

Parte 3

Capítulo 3

Organização do mercado financeiro no Brasil

Helena Mulim Venceslau
Guilherme Binato Villela Pedras

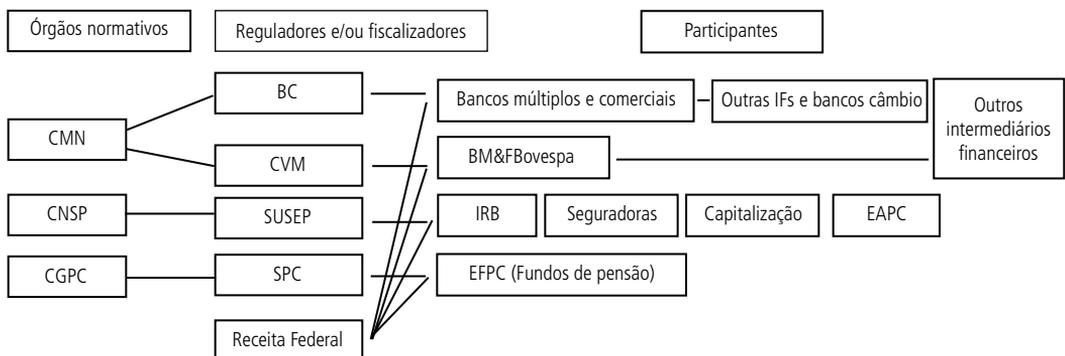
1 Introdução

Este capítulo irá abordar a participação das diversas instituições privadas e públicas integrantes do sistema financeiro brasileiro no mercado de títulos públicos. O eficiente gerenciamento da dívida pública brasileira está condicionado ao bom funcionamento do sistema financeiro nacional. Os normativos que regulam as instituições participantes do sistema definem os possíveis caminhos dos recursos financeiros e a maneira como eles devem ser aplicados.

Os órgãos normativos relacionados às instituições participantes do sistema são, entre outros, o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC). Eles estabelecem as diretrizes gerais para a atuação dos órgãos reguladores. Os órgãos normativos têm a função de normatizar as atividades dos entes a eles subordinados, sendo as normas geralmente elaboradas no âmbito dos órgãos reguladores e sujeitas à aprovação dos órgãos normativos. Por exemplo, regulamentos pertinentes ao funcionamento das instituições financeiras são propostos pelo Banco Central do Brasil (BC) ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no âmbito do CMN, para serem aprovados e então implementados.

O CMN atua sobre as instituições financeiras e outras que estejam sob a regulação e a fiscalização do Banco Central e da CVM. O CNSP atua sobre as entidades abertas de previdência privada, companhias seguradoras e resseguradoras, e o CGPC dá as diretrizes para a regulação e a fiscalização das entidades fechadas de previdência complementar.

Figura 1. Estrutura normativa, regulatória e de fiscalização do sistema financeiro nacional



Fonte: Banco Central
Elaboração: autores

IF: instituições financeiras

BM&FBovespa: Bolsa de Futuros e Valores

IRB: Instituto de Resseguros do Brasil

EAPC: Entidades abertas de previdência complementar

EFPC: Entidades fechadas de previdência complementar

Os títulos públicos federais ofertados em leilões são vendidos primariamente por meio de sistema administrado pelo Banco Central. O mercado secundário acontece, para a maioria dos títulos em mercado, em mercado de balcão, e todas as instituições participantes do mercado financeiro estão sujeitas às regras estabelecidas pelas instituições normativas. Os participantes do mercado primário e do mercado secundário são parceiros importantes do Tesouro Nacional para a boa distribuição dos títulos e a eficiente formação de preços dos ativos. Para que a administração da dívida enfrente um ambiente propício para a obtenção de seus objetivos, são importantes o contato e o relacionamento periódico com diversos segmentos do mercado financeiro, tais como associações de classe, câmaras de custódia e bolsas de valores.

A intenção deste capítulo é discorrer sobre os principais participantes do mercado financeiro doméstico e sua importância no desenvolvimento do mercado de títulos públicos. Primeiramente, trataremos dos órgãos reguladores dos participantes do sistema financeiro. Em seguida, apresentaremos os participantes do mercado de títulos públicos que desempenham a função de intermediários e também os investidores, que são os detentores ou clientes finais dos títulos. Na quarta seção trataremos da relevância e da atuação das entidades de classe. No âmbito do funcionamento do mercado, abordaremos o papel das centrais de custódia e das câmaras de liquidação, assim como dos sistemas e do ambiente de negociação de títulos, e citaremos a relevância de ativos negociados nas bolsas para a formação de preços dos títulos públicos. Por fim, em uma seção especial sobre a dívida externa, abordaremos algumas características do mercado internacional, bem como os principais agentes envolvidos no processo de negociação dos títulos soberanos.

