternativas às debêntures no atual cenário do Crédito Corporativo no Brasil e demais fatores que impactam o mercado de debêntures | 19 |
| 3.1. Alternativas às debêntures no atual cenário do crédito corporativo no Brasil: o BNDES e o crédito de bancos comerciais..... | 19 |
| 3.2. Taxa Básica de Juros (SELIC) | 28 |
| 3.3. Iliquidez no mercado secundário e não padronização de precificação..... | 30 |
| 4. A instrução 476/09 da Comissão de Valores Mobiliários e suas atualizações | 34 |
| 5. O mercado de debêntures de 1994 a 2015: volume e número de emissões | 37 |
| 6. Conclusão | 42 |
| 7. Referências Bibliográficas | 44 |

Lista de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 – Crédito ao Setor Privado em alguns países selecionados 2011 | 16 |
| Gráfico 2 – Total do crédito em relação ao PIB (%) do Brasil | 22 |
| Gráfico 3 – Desembolso anual do BNDES | 23 |
| Gráfico 4 – Evolução do crédito corporativo | 23 |
| Gráfico 5 – Total de crédito concedido pelo BNDES / PIB | 24 |
| Gráfico 6 – Evolução dos prazos e taxas de juros do crédito bancário às pessoas jurídicas | 25 |
| Gráfico 7 – Taxa de crescimento do crédito às pessoas jurídicas por modalidade | 26 |
| Gráfico 8 – Evolução da Taxa SELIC e do IPCA | 29 |
| Gráfico 9 – Estoque de debêntures por indexador | 32 |
| Gráfico 10 – Volume de Emissões de Debêntures | 37 |
| Gráfico 11 – Quantidade de Emissões de Debêntures | 38 |
| Gráfico 12 – Percentual de debêntures emitidas pela ICVM 476/09 frente ao total de mercado | 39 |
| Gráfico 13 – Quantidade de Novos Emissores e Velhos Emissores por ano | 40 |

Lista de Tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 1 – Desenvolvimento financeiro por região, década de 1990 | 15 |
| Tabela 2 – Mercado Secundário de Debêntures, 2008 a 2013 | 31 |

1. Introdução

Este trabalho busca analisar a evolução do mercado de crédito corporativo brasileiro. O período abrangido é o desde a criação do Plano Real, momento a partir do qual o mercado de crédito corporativo começou a se consolidar no Brasil. Naturalmente, o foco maior recai sobre a primeira década de 2000 e o início dos anos 2010, período mais recente, com maior volume de dados e maior relevância do crédito privado na economia brasileira. São analisadas as condições e razões que influenciaram todo o processo evolutivo do mercado de debêntures no Brasil.

A primeira parte do trabalho trata o conceito de crédito, as explicações sobre o que são produtos de crédito e as características fundamentais inerentes a estes. Analisa-se também o conceito de renda fixa, trazendo as características dessa classe de ativos no mercado brasileiro. Além disso, introduz-se o conceito de debênture e seu papel no financiamento de longo prazo no Brasil. Apresenta-se o mercado de debêntures e sua evolução nos dez anos que precedem a promulgação da instrução 476/09 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Na segunda parte do trabalho são apresentadas as principais vertentes do mercado de crédito corporativo brasileiro, alternativas ao mercado de debêntures. O crédito corporativo de longo prazo tem seu espaço na análise, com sua relevância no financiamento de projetos longos no Brasil. Nesse aspecto o BNDES apresenta papel fundamental, dado seu caráter de fomentador de crédito, sobretudo para projetos de infraestrutura no país. Em outra esfera, mais focado no curto prazo, o crédito de bancos comerciais também é analisado, tornando-se objeto de comparação com o mercado de debêntures. Ressaltam-se também alguns aspectos potenciais e os desafios enfrentados pelo mercado de debêntures, como, por exemplo, a ausência de liquidez no mercado secundário de títulos e a precificação não padronizada e difusa dos mesmos.

Dá-se prosseguimento ao objeto do trabalho, com a exposição dos aspectos da instrução ICVM 476/09 e explicações detalhadas das características e efeitos desta instrução, especificamente no mercado de crédito. Mostra-se como por meio da instrução 476/09 da CVM mais companhias puderam ter facilitados seus acessos ao mercado de dívida, com menor custo e menor burocracia. Analisa-se a evolução do volume do mercado, outrora restrito a um grupo de companhias de enorme porte, e agora acessível a companhias de menor porte. É feito um comparativo entre as emissões de debêntures ICVM 476/09 e as demais emissões de mercado desde quando a instrução entrou em vigência, reunindo informações de

volume, quantidade de emissões e tipos de emissores. Disserta-se também a respeito das atualizações da ICVM 476/09, nos anos que sucederam a divulgação da instrução.

Finalmente, no capítulo das conclusões, traz-se a evolução do mercado de debêntures como algo definitivo e mostra-se como a ICVM 476/09 alterou positivamente as características desse mercado.

2. Crédito, renda fixa, crédito corporativo e debêntures

2.1. O que é e para que serve o crédito?

A origem da palavra crédito nos remete a *creditu*, do latim, que traz consigo a ideia da confiança advinda das boas qualidades de alguém (MICHAELIS, 2012). Sob a ótica econômica, crédito representa a cessão de recursos financeiros a alguém que irá se beneficiar de tais recursos no presente momento. O cedente exige, como contrapartida, a compensação daquele montante, em algum ponto futuro do tempo, corrigido por uma determinada taxa de juros e, para formalizar a operação, os agentes podem estruturar um título de crédito. Para Fortuna (2013), um título de crédito é simplesmente um documento que representa uma obrigação pecuniária.

A figura do crédito atrela-se à existência de dois elementos básicos, quais sejam: confiança e tempo. Para Rosa Júnior (1984), a confiança envolve o conhecimento e a fé na capacidade do credor de restituir a quantia mutuada. Ou seja, envolve a ciência a respeito da renda e do patrimônio do devedor. Já o papel do tempo entrelaça-se com o próprio conceito de crédito, uma vez que há a transcorrência de um intervalo entre o momento da captação e o momento do pagamento, sendo essa noção de diferenciação de tempo entre cessão do crédito-pagamento parte da própria definição do que é crédito.

A formação da taxa de um produto de crédito depende de diversos fatores, entre eles: a curva de juros futuros do mercado, que funciona como balizador para os diferentes tipos de crédito; o prazo, pois determina o custo base das taxas de captação dos títulos públicos federais; os componentes do spread (diferença entre taxas de aplicação e captação), como, por exemplo, os encargos da operação, os custos fiscais, a margem de ganho desejada pelo cedente do crédito; e o risco específico do tomador do crédito (FORTUNA, 2013).

O crédito é fundamental para o crescimento e desenvolvimento, seja de um agente de mercado, uma região ou um país. O crédito é a ferramenta pela qual os agentes econômicos obtêm recursos que serão essenciais, por exemplo, para contribuir no financiamento de projetos ou investimentos produtivos, sem a necessidade de que o agente possua todo o capital necessário para tanto. Nesse sentido, o crédito não cria riqueza ou capital de nenhum tipo.

Trazendo as célebres lições a nós deixadas por Stuart Mill, Requião (2013) relembra que o crédito nada mais é do que a permissão de se valer do capital alheio. A ideia prossegue, em um paralelo que contribui para a compreensão, uma vez que o crédito é comparado à troca. Assim como a troca não produz mercadorias, apenas as movimenta, o crédito apenas movimenta o capital, sem, no entanto, criá-lo.

Para Monteiro Filho (2006), a construção e transformação de uma sociedade saudável passa por um sistema financeiro igualmente saudável, ético e eficiente, pois há um vínculo inequívoco entre crédito e desenvolvimento econômico e social de uma localidade.

2.2. Renda fixa e crédito corporativo no Brasil

Dissertar sobre o mercado de crédito corporativo no Brasil é falar do mercado de renda fixa. Os ativos de renda fixa são ferramentas financeiras que possuem como característica preponderante o conhecimento do valor de resgate no princípio da operação. Assim, uma vez que se sabe a taxa de juros do investimento, é possível calcular o valor final a receber.

As aplicações mais comuns de renda fixa são a poupança, CDBs, títulos públicos e debêntures (BERGER, 2012), sendo que os títulos de renda fixa comprovam um empréstimo da parte do investidor ao emissor, acordando certa rentabilidade a incidir sobre o papel no período em que este estiver ativo. A classificação desses títulos varia conforme as principais características destes, quais sejam: natureza do emissor, prazo e forma do pagamento de juros (BM&FBOVESPA, 2012).

Quanto à natureza, os títulos de renda fixa podem ser classificados em: títulos públicos, títulos privados emitidos por instituições financeiras e títulos privados emitidos por instituições não financeiras. Quanto ao prazo, a classificação depende das condições da economia local onde foram efetivamente emitidos os títulos. Nos Estados Unidos, por exemplo, títulos de curto prazo têm prazo de até um ano, os de médio prazo, prazos entre dois e dez anos e os *bonds* de longo prazo têm prazo superior a dez anos. No Brasil, papéis com prazo superior a um ano são classificados como títulos de longo prazo (BM&FBOVESPA, 2012).

No que diz respeito à forma de pagamento dos juros, os títulos de renda fixa podem ser prefixados, se o rendimento é conhecido no momento da emissão; pós-fixados, se o

rendimento é conhecido *a posteriori*; e mistos, se possuem inicialmente uma taxa prefixada e depois se tornam pós-fixados (BM&FBOVESPA, 2012).

Títulos privados são aqueles emitidos por instituições financeiras ou não financeiras do setor privado e constituem a forma pela qual companhias do setor privado obtém recursos de curto ou longo prazo para as mais diversas finalidades, como, por exemplo, para financiar novos projetos ou executar a rolagem de dívidas.

As instituições financeiras podem ser divididas entre monetárias e não monetárias. Instituições financeiras monetárias são aquelas que possuem capacidade de multiplicar a moeda por possuírem depósitos à vista, como, por exemplo, bancos comerciais, caixas econômicas, bancos cooperativos e cooperativas de crédito. Já instituições financeiras não monetárias são aquelas que emitem títulos para captação de recursos para empréstimos, agindo assim, como intermediadores da moeda como, por exemplo, os bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, companhias hipotecárias e bancos de câmbio (FORTUNA, 2013).

Dentro do grupo de instituições não financeiras encontram-se todas as empresas da economia que não se enquadram no grupo de instituições financeiras. Como exemplo, temos: construtoras, empresas do setor de bens duráveis, companhias de abastecimento e transmissoras de energia elétrica.

Segundo Torres Filho e Macahyba (2014), as empresas têm três formas básicas de obter recursos de terceiros: emissão de ações, empréstimos bancários e emissão de títulos de dívida. A primeira delas envolve uma relação de investidor-acionista com a companhia. Já as demais, envolvem uma relação de credor e cedente do crédito, mas nunca de controle acionário e decisório da companhia.

O crédito bancário é uma operação bilateral, com proximidade entre os contratantes – banco e empresa. Já uma emissão pública está sujeita a uma relação mais impessoal, uma vez que há vários credores e apenas um cedente. O mercado tende a ser bem organizado, mas sem a proximidade existente entre as partes, ao contrário do crédito bancário (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2014).

Alguns fatores orientam a escolha das companhias na decisão de tomar crédito bancário ou emitir uma dívida pública. Torres Filho e Macahyba (2014) nos dão alguns deles:

montante da dívida, prazo, custo para o tomador, capacidade de mobilizar investidores e aspectos fiscais. A título de exemplo, as emissões públicas geralmente envolvem volumes e prazos maiores. Muitas dessas emissões chegam até investidores de grande porte, como grandes *assets* e fundos de pensão, que possuem passivos mais longos e estão à procura de títulos com maior prazo.

Os Estados Unidos foram, até a década de 1980, um dos primeiros países a terem a experiência de um mercado de crédito corporativo relevante, sendo que desde a crise econômica de 1929, promoveram uma rigorosa separação entre as atividades dos bancos comerciais e do mercado de capitais (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2012).

Em contraste com o mercado americano, o mercado brasileiro demorou a se desenvolver. Como destacam Torres Filho e Macahyba (2014), o mercado de crédito corporativo brasileiro apresentou, no decorrer de sua história, algumas características marcantes, que dificultaram seu pleno desenvolvimento, quais sejam: escassez e baixa oferta; alta volatilidade; alto custo; e curto prazo das operações, apesar de tais características não serem uma exclusividade do mercado brasileiro.

De acordo com a Tabela 1, o nível médio de crédito concedido ao setor privado na década de 1990 em toda a América Latina e Caribe foi de apenas 28% do PIB. Enquanto isso, nas grandes economias industrializadas esse número está em torno de 84%.

Tabela 1 - Desenvolvimento financeiro por região, década de 1990.

| Região | Número de Países | Crédito para o Setor Privado (percentual do PIB) | Crédito e capitalização de mercado (percentual do PIB) | PIB <i>per capita</i> , 1995 (US\$) |
|---------------------------------|------------------|--|--|-------------------------------------|
| Países Desenvolvidos | 24 | 84 | 149 | 23.815 |
| Leste da Ásia e Pacífico | 10 | 72 | 150 | 2.867 |
| Oriente Médio e Norte da África | 12 | 43 | 80 | 4.416 |
| América Latina e Caribe | 20 | 28 | 48 | 2.632 |
| Leste Europeu e Ásia Central | 18 | 26 | 38 | 2.430 |
| África Subsaariana | 13 | 21 | 44 | 791 |
| Sul da Ásia | 6 | 20 | 34 | 407 |

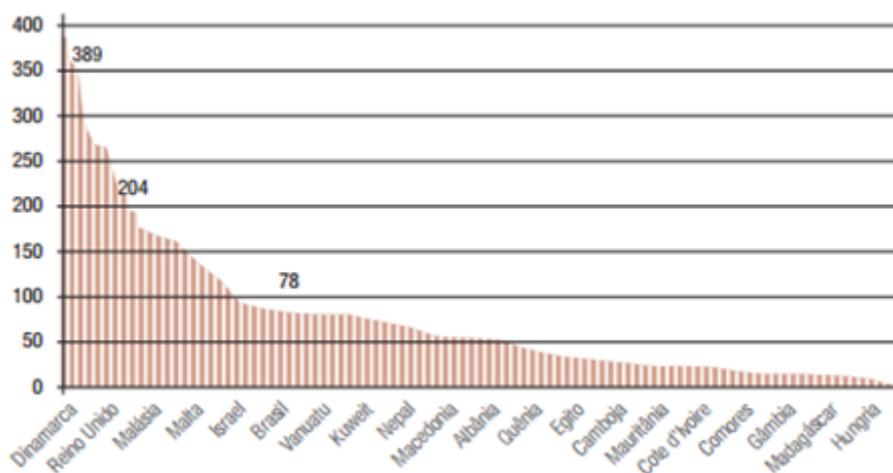
Fonte: Elaboração própria com base em Banco Interamericano de Desenvolvimento (2005) e dados do FMI e Banco Mundial.

Segundo Torres Filho e Macahyba (2014), o mercado de crédito corporativo no Brasil apresenta três vertentes, quais sejam: BNDES – todas as operações financiadas pelo BNDES direta ou indiretamente; créditos bancários livres de bancos comerciais; e debêntures corporativas. Com essa composição o mercado de crédito corporativo foi se desenvolvendo no Brasil ao longo do tempo.

Segundo dados do Banco Mundial (2013), enquanto em 2004 o crédito ao setor privado no Brasil respondia por 37% do PIB, esse número saltou para 78% do PIB no ano de 2011. Para efeitos comparativos, a média mundial no mesmo ano foi de 66% do PIB. Ademais, quando olhamos para os números de países mais desenvolvidos, como, por exemplo, o Reino Unido, o percentual de crédito ao setor privado atinge o patamar de 204% do PIB, conforme Gráfico 1, o que indica haver ainda um longo caminho a ser percorrido pelo mercado de crédito corporativo no Brasil.

Torres Filho e Macahyba (2014) relatam que o indicador de crédito ao setor privado frente ao PIB no Brasil na última década apresentou trajetória crescente durante todo o período de 2004 a 2011, não cedendo mesmo durante a crise internacional de 2008, tendo como pilares de sustentação as demandas de empresas e também famílias.

Gráfico 1 - Crédito ao setor privado em alguns países selecionados em 2011 (em % do PIB)



Fonte: Torres Filho e Macahyba (2014) com dados do Banco Mundial.

2.3. Debêntures: conceito, origem e evolução histórica

Entender a origem de uma palavra é uma das chaves para entender seu significado e, mais, entender como o conceito foi se alterando ao longo do tempo. Segundo Peixoto (1973, p. 150), a palavra “debênture” é proveniente do latim e, na língua original é a voz passiva do verbo *debeor*, que significa ‘ser devido’. Do original em latim deriva a palavra inglesa *debentur*, por se iniciarem os recibos ou títulos de dívida com as palavras latinas *debentur mihi*, que significa “devem-me”.

Debêntures são títulos regulamentados pela Lei 6.404, emitidos exclusivamente por sociedades anônimas não financeiras, de capital aberto ou fechado e que garantem ao comprador uma remuneração devida em certo prazo. Para o comprador, a debênture é um empréstimo que este faz à empresa emissora, o que constitui, resumidamente, uma forma de financiamento por meio de um empréstimo de longo prazo (FORTUNA, 2013).

Debêntures são valores mobiliários que representam um empréstimo lançado por uma sociedade anônima, podendo ser considerados títulos de renda com juros fixos ou variáveis (MARTINS, 1989). As debêntures são títulos uniformes, de valor igual, a serem emitidos por uma sociedade anônima, que servem de prova do direito dos tomadores e da obrigação da cedente. Em suma, uma debênture é uma fração de um contrato de mútuo entre uma sociedade anônima e pessoas do público. Este título tem por detentor o denominado *debenturista*, e a ele é concedido um direito de crédito contra a sociedade anônima. Esse direito consiste em pagamento nas datas estipuladas em escritura (OLIVEIRA, 2005).

A origem das debêntures nos remete, de imediato, ao cenário financeiro europeu. A Inglaterra do século XIX encontrava-se em franca expansão econômico-financeira. O parque industrial e fabril estava florescendo rapidamente, mas o capital próprio dos empresários ingleses era insuficiente para financiar o crescimento por eles desejado. Como maneira de financiar suas atividades e desenvolver suas indústrias, iniciou-se o registro e a comercialização de títulos no mercado. Para Magalhães (1997) as debêntures eram, inicialmente, confissões escritas de dívida, de cunho oficial, e que funcionava como documento de um débito. Muito utilizado como confissão de obrigações de grandes corporações.

Por sua utilidade no financiamento das grandes corporações, as emissões de debêntures passaram a ser bastante comuns e frequentes no mercado. Seu uso estendeu-se da Inglaterra

pra a França e demais países europeus de economia forte, que vivenciavam intensa reformulação econômica em virtude da revolução industrial. Com o tempo, tais títulos de dívida também alcançaram os Estados Unidos. Peixoto (1973) nos traz a dimensão do crescimento do mercado norte-americano de debêntures ao nos revelar que, na década de 1960, cada dólar representativo de novas ações emitidas correspondia a oito dólares de novos títulos de dívidas, um crescimento bastante robusto em tão pouco tempo.

Já no Brasil vemos as primeiras referências às debêntures na década de 1860, quando, segundo Carvalhosa (2002), foi promulgada uma legislação que vedava a emissão de obrigações sem autorização do poder legislativo brasileiro.

Em 1882, porém, uma nova lei instituiu a permissão da emissão de debêntures, até então chamadas no mercado brasileiro de obrigações. Apesar disso, o mercado era ainda incipiente, e poucas emissões foram realizadas, pois segundo Papini (1999), o decreto do governo que regulava as debêntures era muito rigoroso, o que travou o crescimento da emissão desses títulos à época. De fato, Martins (1989) afirma que, em face do rigor do decreto do governo, as companhias optavam por outras formas de obtenção de recursos que não as debêntures.

Nos 100 anos seguintes, o mercado de debêntures não se desenvolveu de maneira significativa. A grande virada deu-se em 1976, quando da promulgação da lei n. 6.404, conhecida como “Lei das S.A.”, por tratar de diversos aspectos das sociedades por ações, e também modificar as regras das debêntures (REQUIÃO, 1998).

Em uma breve compilação de dados de emissões de debêntures até 2005 percebemos a destinação dos recursos captados por empresas por meio deste instrumento: 69,05% dos recursos destinam-se a capital de giro; 15,05% do montante captado tem como destinação o alongamento da dívida da companhia; 6,93% foram utilizados para investimento na companhia; os quase 9% restantes dividem suas destinações entre aquisição de participação societária, reestruturação, modernização e recuperação da empresa, implantação de projetos, redução de passivo, investimento em imobilizado, investimento em infraestrutura (FORTUNA, 2013).

3. Alternativas às debêntures no atual cenário do Crédito Corporativo no Brasil e demais fatores que impactam o mercado de debêntures

Quando tentamos entender o mercado de debêntures brasileiro, somos capazes de levantar algumas de suas características, como o elevado custo, precificação difusa e baixa liquidez. Esses fatores ajudam a explicar e compreender o mercado e sua evolução. Outro fator que também ajuda a explicar o mercado de debêntures brasileiro são as alternativas de crédito sob a ótica das empresas.

3.1. Alternativas às debêntures no atual cenário do Crédito Corporativo no Brasil: o BNDES e o crédito de bancos comerciais

As possibilidades de obtenção de crédito de uma empresa define a malha creditícia de um lugar. Se em um determinado lugar a única forma de obter crédito é através de financiamento de um banco de fomento público, os agentes montarão suas estratégias e pensarão em seus modelos utilizando essa premissa.

No Brasil, é possível observar três maneiras principais de obtenção de crédito corporativo. Como já definido por Torres Filho e Macahyba (2014), as empresas podem recorrer a créditos livres em bancos comerciais (crédito bancário), ao BNDES e às debêntures. Dessa maneira, para uma análise acurada do mercado de debêntures é impossível não olhar para os números e evolução das outras possibilidades de crédito que as empresas podem contrair.

O mercado de crédito corporativo brasileiro sempre apresentou como característica o curto prazo das operações. Conforme nos mostram Torres Filho e Macahyba (2014), o horizonte temporal médio de operações dos bancos comerciais no ano de 2003 era de um ano. Esse quadro de operações com prazos curtos era ainda mais observado em setores onde não havia direcionamento público estatal.

O crédito corporativo no Brasil sempre se encontrou muito interligado à taxa básica de juros da economia (SELIC). Ao longo da década de 2000, a taxa de depósitos interbancários (DI) foi tendo sua participação como indexador para crédito reduzido, em prol de outros indexadores, como índices de preço, como o IPCA e IGP-M.

Uma vez que as operações de crédito passaram cada vez mais a se atrelarem a indexadores de preço e menos à taxa de depósitos interbancários, o prazo das operações de

crédito foi se alongando. Entre os anos de 2004 e 2012, o horizonte médio de operações de crédito de bancos comerciais mais do que dobrou, passando de 262,6 dias para 632,3 dias (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2014).