2 Órgãos reguladores

A função dos órgãos reguladores é regulamentar normas expedidas pelos órgãos normativos, assim como propor a adoção de regras para o melhor funcionamento de todas as entidades participantes do mercado financeiro. Em razão de o Tesouro Nacional vender os títulos da dívida pública doméstica no mercado em que os participantes são regulados por diferentes órgãos, é importante que haja boa comunicação entre estes e o Tesouro Nacional, no sentido de se estabelecerem normas que busquem o desenvolvimento e a segurança do mercado e, em paralelo, que estejam de acordo com as necessidades de financiamento da dívida pública doméstica.

As entidades reguladoras dos entes que compõem o sistema financeiro nacional são o Banco Central (BC) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para os intermediários financeiros; a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para as entidades fechadas de previdência privada ou fundos de pensão; a Superintendência de Seguros Privados (Susep) para os órgãos responsáveis por seguros, as entidades de previdência aberta e as sociedades de capitalização; a Secretaria de Políticas de Previdência Social (SPS) para ações relacionadas ao Regime Geral de Previdência Social e ao Regime Próprio de Previdência destinado aos servidores civis da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios; e, por fim, o Instituto de Resseguros do Brasil (IRB), responsável pelas normas dos resseguros. A Receita Federal, apesar de não ser um órgão regulador

do sistema financeiro, expede normas tributárias que influenciam as decisões dos agentes econômicos no mercado financeiro.

Tais órgãos estabelecem normas relativas a diversas ações dos entes financeiros. Em particular, ao definirem o arcabouço de investimentos possível para os diferentes tipos de ativos disponíveis no mercado financeiro brasileiro, são capazes de influenciar quais serão os ativos mais demandados por cada segmento gestor de recursos de terceiros.

O Banco Central, ao regular os bancos e estabelecer normas para o sistema financeiro,¹ influencia diretamente o tipo e a quantidade de cada ativo financeiro nos quais as instituições podem investir seus recursos. Os fundos de investimento, nos quais está depositada a maior parte dos recursos de poupança doméstica, são regulados pela CVM, que define as diferentes modalidades de fundos e os limites para os diversos ativos em que cada tipo de fundo pode aplicar seus recursos, dentre outras regras. A SPC, a SPS e a Susep têm a função de definir limites de investimento dos fundos de pensão em geral, dos fundos de pensão dos servidores dos estados e dos municípios e das instituições seguradoras e de previdência privada aberta, respectivamente.

O mercado financeiro doméstico oferece ativos líquidos tanto no mercado de renda variável quanto no de renda fixa. Na modalidade renda fixa, existem títulos privados e públicos. Como os títulos públicos federais são definidos, pelo Banco Central, como ativos livres de risco de crédito, as restrições para aplicação neles são menores do que para os ativos privados.

O BC edita normas a respeito dos limites de risco aos quais as instituições podem ficar expostas.² Nesse contexto, estão inseridos os limites relativos ao risco de mercado e ao risco de volatilidade das taxas de juros (VaR), que causam impacto direto sobre a posição que os bancos e outros participantes podem apresentar quanto à aplicação em ativos prefixados. Quanto a esse ponto, os gestores da Dívida Pública Federal necessitam receber especial atenção, pois, embora tais limites devam ser compatíveis com as regras de risco, não podem ser restritivos a ponto de impedir a venda, pelo Tesouro Nacional, de títulos em linha com suas diretrizes de médio e longo prazos.

A Receita Federal edita normas tributárias que afetam as aplicações no mercado financeiro. Algumas ações conjuntas entre Tesouro Nacional e Receita Federal promoveram mudanças em regras tributárias que provocaram nova cultura no mercado de títulos públicos. O estabelecimento da alíquota decrescente do imposto de renda sobre o ganho com títulos de renda fixa, inversamente ao prazo da aplicação,³ por exemplo, gerou o benefício para o Tesouro do alongamento do prazo dos títulos emitidos. Outra importante alteração na legislação tributária para títulos públicos foi o estabelecimento da isenção, para os investidores não residentes, do pagamento de imposto de renda sobre os ganhos em títulos públicos federais. Tais investidores apresentam perfil de aplicação de prazo mais longo e sofriam de dupla taxação em seus investimentos (no Brasil e no seu país de origem). Com a adoção da isenção, os títulos brasileiros ficaram mais atrativos, o que gerou alongamento da dívida, juntamente com redução do custo.

¹ Os atos de regulamentação estão associados a vários fatores, como adequação de normas de controle de riscos das entidades, no âmbito do Acordo da Basileia, e determinação de limites de VaR relativos ao comportamento das taxas de juros domésticos.

² Por exemplo, a Resolução nº 3.464, de 26 de junho de 2007, que dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco de mercado.

³ Para investimentos com prazo de até 180 dias, aplica-se a alíquota de 22,5%; de 181 a 360 dias, 20%; entre 361 e 720 de aplicação, a alíquota é de 17,5%; e, acima desse prazo, aplica-se 15%.

A tabela a seguir apresenta os principais normativos existentes que interferem diretamente no mercado de títulos públicos e na forma como os ativos são aplicados:

Tabela 1. Principais normativos do sistema financeiro nacional relacionados aos títulos públicos

Tipo		Normativo	Assunto	Impactos
Demanda por títulos	CVM	IN nº 409, de 18 de agosto de 2004, com alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 411/04, 413/04, 450/07, 457/07, 465/08	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.	Define o percentual mínimo de aplicação de recursos nos ativos para cada classe de fundo, não havendo, para aplicações em títulos públicos federais, limite de concentração.
	CMN	Resolução nº 3.456, de 1º de junho de 2007.	Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar.	Define os percentuais máximos de aplicação de recursos garantidores dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, as quais podem investir até 100% em títulos emitidos pelo Tesouro Nacional.
Melhoria do perfil da dívida (alugamento do prazo médio)		Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004.	Altera a tributação no mercado financeiro e de capitais [...]; e dá outras providências.	Estabelece a alíquota de-crescente de imposto de renda para aplicações de prazos mais longos. Os prazos de aplicação e suas respectivas alíquotas são: <ul style="list-style-type: none"> ◆ até 180 dias: 27,5% ◆ entre 181 e 360 dias: 20% ◆ entre 361 e 720 dias: 17,5% ◆ acima de 720 dias: 15%
	SRF	IN nº 487, de 30 de dezembro de 2004, e alterações dadas pelas IN nº 489/2005 e IN nº 822/2008.	Dispõe sobre o imposto de renda incidente sobre os rendimentos e os ganhos auferidos em operações de renda fixa e de venda variável e em fundos de investimentos.	Tal norma regulamenta a lei acima e define fundo de investimento de longo prazo, para fins tributários, como aquele com prazo médio da carteira superior a 365 dias, sendo o de curto prazo aquele com prazo inferior.
		Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006.	Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) nos casos que especifica; altera a Lei nº 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências.	Lei que isenta os investidores não residentes do recolhimento de imposto de renda relativo a ganhos auferidos com aplicação de recursos em títulos públicos federais.
Mercado secundário		Lei nº 10.892, de 13 de julho de 2004.	Altera os arts. 8º e 16 da Lei nº 9.311, de 24 de outubro de 1996, que institui a Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), e dá outras providências.	Esta lei criou a Conta Investimento, que permite a migração de investimentos entre diferentes aplicações financeiras sem a incidência da CPMF.*
	CGPC	Resolução nº 21, de dezembro de 2006.	Dispõe sobre operações de compra ou venda de títulos e valores mobiliários do segmento de renda fixa dos planos de benefícios operados pelas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.	Determina que as instituições de previdência fechada apresentam justificativa para os preços de compra e venda dos títulos públicos, desde que não negociados em sistema eletrônico de negociação.

* A CPMF, contribuição sobre movimentações financeiras em conta corrente, era arrecadada com base em leis e emendas constitucionais que garantiam sua prorrogação periodicamente desde sua criação em 1996, com vigência a partir de 1997. A última tentativa de prorrogação da cobrança de tal contribuição provisória foi no dia 13/12/2007, quando o Senado Federal negou a solicitação do Executivo, extinguindo, assim, esse tributo a partir de 2008.

Fonte: normativos citados

Elaboração: autores.

3 Intermediários e investidores

Os títulos públicos federais são vendidos pelo Tesouro Nacional no mercado primário para as instituições detentoras de reserva bancária, bem como para aquelas autorizadas pelo Selic⁴ a participar dos leilões por meio de subcontas de reserva bancária das instituições financeiras. Tais bancos atuam na maioria das vezes como intermediários para os clientes finais. No mercado secundário, as principais instituições que distribuem os títulos públicos são responsáveis por disponibilizar os preços e as cotações e intermediar as operações.