Roberto Fantoni, sócio da McKinsey no Brasil, afirmou que o Brasil deveria ter um investimento em infraestrutura na ordem de R\$ 266 bilhões por ano para manter crescimento econômico de 4,5% a 5% ao ano e assim equiparar-se a países como Índia e China. Esse montante proposto por Fantoni equivaleria a aproximadamente 5,5% do PIB brasileiro. A título de comparação, na Índia, o investimento em infraestrutura corresponde a 4,7% de seu produto interno bruto, e na China, 8,5%. A atual infraestrutura brasileira não atende às necessidades atuais do país e tampouco fornece as condições necessárias para o crescimento do Brasil (NEDER, 2014).

Dado o quadro de necessidade de investimentos em infraestrutura em que o Brasil se encontra, é natural que os agentes busquem financiamentos para projetos, mas investimentos em infraestrutura têm como característica a exigência de volumes grandes de recursos. Outra característica marcante de projetos de infraestrutura é o prazo mais alongado. Assim, uma vez que estamos tratando de grandes obras, com grande quantidade de recursos envolvidos, nada mais natural do que um prazo maior do que a média das operações de crédito no mercado.

Com a necessidade de grandes financiamentos e longo prazo de pagamentos, é notada a falta de interesse por parte da maioria das instituições financeiras nesse tipo de título de crédito. A maior parte das instituições financeiras busca pulverizar seus créditos, com volumes menores e prazos também menores, evitando riscos de projetos longos e custosos, que apresentam altos riscos de execução, e também de crédito.

O desenvolvimento econômico envolve investimentos em setores e processos produtivos novos e de grandes dimensões, o que traz grandes incertezas ao processo e acarreta em custos elevados. Sabemos que agentes de mercado como pessoas físicas e instituições financeiras tendem a rejeitar riscos demasiadamente elevados. Grandes projetos de infraestrutura, em geral projetos *greenfield* – ou seja, projetos ainda na planta – apresentam uma dificuldade de mensuração dos seus riscos. Dessa forma, as taxas exigidas para a concessão do crédito são assustadoramente grandes (HERMANN, 2010).

Para Hermann (2010), o mercado financeiro mostra, nesse momento, sua incompletude, uma vez que, em face de incertezas e alto custo para projetos como, por

exemplo, os de infraestrutura, há ausência de oferta de crédito. De tal maneira, essas operações financeiras de longo prazo, e em especial, associadas a investimentos em setores de desenvolvimento e infraestrutura, requerem e justificam a existência e atuação de um banco público.

Nesse sentido, para enfrentar os desafios de investimentos em infraestrutura, surgiu, em 1952, o então denominado Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). Segundo Lazzarini et al. (2012), o objetivo inicial do banco era o de expandir e fomentar projetos de infraestrutura, além de gerar mecanismos para promover o crédito com maior prazo para investimentos nos setores de transporte e energia.

Conforme nos aponta Batista (2002), na década de 1950, cenário da criação do BNDE, o Brasil vivenciava um processo embrionário de industrialização. Já àquela altura, gargalos estruturais travavam o crescimento de nosso país. Em decorrência disto, algumas das prioridades iniciais do recém-criado Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico foram o desenvolvimento da malha ferroviária nacional e um programa nacional de eletrificação. Foram atacados, dessa maneira, os até então considerados principais gargalos de infraestrutura do país.

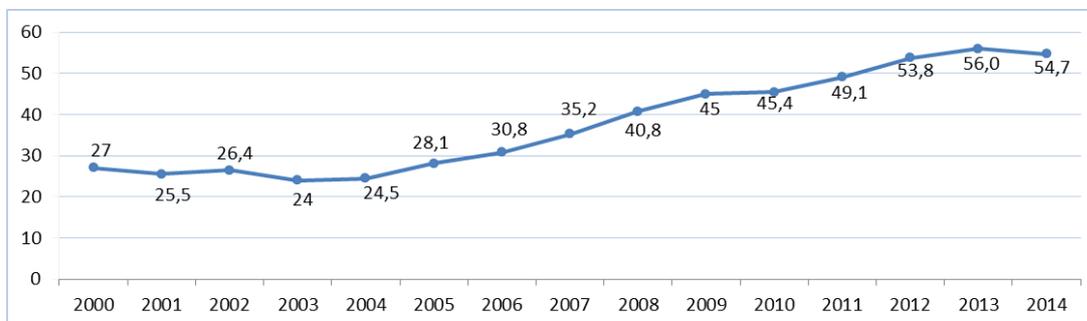
Desde então, o BNDE funcionou como agente contributivo no processo de industrialização do país, com uma vasta diversificação setorial em sua atuação. Além dos já citados setores elétrico e de transportes, o banco atuou também no setor de siderurgia, produção de petróleo e carvão e consolidação da indústria automobilística (BATISTA, 2002).

Com o passar do tempo, o banco foi sofrendo diversas mudanças, e numa destas, em 1982, o banco agregou o desenvolvimento social às suas atribuições, o que acarretou numa alteração de nome, para BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (PAMPLONA, 2011).

Na década de 2000, o BNDES passou a ser vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). Nesse mesmo período, algumas funções do banco se sobressaíram, como por exemplo, o apoio a micro e pequenas empresas, e, sobretudo, o incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais e incentivo à infraestrutura no território nacional. Nesse mesmo período o Brasil passou por uma importante fase de crescimento econômico e crescimento do crédito total em relação ao PIB.

Conforme Gráfico 2, em 10 anos – 2002 a 2012 – a relação crédito total frente ao PIB no Brasil mais do que dobrou.

Gráfico 2 - Total do crédito em relação ao PIB (%) do Brasil, 2000 a 2014.



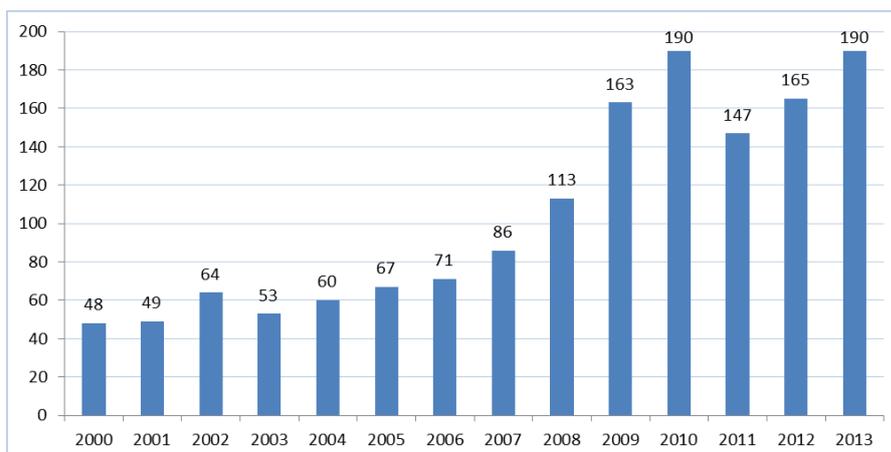
Fonte: Elaboração própria com base nos Relatórios de Economia Bancária e Crédito do Banco Central e IBGE.

O crédito corporativo de longo prazo no Brasil apresentou sempre alto grau de dependência no BNDES. Segundo Torres Filho e Macahyba (2012), em quase todos os setores da economia brasileira, o BNDES domina esse tipo de financiamento, excetuando-se o setor de habitação.

A primeira década do terceiro milênio trouxe consigo a ratificação definitiva do BNDES como grande provedor de financiamentos para investimentos na indústria e infraestrutura em solo brasileiro. As características principais dos créditos que envolvem o BNDES são: financiamentos de longa duração, que gozam de destinação específica e tem como tomadores empresas com boa classificação de risco (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2014).

Como pode ser visto no Gráfico 3, o BNDES apresentou desembolso anual com crescimento progressivo na primeira década dos anos 2000, e atingiu seu ápice no ano de 2009, com um desembolso total apurado em R\$ 190 bilhões. Se analisarmos apenas o crescimento real dos montantes dispendidos pelo BNDES (descontando-se a inflação), verificamos que o crescimento registrado entre os anos de 2000 e 2013 foi de aproximadamente 400%.

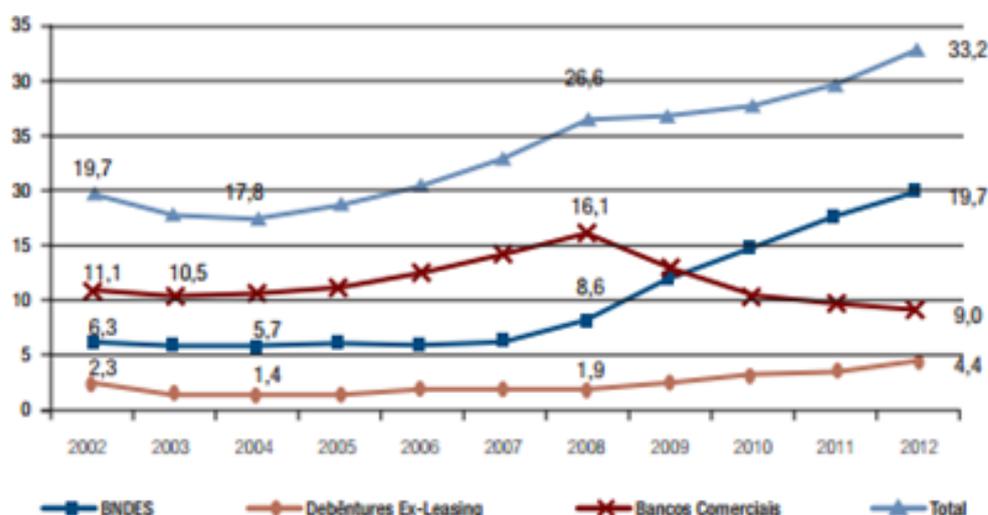
Gráfico 3 - Desembolso anual do BNDES, 2000 a 2013 (R\$ bilhões de 2013)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BNDES e IBGE.

Quando analisamos o montante de crédito existente no mercado de debêntures (vide Gráfico 4), notamos que tal mercado ainda é muito menor e menos robusto do que os créditos corporativos concedidos pelo BNDES e também por bancos comerciais.

Gráfico 4 – Evolução do crédito corporativo, 2002 a 2012 (em % do PIB)



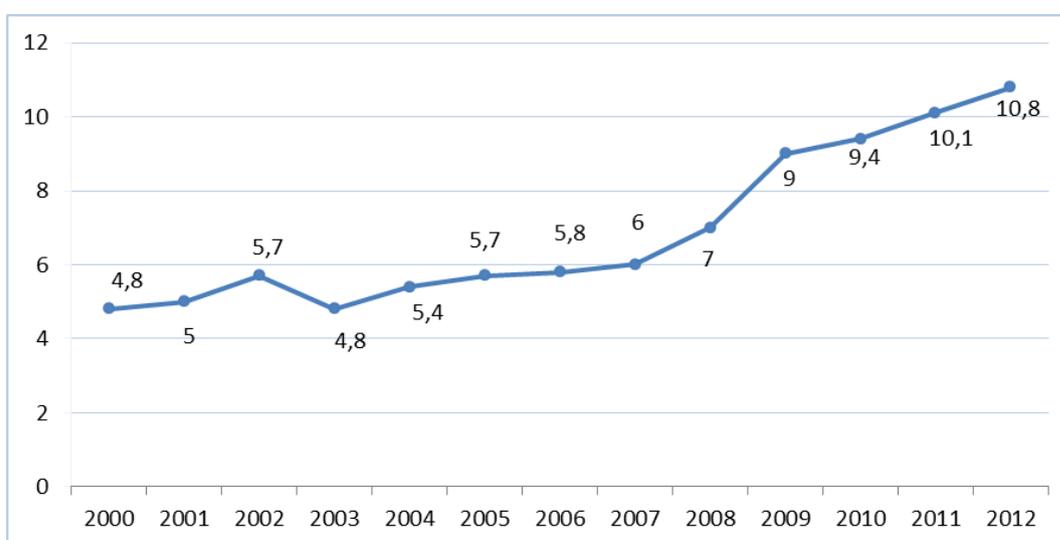
Fontes: Elaborado por Torres Filho e Macahyba (2014) com dados do Banco Central do Brasil e CETIP.