3.1 Intermediários

Os principais intermediários de títulos públicos entre o Tesouro Nacional e os clientes finais são os bancos e as corretoras/distribuidoras de valores mobiliários,⁵ que participam tanto do mercado primário quanto do mercado secundário. As instituições *dealers*⁶ são formadas na classe dos intermediários e classificadas em dois grupos distintos, em que um leva em consideração a participação da instituição nas aquisições primárias e o outro as classifica quanto às atuações no mercado secundário.

Os critérios de definição e escolha de instituições *dealers* estão regulados por meio dos Atos Normativos do Tesouro Nacional e do Banco Central, nos quais estão estabelecidos seus deveres e direitos. Os *dealers* primários são direcionados para as emissões primárias de títulos públicos federais,⁷ enquanto os *dealers* especialistas são os responsáveis por girar determinados títulos no mercado secundário, promovendo a liquidez e divulgando preços para tais ativos. O Tesouro Nacional consulta regularmente essas instituições para a definição dos lotes de títulos a serem ofertados em leilão. A partir dessa amostra, é possível capturar uma *proxy* da demanda por títulos públicos a cada semana. Os dois grupos de *dealers* repassam, no mínimo, duas vezes ao dia informações sobre as taxas dos títulos no mercado secundário, que são bastante importantes para o monitoramento do mercado, assim como para a definição do preço dos títulos oferecidos no Programa Tesouro Direto.⁸

Atualmente, existem 156 bancos, dos quais 136 são bancos múltiplos e 20 estão distribuídos entre bancos comerciais nacionais e filiais de bancos estrangeiros; 107 corretoras de títulos e valores mobiliários e 133 distribuidoras de valores mobiliários.⁹

Os intermediários desempenham papel fundamental para a boa distribuição e apreçamento dos ativos no mercado financeiro. Eles são capazes de identificar as necessidades dos investidores, tais como: tipo de instrumento, rentabilidade, prazo desejado, e supri-las por meio do mercado secundário. Os intermediários também repassam ao Tesouro percepção acerca da aceitabilidade de determinado título, assim como a existência de demanda por algum tipo de título ou prazo que ainda não esteja sendo atendido pelo Tesouro Nacional. Tais informações são bastante relevantes para o planejamento de emissões.

Nesse sentido, tanto os bancos quanto as corretoras/distribuidoras de valores são vistos também como parceiros do Tesouro Nacional para promover o bom funcionamento do mercado de títulos públicos federais.

⁴ Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, administrado pelo Banco Central.

⁵ Os bancos e as corretoras/distribuidoras também adquirem títulos para suprir suas necessidades de carteira própria e outros fins. Porém, nesta seção trataremos apenas de seus papéis como intermediários.

⁶ Tanto bancos quanto corretoras/distribuidoras podem ser *dealers*. Para maiores informações, ver o Ato Normativo que regula o tema em http://www.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/leg_divida.asp.

⁷ Para mais informações sobre leilões de títulos e seus participantes, ver Capítulo 4 da Parte 3.

⁸ Este assunto é tema do Capítulo 7 da Parte 3.

⁹ Fonte: *Relatório de estabilidade financeira*, novembro 2008, Banco Central do Brasil.

3.2 Investidores¹⁰

Os principais clientes finais de títulos públicos no mercado doméstico são os fundos de investimento, os bancos,¹¹ os fundos de pensão, as companhias seguradoras e os investidores não residentes.

Os fundos de investimento (FI) são regulados pela CVM e apresentam a seguinte classificação: curto prazo, referenciado, renda fixa, ações, cambial, dívida externa e multimercado. Os fundos podem ter a classificação “longo prazo” em sua denominação, desde que tenham interesse em atender às condições necessárias para obter os benefícios da tributação decrescente de imposto de renda.

As aplicações em títulos públicos representam cerca de 50% do montante total de recursos em FI, distribuídos entre os diversos tipos de fundos. Esta é a maior categoria de investidor em títulos do governo federal e, em geral, apresenta negociação no mercado secundário menor que a dos bancos.

Os bancos têm uma característica bastante diferente dos FIs,¹² na medida em que tendem a ser mais ágeis e sempre observam os movimentos do mercado em busca de possíveis arbitragens entre os diferentes ativos. Proporcionalmente à carteira de títulos que possuem, os de maior participação são os prefixados. Em razão de os bancos também participarem do mercado como intermediários no relacionamento com o Tesouro, apresentam-se como parceiros tanto para o Tesouro entender as demandas quanto no papel de auxílio na divulgação das estratégias de emissão.

Os fundos de pensão, ou EFPC, gerenciam os recursos da previdência complementar de funcionários de empresas (públicas e privadas) e funcionários públicos estaduais e municipais. A remuneração mínima dos recursos é determinada por normas estabelecidas no regulamento das entidades e pelas regras determinadas pelas SPCs e SPSs. Tais recursos caracterizam-se por serem de prazo longo e estão relacionados ao tempo que cada participante contribui e ao momento em que se aposenta, quando passa a ser recebedor da aplicação. Em razão das características desse tipo de passivo, essas entidades são demandantes dos títulos públicos de longo prazo, especialmente aqueles indexados a índices de inflação.

Existem no Brasil dois grupos distintos de fundos de pensão em termos de prazo médio de aplicação, aqueles em que uma parte dos contribuintes está na fase de realizar saques do fundo e aqueles em fase de formação. Os do segundo grupo são os principais investidores em títulos indexados ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), de longo prazo, principalmente a NTN-B¹³ com vencimento em 2045.

As companhias seguradoras também aplicam em títulos públicos. Elas compõem o grupo de pessoas jurídicas não financeiras que podem participar dos leilões do Tesouro Nacional por meio de conta de subcustódia no Selic, e assim, têm a possibilidade de gerenciar suas carteiras de aplicação sem intermediários.

Os investidores não residentes atualmente são os principais demandantes de títulos prefixados de longo prazo. Estes participam principalmente dos leilões de NTN-F¹⁴ e de alguns vencimentos de NTN-B. A presença desses investidores no Brasil auxilia no alongamento do prazo da dívida, por apresentarem perfil de aplicação de prazo mais longo e, assim, auxiliarem na mudança da cultura de aplicação de curto prazo.

¹⁰ Este tema é apresentado no Capítulo 5 da Parte 3.

¹¹ Os bancos apresentam-se como clientes finais quando adquirem títulos para carteira própria.

¹² À exceção dos Fundos Multimercado, que têm postura de investimento bastante agressiva.

¹³ Nota do Tesouro Nacional, série B, título indexado ao IPCA.

¹⁴ Nota do Tesouro Nacional, série F, título prefixado de prazo mais longo (3, 5 e 10 anos), com cupom semestral de juros.

4 Entidades de classe

As entidades de classe reúnem os principais participantes do mercado de títulos públicos e facilitam o debate entre Tesouro Nacional, intermediários e clientes. Nesse sentido, mostram-se como importantes parceiros para a divulgação de temas de dívida pública e auxílio na mudança de cultura dos investidores, bem como capturam as dificuldades que tais participantes encontram no mercado em questões relacionadas à negociação de títulos públicos. No mercado doméstico brasileiro, as principais associações são: Associação Brasileira de Instituições de Previdência e Assistência Estaduais e Municipais (Abipem); Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp); Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid); Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima); Federação Brasileira de Bancos (Febraban); Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (Fenaprevi); e Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização (Fenaseg).

A Abipem foi criada em 23 de outubro de 1980, como Abipe, e era integrada apenas pelos institutos estaduais de previdência. Posteriormente, com o ingresso de institutos municipais, transformou-se em Abipem, e tem por objetivo congregar as instituições que dela participam, promovendo aprimoramento de seu conhecimento técnico-administrativo, atividades de intercâmbio, realização de congressos nacionais e encontros regionais, discutindo e difundindo os princípios da doutrina previdenciária e assistencial.

A Abrapp foi fundada em 1978 para representar os fundos de pensão, ou EFPC, perante a sociedade. Tem como objetivos

[...] colaborar com o poder público em tudo o que disser respeito à previdência complementar, especialmente no tocante à sua regulamentação e ao estabelecimento e execução de políticas e diretrizes básicas pertinentes às suas atividades, [...] organizar, promover ou realizar estudos, análises, pesquisas, cursos, congressos, simpósios ou outros tipos de conclave sobre temas, problemas e aspectos da previdência complementar,¹⁵ dentre outros.

Nesse sentido, ela auxilia a comunicação com órgãos do governo, como o Tesouro Nacional e a SPC, e também divulga informações, dados e trabalhos sobre o setor. Em outubro de 2008, o sistema fechado de previdência era composto por 369 fundos de pensão.

O Tesouro Nacional, convidado pela Abrapp, participa de reuniões e seminários, nos quais é possível divulgar a política de emissão de títulos públicos federais e esclarecer os investidores sobre as características dos títulos ofertados em leilão com o objetivo de auxiliar na mudança da cultura do CDI por grandes investidores de recursos no mercado doméstico brasileiro. Tais reuniões são também uma boa oportunidade para debater sobre as particularidades do mercado em questão e sobre o papel dos fundos de pensão no âmbito da administração da Dívida Pública Federal.