No Gráfico 4 é possível perceber que a participação do crédito corporativo concedido por bancos comerciais frente ao PIB vem perdendo fôlego nos últimos anos, quando comparado com as outras alternativas, mas ainda assim, representa um montante expressivo, com volume que representa pouco mais que o dobro do total do montante de debêntures. O

crédito corporativo de bancos comerciais aqui explicitado exclui o repasse de crédito oriundo do BNDES, sendo assim, chamado de crédito livre dos bancos comerciais.

Uma das alternativas escolhidas pelo governo brasileiro em meio à crise econômica internacional de 2008 foi a de liberar mais crédito por meio do BNDES. Tal medida fez com que o total de crédito a empresas concedido pelo BNDES frente ao PIB mais do que dobrasse entre 2008 e 2012 (TORRES FILHO E MACAHYBA, 2014). Por isso o comportamento observado no Gráfico 5.

Gráfico 5 – Total de crédito concedido pelo BNDES / PIB, 2000 a 2012 (%).



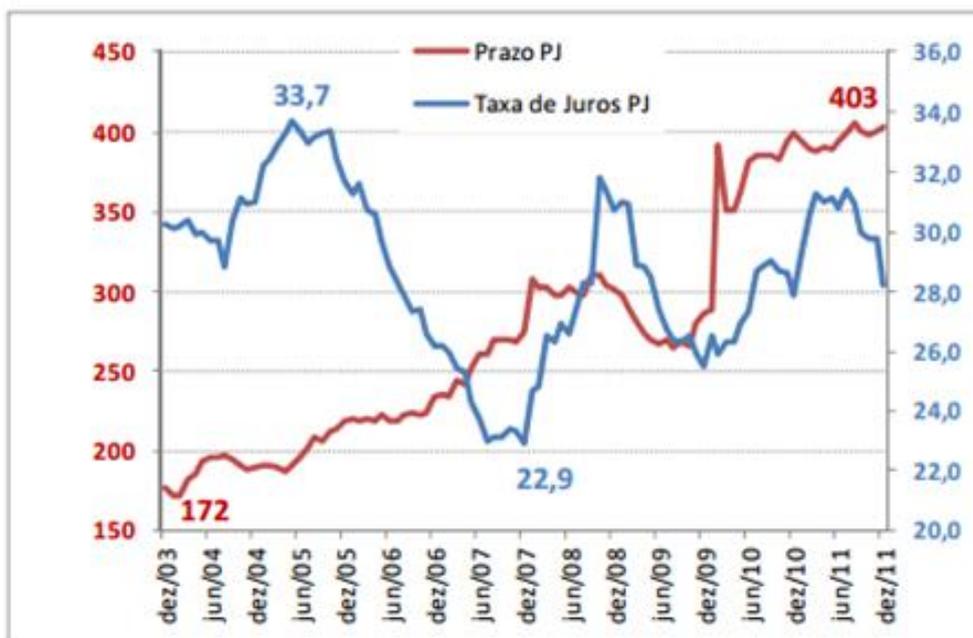
Fonte: BNDES e IBGE. Elaboração própria.

Torres Filho e Macahyba (2012) nos direcionam a um importante aspecto do mercado brasileiro de crédito corporativo: para que ocorra aumento de demanda por recursos do BNDES, não é suficiente apenas o aumento da demanda das empresas por crédito. É necessário também o crescimento de componentes específicos do investimento agregado, como a aquisição de equipamentos nacionais e gastos com infraestrutura, realidade esta que se verificava, sobretudo nos anos de 2005 a 2008.

No momento imediatamente posterior à crise, o BNDES foi utilizado pelo governo de modo a sustentar o investimento e compensar a retração do crédito no sistema financeiro privado (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2012). Esta é uma das explicações para o crescimento da representatividade do crédito do BNDES mesmo nos anos que sucederam a crise econômica de 2008.

No que tange ao crédito concedido por bancos comerciais, Torres Filho e Macahyba (2014) indicam que parte do montante de recursos destina-se a operações de comércio exterior, incluindo captações em moedas estrangeiras no mercado financeiro internacional. Outra parte é destinada a financiamentos em moeda nacional, geralmente com prazo curto.

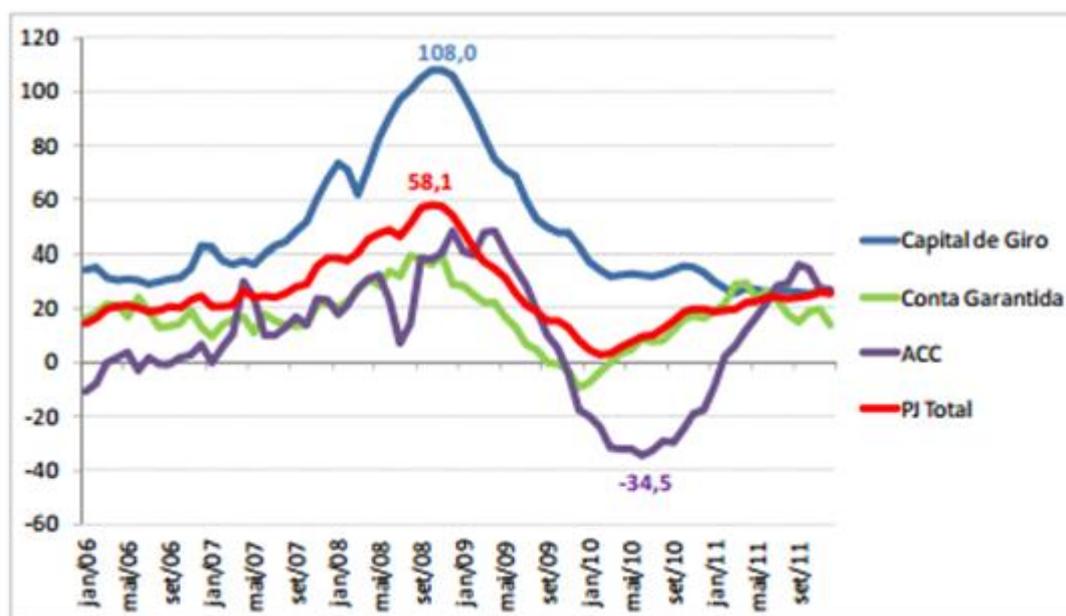
Gráfico 6 – Evolução dos prazos e taxas de juros do crédito bancário às pessoas jurídicas, dez/2003 a dez/2011 (em % a.a. e em dias)



Fonte: Elaborado por Torres Filho e Macahyba (2012) com dados do Banco Central do Brasil.

O aumento na demanda de crédito bancário pelas companhias na primeira década dos anos 2000 não apresentou como uma de suas causas a queda nas taxas de juros. Conforme mostra o Gráfico 6, estas apresentaram grande volatilidade no período, mas a redução nas taxas médias cobradas foi baixa. Por outro lado, os bancos comerciais sempre foram conhecidos pelo curto prazo de suas operações de crédito. Entre 2004 e 2011, porém, o que se verificou foi um alongamento expressivo no prazo das operações dos bancos. Tal crescimento chegou a 134%. Ao fim de 2012, o prazo médio das operações dos bancos comerciais era de 632 dias (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2012).

Gráfico 7 – Taxa de crescimento do crédito às pessoas jurídicas por modalidade, 2006 a 2011 (em %, m/m-12)



Fonte: Elaborado por Torres Filho e Macahyba (2012) com dados do Banco Central do Brasil.

Como podemos visualizar no Gráfico 7, os principais produtos bancários destinados a corporações são: capital de giro, desconto de duplicatas, conta garantida e adiantamento de contrato de câmbio (ACC). Nos três anos que antecederam a crise econômica de 2008, as taxas de crescimento do crédito corporativo apresentaram trajetória ascendente, passando de um crescimento de menos de 20% em 2006 para um crescimento de 58,1% no fim de 2008. Essa curva crescente foi puxada sobretudo por crédito para capital de giro, que em dezembro de 2008 apresentou assombroso aumento de 108% relativamente ao mesmo mês do ano anterior (TORRES FILHO E MACAHYBA, 2012).

A trajetória do crédito a empresas concedido por bancos comerciais nos traz algumas reflexões. Uma delas diz respeito ao veloz aumento da atividade econômica do Brasil entre os anos de 2005 e 2008. Com o estouro da crise econômica de 2008, o crescimento do crédito bancário foi quase a zero. Segundo Torres Filho e Macahyba (2012), no período imediatamente anterior à crise é possível observar o aumento da demanda por liquidez das companhias, em virtude das incertezas geradas no cenário internacional naquele momento. A experiência das companhias, adquirida em duas décadas de instabilidade econômica no cenário nacional preparou-as para o enfrentamento de uma crise com maiores proporções, o que se provou sensato logo em seguida.

Com todas essas informações, percebemos que o BNDES passou, durante a década de 2000, a representar uma importante fonte de recursos creditícios para as empresas. O banco torna-se, então, um grande concorrente às emissões de debêntures, ao ofertar taxas de juros em geral bem abaixo do mercado a empresas que poderiam em potencial emitir debêntures. Com linhas de crédito que fornecem prazo de até 3.600 dias, o BNDES apresenta um caráter de mais longo prazo, similar à maioria das debêntures. Todavia, não são todas as companhias que se enquadram nos critérios de elegibilidade para contratação de crédito via BNDES. As modalidades de crédito do BNDES apresentam, muitas vezes, requisitos específicos, com propósitos específicos.

O crédito bancário, por outro lado, apesar do crescimento nos prazos médios de créditos concedidos, ainda caracteriza-se pelo curto prazo das operações. Enquanto a média dos empréstimos dos bancos a pessoas jurídicas foi de 632 dias em 2012, a média de prazo das debêntures, no mesmo período, foi de 1927 dias. Sendo assim, apesar de crédito bancário apresentar certo potencial de alternativa/concorrência ao mercado de debêntures, a diferença no horizonte de prazos faz com que o crédito bancário atinja públicos diferentes e objetivos diferentes com relação às debêntures. Dessa maneira, a correlação (inversa) que há entre crédito de bancos comerciais e debêntures é muito menor do que a existente entre crédito do BNDES e debêntures.

Sendo assim, é evidente que há espaço para o crescimento do mercado de debêntures no país. Segundo Júlio Gomes, ex-Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, a redução de transferências do Tesouro Nacional ao BNDES pode provocar uma redução relevante da oferta de recursos de longo prazo nos próximos anos (ALMEIDA, 2014). Além disso, o BNDES possui lastro concedido pelo Tesouro Nacional, o que contribuiu para a elevação da dívida bruta do país ao longo do tempo. Dada a atual situação econômica, a redução do volume da dívida deve se apresentar como uma das prioridades do governo.

Com a potencial diminuição na vazão das torneiras de crédito do BNDES, o caminho fica ainda mais aberto para que as debêntures sejam o instrumento escolhido pelas empresas para atender suas necessidades de financiamento nos próximos anos.

3.2. Taxa básica de juros (SELIC)

Conforme exposto, o mercado brasileiro de debêntures é marcado por um processo de contínua evolução ao longo da história, com diversas dificuldades sendo superadas ao longo do tempo, e com vários eventos e características marcantes que nos ajudam a contar a história da evolução do instrumento no Brasil.

Com a implantação do Plano Real em 1994 e, posteriormente, a instauração do regime de metas de inflação em 1999, esperava-se uma estabilização de preços – extremamente voláteis durante toda a década de 1980 e boa parte da década de 1990 – e a partir daí, uma redução gradual da taxa básica de juros da economia brasileira – SELIC. Com o passar do tempo, naturalmente a tendência era a redução da taxa de juros a níveis verificados em economias com preços estáveis (MODENESI e MODENESI, 2010).