A Anbid foi criada em 1967 com o objetivo de representar os bancos de investimento. Atualmente, possui mais de setenta associados dentre bancos de investimento e bancos múltiplos que atuam na gestão e na administração de fundos de investimento, empresas de *asset management* e de consultoria financeira. Em fevereiro de 2009, foram contabilizados 8.190 fundos de investimento, com patrimônio líquido total de R\$ 1.135,9 bilhões, todos pertencentes a instituições associadas à Anbid.

Em 1999, a Anbid lançou o primeiro Código de Auto-Regulação de Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, o que inaugurou sua função de entidade autorreguladora. Atualmente, tal entidade apresenta mais quatro códigos: Autorregulação de Fundos de Investimento, Autorregulação para os

¹⁵ Trecho extraído do Estatuto Social da Abrapp, disponível no site: <http://www.abrapp.org.br>.

Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, Autorregulação para o Programa de Certificação Continuada, e Autorregulação para a Atividade de *Private Banking* no Mercado Doméstico.

A associação tem como objetivos permanentes fortalecer o mercado de capitais, apoiar o fortalecimento da CVM como órgão regulador do mercado de capitais, incentivar a adoção de melhores práticas entre os associados e o respeito aos direitos dos investidores, contribuir para a ampliação do conhecimento dos investidores e dos agentes relevantes do mercado sobre os produtos de investimento disponíveis no mercado de capitais, dentre outros.¹⁶

A parceria entre Tesouro Nacional e Anbid dá-se no sentido de divulgar as ações do Tesouro no âmbito da administração da dívida pública e também dos títulos a serem emitidos, com prazo e perfil de indexação mais condizentes com as estratégias de alongamento do prazo médio da dívida e redução do risco e consequente mudança na cultura de aplicação dos investidores.

A Andima, criada em 1971, tem como missão “atuar para o fortalecimento do mercado financeiro, com ênfase na renda fixa, estabelecendo padrões éticos e operacionais para os participantes e assegurando a produção e a divulgação de informações técnicas que contribuam para seu crescimento”.¹⁷

É a mais abrangente de todas as instituições, nela se reunindo bancos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, fundos de investimento e fundos de pensão. Além disso, também se mostra como prestadora de serviços e oferece suporte técnico e operacional às instituições associadas, fomenta novos mercados e trabalha para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional. Como entidade autorreguladora, possui o Código de Ética (CE) e o Código Operacional do Mercado (COM), ambos adotados pela Cetip, pelo Sisbex e pela Abrapp.

A Andima desempenha papel importante no mercado de títulos públicos brasileiro ao divulgar diariamente preços para todos os títulos de emissão do Tesouro Nacional que estão em poder do mercado, por meio do Projeto de Consolidação, Disseminação e Monitoramento de Preços, que contribui para a melhoria da transparência do mercado. Isso torna a Andima uma instituição de referência para todo o mercado que precisa de preços para marcação a mercado de suas carteiras. A coleta de preços realizada pela instituição obedece a critérios estatísticos de expurgo dos preços de operações fora de mercado e apresenta critérios de classificação em relação aos provedores de preços que relacionam a qualidade da instituição relativamente à assiduidade dos dados e à dispersão em relação à amostra, dentre outros. A base para esse trabalho está em três pilares: coleta e divulgação de informações, construção de intervalo indicativo de preços e monitoramento efetivo dos preços praticados no segmento.

Na Andima, funcionam vários comitês e comissões que têm como finalidade debater assuntos correlatos ao funcionamento do mercado financeiro, com ênfase para o mercado de renda fixa, tanto de títulos públicos quanto de títulos privados. São comitês da Andima, atualmente: Acompanhamento Macroeconômico, Consultivo do Selic, de Gestão de Recursos, de Mercado, de Novos Produtos, Operacional e de Ética, Operacional e de Ética Misto – Andima/Abrapp, de Política Monetária, de Precificação de Ativos, Tributário e de Normas e de Valores Mobiliários. O Tesouro participa de grupos de trabalho associados a esses Comitês que discutem sobre o desenvolvimento do mercado secundário e também sobre o desenvolvimento do mercado de empréstimo de títulos públicos.

Institucionalmente associada ao Comitê de Precificação de Ativos está a Comissão de *Benchmarks*, da qual o Tesouro Nacional é participante. Tal comissão é um grupo de trabalho responsável pela divulgação,

¹⁶ Ver <http://www.anbid.com.br>.

¹⁷ Consultar <http://www.andima.com.br>.

pelo acompanhamento e pelos estudos que promovam o aprimoramento dos índices de renda fixa da Andima. Atualmente, os principais índices elaborados e divulgados diariamente são o Índice de Renda Fixa Mercado (IRFM) e o Índice de Mercado Andima (IMA).¹⁸ O IRFM é formado pelos títulos prefixados emitidos pelo Tesouro Nacional; já o IMA apresenta diferentes classificações, definidas a seguir.

O IMA-B é composto pelos títulos indexados ao IPCA; o IMA-C, pelos títulos públicos federais indexados ao IGPM; e o IMA-S, pelos títulos com rentabilidade atrelada à taxa Selic. Existe também o IMA-Geral, que é a composição de todos os IMAs, inclusive o IRFM, já citado. Os IMAs indexados a índice de preços (IMA-B e IMA-C) apresentam, adicionalmente, duas classificações intermediárias por prazo: no grupo chamado de IMA 5 estão os títulos com prazo de vencimento até cinco anos e no grupo IMA 5+ estão os títulos com prazos mais longos.

A criação de tais índices é mais um passo no caminho de dar referência de rentabilidade aos investidores, diferente do usual CDI,¹⁹ um dos objetivos é o de que esses índices referenciados em títulos públicos levem os aplicadores a buscarem ativos diferentes para referenciar suas aplicações.

A Febraban, como representante oficial dos bancos, auxilia na comunicação com esses agentes, assim como apresenta propostas, aos órgãos competentes, de desregulamentação do mercado e possíveis ações no sentido de modernizar regulamentos. Foi criada em 1967 e tem como objetivo “representar seus associados em todas as esferas – Poderes Executivo, Legislativo e Judiciário e entidades representativas da sociedade – para o aperfeiçoamento do sistema normativo, a continuada melhoria da produção e a redução dos níveis de risco”.²⁰ Possui 120 bancos associados, de um total de 156 em atuação no Brasil.

O Código de Ética Bancária e os Estatutos do Sistema Nacional de Ética Bancária, elaborados pela Febraban, entraram em vigor em janeiro de 1986. No Código de Ética (CE) estão os princípios fundamentais que devem nortear a atividade do sistema bancário, enquanto o Sistema Nacional é o organismo que aplica os princípios do CE, defende os mercados em que os bancos atuam e promove as práticas de mercado. Na referida Federação funcionam 25 comissões técnicas, que têm o objetivo de desenvolver estudos e trabalhos sobre os temas relacionados à atividade bancária, como, por exemplo, Comissão de Economia, de Serviços Bancários, de Tecnologia e Automação Bancária, de Gestão de Riscos e de Assuntos de Bancos Internacionais.

A Fenaprevi, criada em março de 2007, é a entidade sucessora da Associação Nacional de Previdência Privada (Anapp)²¹ e representa as Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC). Presta serviços para as associadas, fomenta novos mercados, desenvolve conhecimento técnico e trabalha pelo desenvolvimento da previdência complementar no Brasil. Alguns dos objetivos da Fenaprevi são o de:

[...] promover a permanente defesa dos interesses dos segmentos representados junto ao mercado, aos poderes públicos, às instituições da sociedade civil e demais entidades de classe; atuar na criação e aperfeiçoamento de leis, normas e regulamentos que aumentem a eficiência dos segmentos econômicos representados, mediante interação e cooperação com autoridades e instituições da sociedade civil [...].²²

¹⁸ Para a elaboração de tais índices, a Andima possui um convênio com o Tesouro Nacional em que este é responsável por enviar à referida associação, diariamente, o estoque de cada título, sob a forma de quantidade de títulos.

¹⁹ Os Certificados de Depósito Interbancário (CDIs) são os títulos de emissão das instituições financeiras que lastreiam as operações do mercado interbancário. Sua negociação é restrita ao mercado interbancário, e sua função é, portanto, transferir recursos de uma instituição financeira para outra. Em outras palavras, para que o sistema seja mais fluido, quem tem dinheiro sobrando empresta para quem não tem.

²⁰ Para mais informações, consulte <http://www.febraban.org.br>.

²¹ Instituição criada em 1975.

²² Para maiores informações, consultar <http://www.fenaprevi.org.br>.

O universo de empresas associadas à Fenaprevi possui carteira de R\$ 139,34 bilhões, e o Código de Ética adotado ainda é o da antiga Anapp, até que a nova instituição defina e aprove o seu próprio. A entidade possui 11 comissões técnico-regulatórias que têm o objetivo de acompanhar e coordenar assuntos e atividades relacionados às questões jurídicas, atuariais, financeiras, contábeis, tecnológicas e de produtos do setor de previdência privada e vida.