Apesar da inflexão na política fiscal brasileira nos anos finais da década de 1990, contando com a geração de relevantes superávits primários na economia, Modenesi e Modenesi (2010) nos revelam que, ao contrário do que se esperava, a trajetória da taxa de juros não cedeu como o esperado e o Brasil continuou ostentando altas taxas de juros.

Segundo Modenesi e Modenesi (2010), entre os anos de 1995 e 2010, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) apresentou média de 7% a.a., o que pode ser considerada uma inflação controlada caso a comparemos com os números de inflação na década de 1980 no país. Porém, esse patamar ainda é considerado elevado em níveis absolutos e também comparado com outros países pares.

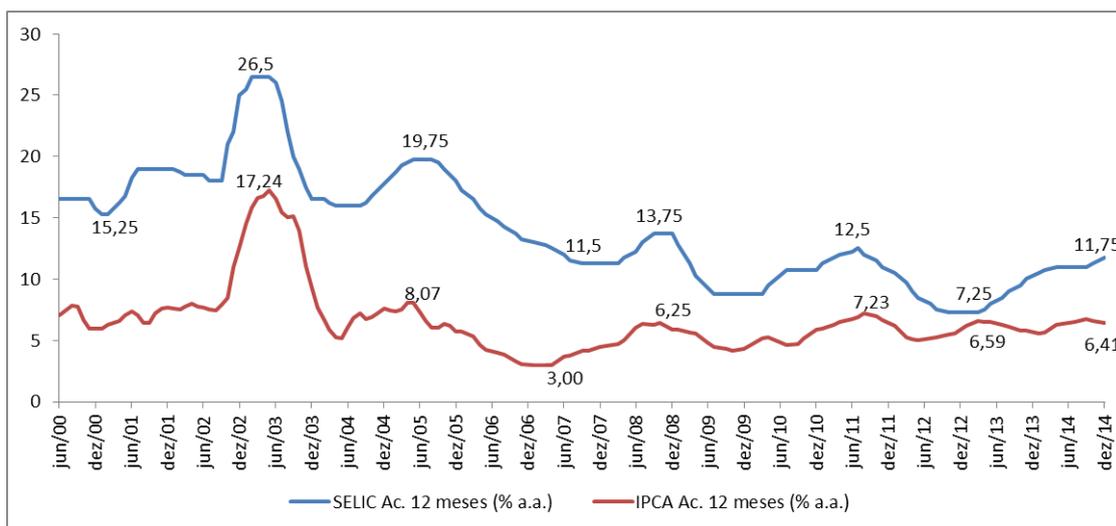
Entre 1999 e 2010, conforme o levantamento de Modenesi e Modenesi (2010), a taxa de juros real média da economia brasileira – taxa de juros nominal descontada da inflação – foi de mais de 9%.

Segundo Torres Filho e Macahyba (2014), entre 1995 e 2008 a taxa SELIC acumulada em 12 meses manteve um diferencial de 12 pontos percentuais sobre a inflação.

As taxas de juros apresentaram decréscimo substancial no início dos anos 2000, apesar de ainda elevadas, tanto a níveis reais quanto nominais, como mostra o Gráfico 8. Para Torres Filho e Macahyba (2014), a política de trajetória não linear de cortes adotada pelo Banco Central foi um fator preponderante nesse movimento de declínio das taxas de juros.

Mudanças institucionais, como a implementação do crédito consignado e alienação fiduciária de imóveis também são fatores relevantes nesse processo de redução da taxa de juros, uma vez que promovem a redução do risco em operações de crédito e funcionam como garantia aos credores.

Gráfico 8 - Evolução da Taxa SELIC e do IPCA, jul/2000 a dez/2014 (em % a.a.)



Fontes: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil e IBGE.

Historicamente, a taxa de depósitos interbancários (DI) é o indexador dominante da maior parte das debêntures disponíveis no mercado. O DI apresenta trajetória com intrínseca correlação com a taxa básica de juros da economia, estabelecendo para si mesmo uma restrição.

Com a manutenção de taxas de juros elevadas, os melhores emissores são inibidos a lançar títulos. Dessa maneira, a demanda dos investidores recai sobre os títulos públicos, que apresentam liquidez alta e risco menor, além de retorno aceitável (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2012).

Segundo Torres Filho e Macahyba (2012), o mercado de crédito brasileiro apresenta tamanho e profundidade muito aquém dos mercados de países desenvolvidos. Mas não só isso, mesmo países asiáticos em desenvolvimento e alguns países latino-americanos apresentam mercados de crédito mais desenvolvidos que o brasileiro.

O mercado de dívida corporativa apresenta um atraso ao mercado externo, mas mesmo em face aos demais segmentos do mercado financeiro brasileiro, como crédito bancário e mercado de ações, há evolução e desenvolvimento mais tímidos. Tal atraso possui como

principal determinante a manutenção de elevadas taxas de juros por um longo período de tempo (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2012).

Dessa maneira, podemos perceber que taxas de juros apresentam correlação inversa com o volume de debêntures emitidas. Quanto maior a taxa de juros, mais incentivos os agentes tem a não emitirem debêntures, uma vez que se torna muito caro para as companhias contraírem dívida naquele momento. Certamente o fato de o Brasil apresentar elevadas taxas de juros por um longo período de tempo nas últimas 2 décadas é uma variável que contribuiu para a repressão do crescimento do mercado de debêntures brasileiro.

3.3. Iliquidez no mercado secundário e não padronização de precificação

Outra característica do mercado brasileiro de debêntures é a baixa liquidez de seu mercado secundário. Segundo Villaça (1969), liquidez é o grau de conversibilidade em caixa que um ativo possui. Ou seja, quando dizemos que um ativo possui muita liquidez, significa que há facilidade em converter tal ativo em dinheiro, como, por exemplo, o dinheiro aplicado na poupança, que apresenta liquidez praticamente imediata. Por outro lado, há ativos que são pouco líquidos – ou ilíquidos. Por exemplo, um imóvel. Em condições normais, não há tanta facilidade em colocar um imóvel à venda, encontrar um comprador e efetivar o negócio. O tempo exigido pelo ativo entre o momento da tomada de decisão de desfazer-se dele e o ponto efetivo no qual aquele ativo transforma-se em dinheiro é longo, ou seja, o ativo apresenta baixa liquidez.

Mercado primário é o que trata das negociações iniciais do papel, a saber, o momento da emissão do ativo, no qual o próprio emissor negocia seus títulos, colocando-os no mercado através da venda das debêntures para os investidores. Há, no mercado primário, uma característica marcante, que é o fato de que a compra dos títulos por parte dos investidores acarreta em aumento de caixa para a companhia emissora.

Já no mercado secundário, as negociações não necessariamente envolvem o emissor dos títulos. Negociação no mercado secundário é toda aquela feita após a primeira venda do mesmo pelo emissor. É a negociação posterior à emissão, realizada pelos diversos agentes do mercado entre si.

É possível perceber, com base nos dados oriundos da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que o mercado secundário de

debêntures brasileiro tem apresentado evolução. Ao longo do tempo, é possível perceber que o volume negociado tem se expandido, de maneira geral. Em 2008, o volume de debêntures negociadas no mercado secundário foi de aproximadamente R\$ 22,29 bilhões. Este número saltou, em 5 anos, para R\$ 37,46 bilhões negociados em 2013.

Tabela 2 – Mercado Secundário de Debêntures, 2008 a 2013 (ex-leasing*).

| Período | Número de Séries | Ticket Médio (R\$ milhões) | Volume negociado (R\$ bilhões) | Número de Negócios |
|---------|------------------|----------------------------|--------------------------------|--------------------|
| 2008 | 141 | 4,23 | 22,29 | 5.548 |
| 2009 | 149 | 2,85 | 18,81 | 8.246 |
| 2010 | 187 | 2,32 | 16,41 | 7.487 |
| 2011 | 233 | 1,65 | 17,47 | 13.241 |
| 2012 | 325 | 1,77 | 28,7 | 21.891 |
| 2013 | 376 | 3,29 | 37,46 | 31.901 |

*Operações definitivas (intra e extra grupo).

Fontes: Elaboração própria com dados da CETIP e ANBIMA.

Convém ressaltar que os dados excluem as debêntures de *leasing*. Isto foi feito porque nesse tipo de emissão a captação dos recursos é feita pelos bancos, e não pelas corporações (empresas). Sendo assim, debêntures de *leasing* não consistiriam em crédito corporativo, no senso estrito da terminologia. Os papéis são usados como lastro em operações compromissadas realizadas entre as instituições e os clientes, em condições semelhantes às de um CDB tradicional. Para Torres Filho e Macahyba (2014), as debêntures de *leasing* foram largamente usadas até 2008, quando o Banco Central passou a exigir o recolhimento do compulsório sobre as operações, assim como ocorre com o CDB. Sobre as emissões de debêntures de *leasing* não incidia também, até 2008, a obrigação de pagamento de contribuição ao Fundo Garantidor de Crédito.

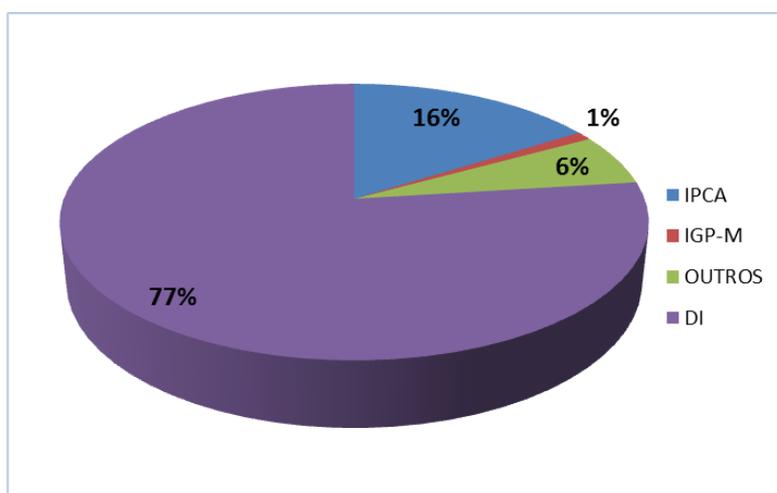
O aumento do volume negociado até 2013 é, inegavelmente, relevante. Em termos absolutos, de 2008 a 2013 o mercado secundário de debêntures brasileiro apresentou um crescimento de negociações de 68%.

Porém, para uma coerente análise de liquidez do mercado, precisamos analisar o volume negociado frente ao volume emitido. De tal maneira, é possível verificar a parcela do mercado que vai à negociação secundária, e a outra parcela, que fica parada nas carteiras dos agentes. Segundo dados da ANBIMA, em 2013 o estoque de debêntures foi de R\$ 568 bilhões. Deste montante, apenas 6,59% foi negociado em mercado secundário. Todo o restante permaneceu

nas carteiras dos agentes que adquiriram estes títulos em mercado primário. Torres Filho e Macahyba (2014) corroboram com o ponto de que há no mercado de debêntures uma elevada concentração no mercado primário.

Segundo Torres Filho e Macahyba (2014), o volume negociado no mercado secundário é muito inferior ao volume negociado nas emissões. A partir desse dado, podemos inferir que muitos investidores optam por manter as debêntures até o vencimento, ignorando o ganho que uma negociação poderia concedê-los.

Gráfico 9 – Estoque de debêntures por indexador, 2014.



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Como a maior parte do estoque de debêntures está atrelada ao DI, conforme mostra Gráfico 9, é eliminada a possibilidade de ganhos de arbitragem nas negociações do ativo, em decorrência de variação em seus preços, residindo nesse aspecto mais um empecilho à liquidez do mercado.

A iliquidez configura-se como empecilho ao mercado de debêntures, uma vez que, tudo o mais constante, os agentes tem predileção por maior liquidez. Para Torres Filho e Macahyba (2014), a baixa liquidez do mercado secundário de debêntures é resultante de vários fatores encadeados. A já explicitada manutenção de grande volume até o vencimento é um dos aspectos principais, uma vez que grande parte das debêntures encontra-se “retida” em carteiras de fundos de investimento, fundos de pensão e outros agentes desde a largada, e possivelmente os agentes tencionam manter esses ativos em suas carteiras até seus vencimentos.

Outro fator que influencia para a baixa liquidez do mercado de crédito corporativo é a não padronização e falta de transparência na formação de preços dos ativos. A precificação das debêntures é, hoje, um dos grandes problemas do mercado. Não há consenso ou sequer mecanismos claros que mostrem como os preços dos ativos são estabelecidos, tampouco suas taxas de negociação, e nem os fatores que podem vir a exercer influência sobre os preços desses ativos ao longo do tempo. Com a ausência de padronização e balizadores para os agentes na precificação de seus ativos, adiciona-se um fator de risco para eventuais negociações no mercado secundário, uma vez que os agentes não são capazes de mensurar adequadamente seus ganhos ou perdas potenciais (TORRES FILHO e MACAHYBA, 2014).

Uma baixa liquidez acrescida de precificação não transparente no mercado secundário de debêntures reduz o apetite dos investidores para aquisições no mercado primário, uma vez que a análise do agente pode envolver uma eventual necessidade de se desfazer do ativo e, como a liquidez do mesmo é baixa, o agente pode não conseguir os recursos que necessita de maneira célere, adicionando-se mais uma variável de risco ao papel e, tornando-o, muitas vezes, não apazível ao investidor.

Dessa maneira, a liquidez do mercado secundário é uma variável que apresenta correlação positiva com o volume emitido no mercado primário de debêntures. Tudo o mais constante, quanto maior liquidez tiver o mercado de debêntures, mais os agentes vão demandar essa classe de ativos, uma vez que podem traçar suas estratégias considerando uma eventual venda da debênture, conforme julgue necessário.

Bao, et al (2011) levanta alguns questionamentos a respeito da iliquidez de títulos corporativos. O que causaria as flutuações no nível de liquidez do mercado de crédito? Essas flutuações são oriundas dos riscos fundamentais dos ativos ou de outros fatores? Por último, o autor questiona se o alto nível de iliquidez no mercado de crédito corporativo não seria um sinal de ineficiências nesse mercado? Em caso afirmativo, quais seriam as receitas adequadas para solução? Há solução para a baixa liquidez do mercado secundário de crédito corporativo?

4. A instrução 476/09 da Comissão de Valores Mobiliários e suas atualizações

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 1976 e tem como objetivo efetuar a fiscalização, normatização e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil. É uma entidade ligada ao Ministério da Fazenda, mas com autoridade administrativa independente e autonomia financeira (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2015).

Em janeiro de 2009 a CVM emitiu uma instrução regulatória que dispõe sobre ofertas públicas de títulos mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses títulos nos mercados regulamentados.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (2009), a instrução CVM 476 /09 se aplica às ofertas públicas de: notas comerciais; cédulas de crédito bancário não emitidas por instituição financeira; debêntures; cotas de fundo de investimento fechados; certificados de recebíveis do agronegócio; e certificados de recebíveis imobiliários. A instrução, porém, não se aplica a ofertas privadas de valores mobiliários (BRASIL, 2009).

Ofertas privadas são aquelas que não chegam a ser ofertadas ao público em geral, sendo seus investidores-alvos os próprios acionistas da companhia emissora ou um círculo restrito de investidores com relacionamento junto à emissora.

Ofertas públicas são aquelas nas quais todas as informações relativas à emissão são encontradas no prospecto público de distribuição, o qual é disponibilizado aos investidores durante a oferta. No caso de uma emissão com esforços de distribuição restritos, as principais informações referentes à oferta podem ser concedidas apenas a uma quantidade limitada de potenciais investidores. Nesse caso, não há obrigação de que as informações relativas à oferta estejam disponibilizadas publicamente.

A principal diferença entre as emissões privadas e as emissões públicas é o público alvo. A emissão privada é dirigida a um grupo restrito, sempre relacionado de alguma forma com a companhia emissora. Já nas emissões públicas, o alvo é expandido para uma série de diferentes investidores, sem que estes tenham algum tipo de relação com a companhia emissora.

As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos destinam-se exclusivamente a investidores qualificados. São investidores qualificados, de acordo com o artigo 109 da instrução CVM 409/04: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de

capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em montante superior a R\$ 300.000,00; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e administradores de carteira e consultores de títulos mobiliários autorizados pela CVM (BRASIL, 2004).

Uma das principais características das emissões públicas distribuídas com esforços restritos, sobre as quais versa a instrução 476/09 é que é permitida a procura de, no máximo, 50 investidores qualificados. Ademais, os títulos ofertados apenas podem ser adquiridos por, no máximo, 20 investidores qualificados (BRASIL, 2009).

Até a instrução 476/09 da CVM nenhuma emissão pública de valores mobiliários poderia ser distribuída no mercado sem prévio registro na própria CVM, conforme Art.19 da Lei nº 6.385, de 1976. Com o advento da instrução CVM 476/09, as ofertas públicas com esforços restritos ficam dispensadas do registro. Dessa maneira, o processo de emissão de um valor mobiliário – vamos tomar as debêntures como padrão – torna-se mais célere, uma vez que a companhia não precisa aguardar toda a tramitação envolvendo o registro da operação na CVM. Ademais, o registro na CVM envolve custos relevantes, que passam a ser evitados com uma emissão pública com esforços restritos (BRASIL, 2009).

A instrução CVM 476/09 define um período de 90 dias após a aquisição dos títulos pelos investidores. Nesse período, os títulos não podem ser negociados. Passados os 90 dias, os ativos poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não organizado, apenas entre investidores qualificados (BRASIL, 2009).

Após a instrução CVM 476/09, outras instruções da entidade complementaram ou alteraram a instrução original. Entre as principais instruções subsequentes e suas respectivas alterações:

Instrução CVM 488 de 16 de dezembro de 2010 adiciona as letras financeiras aos valores mobiliários regidos pela instrução 476/09, que passam a ser alvo de ofertas públicas com esforços restritos de distribuição (BRASIL, 2010).

Instrução CVM 500 de 15 de julho de 2011 adiciona novos valores mobiliários que passam então a serem alvo de ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, regidos pela instrução CVM 476/09. São eles: certificados de direitos creditórios de agronegócio;

células de produto rural – financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; e *warrants* agropecuários. Ademais, mantém as letras financeiras no escopo, desde que essas não sejam relacionadas a operações ativas vinculadas (BRASIL, 2011).

Instrução CVM 551 de 25 de setembro de 2014 traz importantes alterações. Adiciona os seguintes valores mobiliários ao grupo de ativos regidos pela instrução CVM 476/09: certificado de operações estruturadas; ações; debêntures conversíveis por ações; bônus de subscrição – mesmo que atribuídos como vantagem adicional aos detentores de debêntures; debêntures permutáveis por ações (BRASIL, 2014).

A mesma instrução CVM 551/14 altera também a quantidade máxima de investidores qualificados que podem ser procurados para 75, e amplia também a quantidade máxima de investidores qualificados que podem adquirir os títulos para 50 (BRASIL, 2014).

Instrução CVM 554 de 17 de dezembro de 2014 altera os alvos da oferta de “investidores qualificados” para “investidores profissionais”. É considerado investidor profissional aquele que atua rotineiramente no mercado financeiro ou cujo patrimônio justifique a contratação de prestadores de serviços especializados. Já o novo conceito de investidor qualificado abrange os próprios investidores profissionais, além de pessoas que possuem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000 (BRASIL, 2014).

As demais características que não foram citadas em nenhuma instrução posterior da CVM mantêm o sentido original.

A instrução CVM 476/09 e suas alterações refletem o esforço da CVM em aprimorar o ambiente regulatório para que empresas de menor porte possam acessar o mercado de dívida corporativa. Com isso, as companhias ganham opções de financiamentos que antes não poderiam ter.

5. O mercado de debêntures de 1994 a 2015: volume e número de emissões

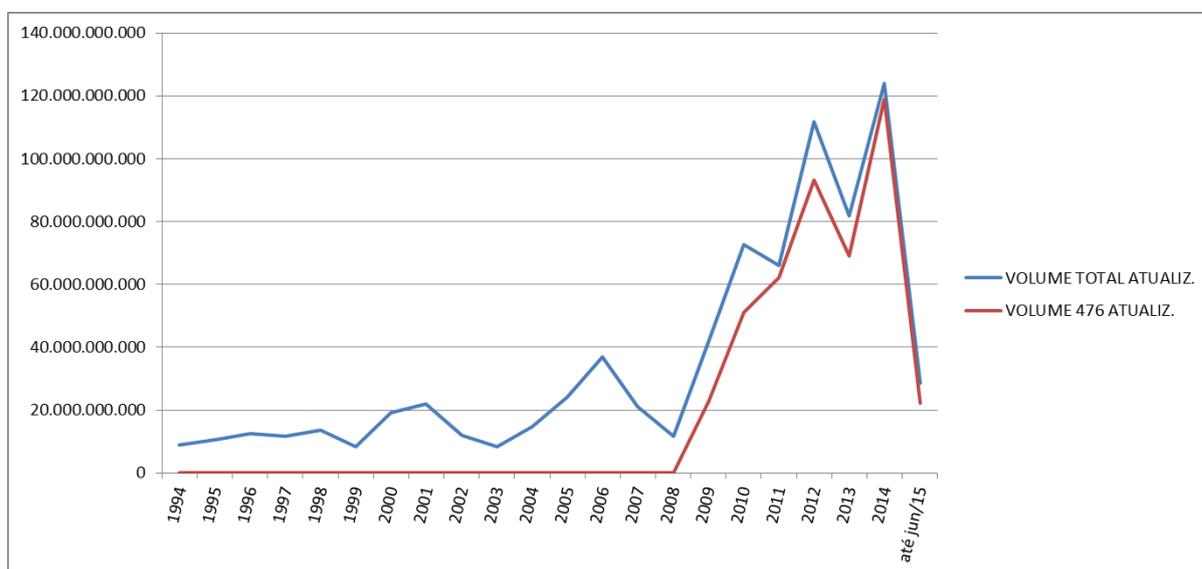
A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) é uma entidade que representa as instituições que atuam no mercado financeiro brasileiro. Com objetivo de promover o mercado nacional, compila dados a respeito de diversos tipos de operações (ANBIMA, 2014).

Neste trabalho foram reunidos todos os dados de emissões de debêntures entre o período de janeiro de 1994 a junho de 2015 (ANBIMA, 2015).

Alguns filtros foram estabelecidos para que a amostra ficasse mais aderente ao que se pretende mostrar. Foram mantidas na amostra todas as debêntures emitidas por companhias não financeiras (ex – *leasing*). Foram retiradas da amostra todas as debêntures que foram canceladas durante o processo de emissão. O total de debêntures analisadas foi de 1752.

Todos os valores descritos foram trazidos a valor presente, corrigidos pelo IPCA, até a data da última emissão verificada na amostra, em 30 de junho de 2015. Todos os montantes financeiros encontram-se, então, em unidades monetárias de 30 de junho de 2015.

Gráfico 10 – Volume de Emissões de Debêntures, 1994 a jun/2015 (em R\$)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

O Gráfico 10 apresenta a evolução, ano a ano, do volume total de emissões de debêntures, representada pela curva azul. A curva vermelha representa a trajetória do volume das emissões regidas pela ICVM 476/09, existentes apenas a partir de 2009.

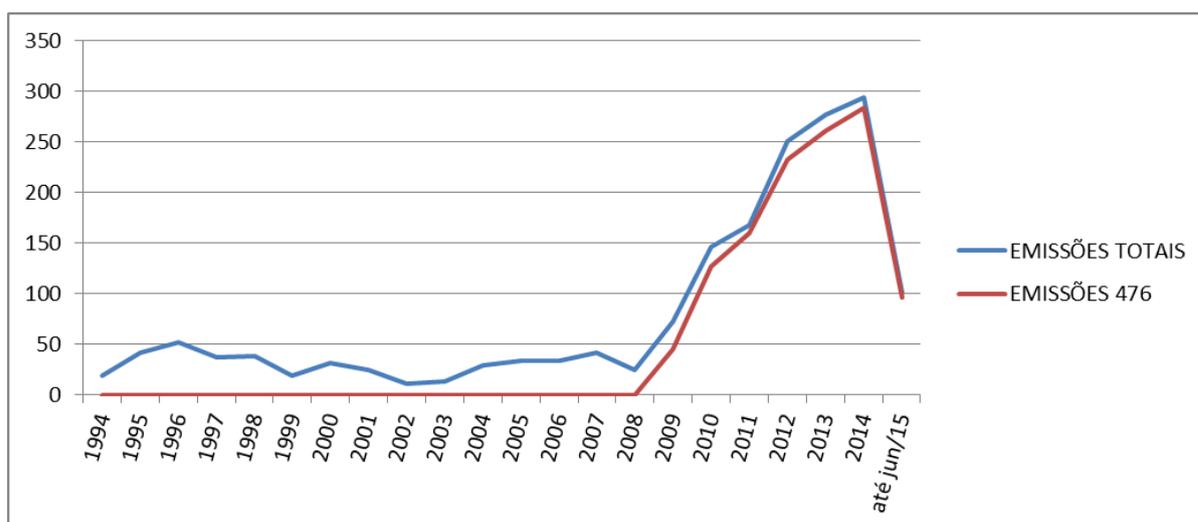
Quando da instauração do Plano Real na economia brasileira, o montante total de debêntures apresentou patamares modestos. Em 1999, por exemplo, o volume total emitido foi menor do que no ano de 1994, início da série.

Em 2003, décimo ano de vigoração do Plano Real, o volume total de debêntures emitidas foi similar ao volume do ano de 1994. A partir de 2004 esse número passou a apresentar crescimento. No período de 2004 a 2006, o volume emitido aumentou em 150%. Porém, com a crise econômica de 2008, o volume emitido regressou a patamar pouco superior ao verificado em 1994.

A partir de 2009, é notório o crescimento do volume de emissões de debêntures. No próprio ano de 2009, ano em que a ICVM 476 passou a vigorar, o volume total emitido já bateu o recorde histórico, chegando ao patamar de R\$ 41 milhões, 14% superior ao ano com maior volume emitido até então. O crescimento do mercado de debêntures foi vertiginoso, alcançando máxima histórica no ano de 2014, onde R\$ 124 milhões foram emitidos. De 2009 para 2014, o crescimento alcança a taxa de 195%.

De 1994 a 2008, o volume médio das emissões foi de R\$ 279 milhões. De 2009 a junho de 2015, o volume médio das emissões que não seguem a ICVM 476 foi de aproximadamente R\$ 488 milhões. O volume médio das emissões que seguem a ICVM 476, no mesmo período, foi de aproximadamente R\$ 301 milhões.

Gráfico 11 – Quantidade de Emissões de Debêntures, 1994 a jun/2015



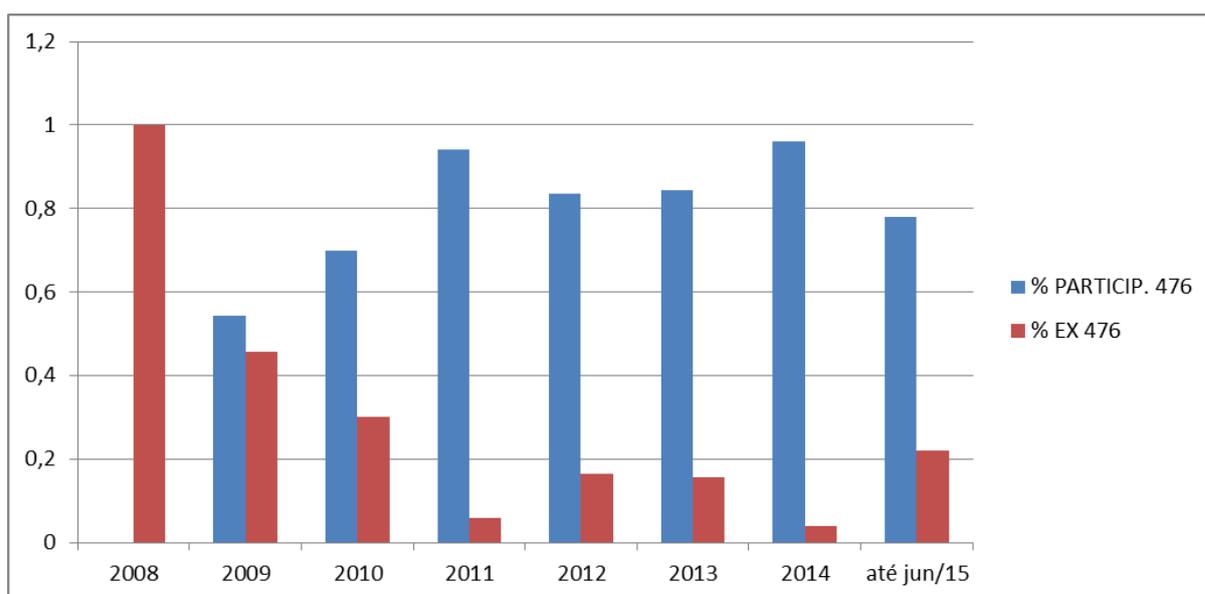
Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

O Gráfico 11 é semelhante ao Gráfico 10, mas não traz o volume em termos monetários, apenas em quantidade de emissões de debêntures registradas ano a ano.

Sua trajetória apresenta bastante semelhança com o volume total de emissões, mas ambos guardam diferenças. Cabe observar que antes de 2009 o ano que havia apresentado o maior número de emissões de debêntures havia sido 1996, com 52. No ano de 2002 apenas 11 emissões de debêntures foram realizadas, menor índice da história. A oscilação entre os anos de 1994 e 2008 é visível, sem nenhum *outlier* na amostra, tanto para cima quanto para baixo. Os números de emissões oscilaram, em geral, durante todo o período, entre 20 e 40 emissões. No ano de 2008, 14 anos após o início da série histórica, foram registradas apenas 6 emissões a mais do que 1994.

A partir de 2009, com a promulgação da ICVM 476, o número de emissões decolou. No próprio ano de 2009 atingiu o patamar de 72, ficando 38% acima do até então ano recorde de 1996. Em 2010 esse número mais do que dobrou, para 146. O recorde histórico foi novamente em 2014, com 293 emissões registradas. Para fins de comparação, a soma das emissões nos anos de 2012 a 2014 é similar ao número de emissões de todo o restante da série histórica, de 1994 a 2011, mostrando claramente a evolução desse mercado nos períodos mais recentes.

Gráfico 12 – Percentual de debêntures emitidas pela ICVM 476/09 frente ao total de mercado, 1994 a jun/2015

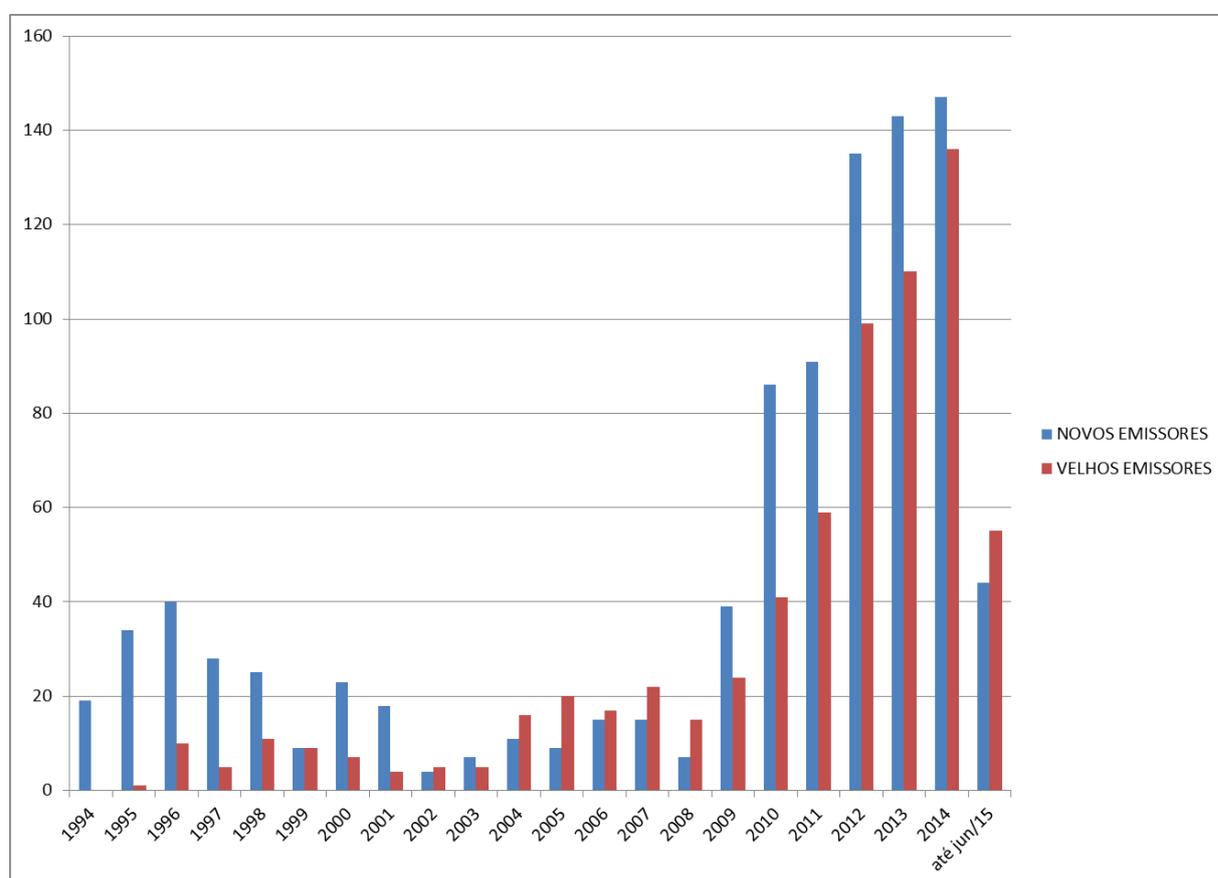


Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

No Gráfico 12 consolida-se o que já havia sido percebido nas comparações anteriores. Desde 2009, quando foi instituída pela Comissão de Valores Mobiliários a ICVM 476/09, esta passou a abocanhar a maior parcela do mercado. Em 2009, 54% do volume de emissões foram por ela guiados. Em 2014, 96% do volume total emitido seguia a instrução. Nesse mesmo ano, apenas 10 emissões de debêntures vieram a mercado sem serem regidas pela ICVM 476/09.

Tal fato revela que a maior parte das companhias passou a optar pelo regime simplificado de emissão, através da ICVM 476/09.

Gráfico 13 – Quantidade de Novos Emissores e Velhos Emissores por ano, 1994 a jun/2015



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

O Gráfico 13 traz as informações de número de emissores de debêntures ano a ano. “Novos Emissores” são aqueles que nunca emitiram nenhuma debênture nos anos anteriores. Caso esse “Novo Emissor” venha a fazer uma emissão em um ano posterior, ele será tratado como um “Velho Emissor” no ano dessa segunda emissão.

Como esperado, no primeiro ano da série, 1994, todos os emissores são considerados “Novos Emissores”. Em 1995 há a aparição do primeiro “Velho Emissor”, uma companhia que já havia emitido debênture em 1994 e voltou a mercado com uma nova emissão em 1995. Nos primeiros anos da série histórica, há, por motivos evidentes, uma grande quantidade de novos emissores. Com o passar do tempo, esse número começa a diminuir, chegando a apenas 4 “Novos Emissores” no ano de 2002. Esse fato nos revela algo interessante: com o passar do tempo, o mercado de debêntures passou a ser frequentado pelas mesmas companhias. Ou seja, companhias que já haviam emitido no passado voltavam ao mercado para novas emissões, com pouca entrada de novas companhias.

O número de “Velhos Emissores” foi maior que o de “Novos Emissores” em todos os anos entre 2004 e 2008, mostrando a estagnação do mercado e a recorrência de companhias emissoras.

Com a ICVM 476/09, a partir de 2009 é possível perceber uma abertura maior do mercado. Nesse mesmo ano, o número de “Novos Emissores” superou em 24% o número de “Velhos Emissores”, fato que não ocorria desde 2003.

Todavia, não apenas o número de “Novos Emissores” foi ampliado. O número de “Velhos Emissores” também cresceu bastante, mostrando que a ICVM 476/09 serviu para abrir o mercado para companhias que nunca haviam emitido debêntures, mas também facilitou o caminho para companhias emitirem debêntures com mais recorrência, fomentando o mercado.

No ano de 2014 o mercado de debêntures alcançou a máxima histórica de 147 “Novos Emissores”. Esse número foi pouco superior ao também recorde de emissões de “Velhos Emissores”, que alcançou o patamar de 136. Tais dados revelam a maturação do mercado desde a promulgação da ICVM 476/09, com muitas novas empresas emitindo debêntures e voltando ao mercado para novas emissões, em seguida.

6. Conclusão

O crédito sempre foi um elemento propulsor para o crescimento de diversos tipos de entidade: corporações, comunidades, cidades, países, e mesmo pessoas físicas. Através de títulos de crédito, recursos são transferidos para agentes que, com a quantia tomada, financiarão novos projetos, farão investimentos produtivos e melhorias, entre outras possibilidades.

O crédito corporativo no Brasil pode se originar do BNDES, dos bancos comerciais ou de títulos de dívida chamados de debêntures. O mercado de debêntures apresenta números que comprovam sua evolução nos últimos anos, com volumes emitidos maiores e número de emissões também maiores. O BNDES fornece montantes elevados de crédito a taxas de juros baixas, e com prazos longos. Já os bancos comerciais, em geral, cobram taxas mais altas, e tem preferência pela pulverização de seus créditos, emprestando volumes menores e com prazos menores. Uma emissão de debêntures apresenta volume, em geral, elevado, com prazos maiores, a taxas mais altas que o BNDES, por exemplo.

Verificamos que, por mais que ambos sejam tipos de crédito corporativo, debêntures e crédito de bancos comerciais apresentam diferenças relevantes, atingindo públicos diferentes, com intenções diferentes. Dessa maneira, o crédito bancário não se configura como um concorrente direto ao mercado de debêntures, uma vez que apresenta um maior caráter de curto prazo, com vistas a financiamento de capital de giro e outras demandas corporativas de curto prazo.

Quando companhias precisam captar com prazos mais longos, para financiamento de projetos, rolagem de dívidas, investimentos e outras possibilidades, a saída encontrada fica entre uma emissão de debêntures e aquisição de crédito frente ao BNDES. É certo que a elevação de crédito do BNDES liberado pelo governo serve como inibidor do mercado de debêntures, uma vez que companhias que poderiam eventualmente emitir uma debênture acabam adquirindo um crédito mais barato junto ao BNDES. Todavia, o BNDES apresenta exigências e requisitos nos quais muitas empresas não se enquadram no momento de adquirir o crédito, restando a essas companhias nesse momento o mercado de debêntures. Além disso, por mais que nos últimos 10 anos o BNDES tenha liberado crédito abundantemente, o próprio Governo Federal admite que, em meio à crise econômica enfrentada, os montantes liberados

sofrerão contração. Dessa maneira, é notório que o mercado de debêntures apresentar-se-á como saída para diversas companhias que necessitarão de financiamento nos próximos anos.

Apesar dos problemas de iliquidez e precificação difusa do mercado de debêntures, os dados de emissões nos mostram que os volumes e quantidades emitidas tem crescido. Nesse ponto, é inegável a influência da ICVM 476/09, uma vez que observamos que o ano de 2009 foi um marco para o mercado de debêntures sob todas as óticas de análise.

Ao analisarmos pelo volume financeiro das emissões e pela quantidade de emissões de debêntures, percebemos que a partir de 2009, com o advento da ICVM 476/09 o mercado de debêntures saiu da estagnação em que se encontrava até então, desde o início da série histórica – 1994 – e passou a atingir um patamar bem mais elevado. De 2011 a 2014, mais de 80% de todas as emissões deram-se por meio da ICVM 476/09. O que entendemos desse número é que a ICVM 476/09, ao promover redução de custos e acesso facilitado e menos burocrático ao mercado de debêntures, abriu espaço para que empresas que nunca antes haviam sequer cogitado a entrada no mercado de debêntures realizassem emissões. Outro aspecto relevante é que muitas companhias que já acessavam recorrentemente o mercado passaram a emitir debêntures pela nova instrução.

A quantidade de companhias emissoras, no comparativo ano a ano, mostra a influência determinante da instrução 476/09. Se antes de 2009 o máximo de companhias emitindo debêntures em um ano foi de 50, a partir desse ano a média de empresas emissoras por ano passou a ser de 185.

É inegável que o mercado de debêntures ainda precisa vencer vários desafios, mas os avanços verificados, sobretudo com a instauração da ICVM 476/09 são irrefutáveis. A nova instrução fomentou um maior número de emissões, um maior número de companhias acessando o mercado de debêntures e também uma maior recorrência de acesso de companhias que já emitiram antes.

Com as perspectivas de que o BNDES reduza a cessão de crédito, o mercado de debêntures já tem mostrado que possui capacidade para absorver a oferta gerada pelas emissões das companhias. Cabe à CVM buscar novas formas de promover ainda mais o mercado, e cabe às companhias passar a olhar mais para esse mercado, fugindo do lugar comum do crédito corporativo brasileiro, o BNDES. Os desafios persistem, mas as perspectivas são boas.

7. Referências Bibliográficas

- ALMEIDA, J. G. de. Resenha Eletrônica. Opinião – O financiamento de longo prazo. Disponível em: <<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=953791>>. Último acesso: 10/12/15.
- ANBIMA. **Características de debêntures, histórico completo 1981-2015**, 2015. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>> Acesso em: 03 de jan. 2016
- ANBIMA. 2016. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/a-anbima/o-que-e-anbima/Pages/default.aspx>> Acesso em: 28 dez. 2015.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Libertar o crédito**. [S.l.]: Campus, 2005.
- BANCO MUNDIAL. **Financial: structure data base - v4**. 2013
- BAO, J, et al. The illiquidity of corporate bonds. **The Journal of Finance**, 66(3): 911–946, 2011.
- BATISTA, J. C.. O BNDES e o desenvolvimento brasileiro, 1952-2002. In: SEMINÁRIO ESPECIAL 50 ANOS DE DESENVOLVIMENTO. O papel do BNDES e do Banco do Nordeste – 1952/2002., 2002, Rio de Janeiro. (Estudos e Pesquisas, n. 39).
- BERGER, P. L.. **Mercado de Renda Fixa no Brasil: Ênfase em Títulos Públicos**. Rio de Janeiro: Nova Razão Cultural, 2012.
- BM&FBOVESPA. Mercados derivativos. In: BM&FBOVESPA. Instituto Educacional BM&FBOVESPA: a nova bolsa. São Paulo: Bm&fbovespa, 2012. Cap. 4. 16p. Disponível em:<http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_04_V2.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2015
- BRASIL. Instrução Normativa 409 da Comissão de Valores Mobiliários, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 24 ago. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 14 dez. 2015.
- _____. Instrução Normativa 476 da Comissão de Valores Mobiliários, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. **Diário**

Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 19 jan. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 14 dez. 2015.

_____. Instrução Normativa 488 da Comissão de Valores Mobiliários, de 16 de dezembro de 2010. Altera e acrescenta artigos às instruções 400/03, 476/09, 480/09. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 dez. 2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 14 dez. 2015.

_____. Instrução Normativa 500 da Comissão de Valores Mobiliários, de 15 de julho de 2011. Altera o artigo 1º da Instrução 476/09. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 18 jul. 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 14 dez. 2015.

_____. Instrução Normativa 551 da Comissão de Valores Mobiliários, de 25 de setembro de 2014. Altera e acrescenta dispositivos às Instruções 332/00, 400/03 e 476/09. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 26 set. 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 14 dez. 2015.

_____. Instrução Normativa 554 da Comissão de Valores Mobiliários, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera dispositivos nas instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 19 dez. 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 14 dez. 2015.

CARVALHOSA, M.. **Comentário à lei das sociedades anônimas**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html>. Acesso em: 28 dez. 2015.

CRÉDITO. In: MICHAELIS: **Moderno Dicionário da Língua Portuguesa**. São Paulo, 2012. Disponível em: <http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/index.php?lingua=portugues-portugues&palavra=cr%E9dito>. Acesso em: 08/11/2015

DE MAGALHÃES, R. B.. **Lei das S.A.:** comentários por artigo. 2. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos Editora, 1997. v. 1.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro:** Produtos e serviços. 19. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2013.

HERMANN, J. O papel dos bancos públicos. Texto para Discussão, CEPAL/PEA n. 15, 2010. Disponível em: http://www.cepal.org/publicaciones/xml/8/42498/CEPAL_15_MIOLO.pdf . Último acesso: 28/11/2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Tabelas do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)**. 2015. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br/snipc/tabelaIPCA.asp?o=3&i=P>> Acesso em: 02 dez. de 2015.

LAZZARINI, S. G. *et al.* **What do development banks do? Evidence from Brazil**, 2002-2009, 2012.

MARTINS, F.. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil (1995-434). *Revista de Economia Política* 31 (3), 2011-2008): uma agenda de pesquisa. III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, UFRGS. 2010.

MONTEIRO FILHO, R. de B.. **A importância do crédito como fator de desenvolvimento econômico e social**. Comandatuba-BA, 07 set. 2006. Disponível em: http://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/8270/A_Import%C3%A2ncia_do_Cr%C3%A9dito_como_Fator.pdf. Acesso em: 17 nov. 2015.

NEDER, V.. Infraestrutura precisa de 5,5% do PIB, diz consultoria. **O ESTADO DE SÃO PAULO**. São Paulo, 27 maio 2014. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,infraestrutura-precisa-de-5-5-do-pib-diz-consultoria,186140e>>. Acesso: 30/11/2015.

OLIVEIRA, C. M.. **Manual de direito empresarial**. São Paulo: IOB Thomson, 2005.

PAMPLONA, L. M. P.. **BNDES e o desenvolvimentismo do século 21**: estado, democracia e sustentabilidade. 2011. 148 f. Tese (Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2011

PAPINI, R.. **Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

PEIXOTO, C. F. da C.. **Sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 1973. v. 3

REQUIÃO, R.. **Curso de direito comercial**. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v. 2

REQUIÃO, R.. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2.

ROSA JUNIOR, L. E. F. da. **Direito cambiário**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1984. v. I: Letra de câmbio e nota promissória.

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

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. Brasília: CNI, 2014.

VILLAÇA, M. J. **O conceito de liquidez**. Revista de Administração de Empresas, v. 9, n. 1, p. 0-53, 1969