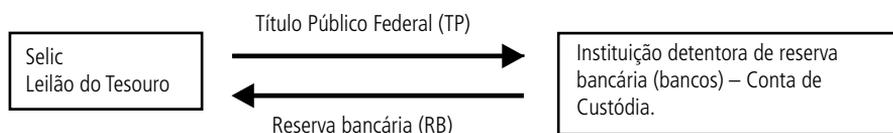
A Fenaseg foi fundada em 1951 e tem como objetivo promover o desenvolvimento do setor de seguros e capitalização. Atualmente existem 160 empresas associadas, das quais 143 são seguradoras que representam 99,2% da arrecadação do mercado de seguros.²³ A entidade tem como uma de suas várias missões “colaborar com o governo no estudo e na elaboração de normas que possam contribuir para o desenvolvimento e aprimoramento da atividade que representa, e para a solução de problemas que se relacionem com o setor”.²⁴ A Fenaseg tem em seu quadro seis comissões técnicas e três grupos de trabalho, dos quais um sobre ética e autorregulação.

Todas essas instituições exercem a função de parceria com os órgãos públicos, tanto com os órgãos reguladores quanto com o Tesouro Nacional, que, por sua vez, entende que o desenvolvimento e a modernização do mercado financeiro brasileiro permitirão a melhoria do perfil da Dívida Pública Federal doméstica.

5 Infraestrutura de liquidação das operações com títulos públicos federais

Operações no mercado primário

Figura 2. Ciclo de operação de venda de um título público no mercado primário



Fonte: Selic, Banco Central
Elaboração: autores.

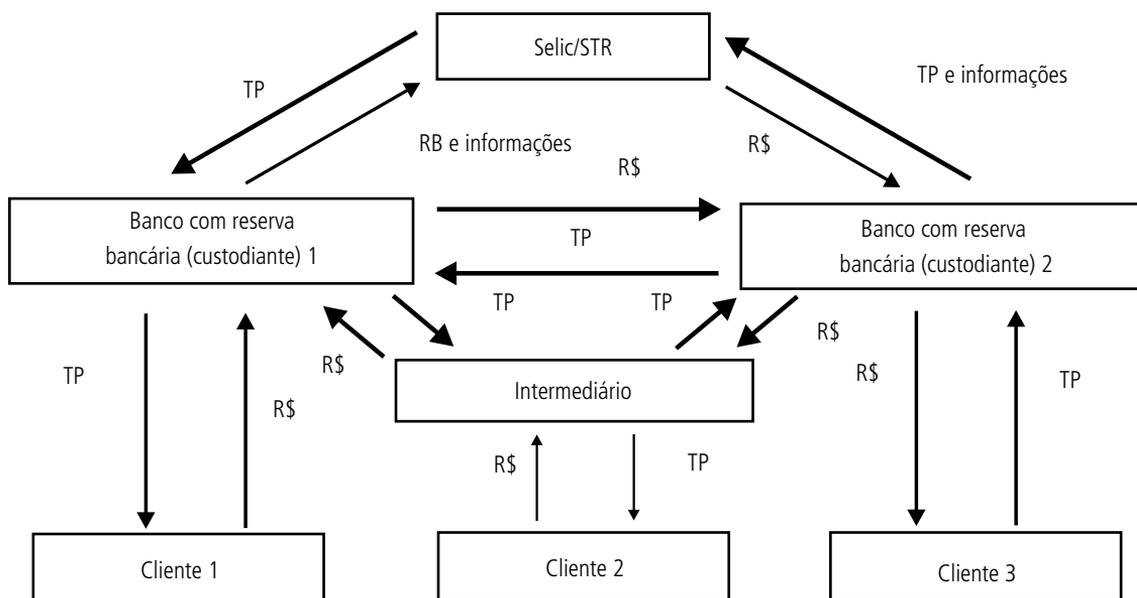
O mercado primário de títulos públicos federais acontece com a oferta de títulos pelo Tesouro Nacional por meio do sistema Selic. As instituições detentoras de reserva bancária que são contempladas no leilão têm seu saldo debitado em dinheiro no mesmo dia e recebem o registro de posse do título no dia seguinte à realização do leilão.

²³ Que em dezembro de 2008 alcançou o total de R\$ 67,8 bilhões. Para maiores informações, ver: <http://www.susep.gov.br>, Relatório de Acompanhamento de Mercado – Ago./2007.

²⁴ Para maiores informações, consultar <http://www.fenaseg.org.br>.

Operações no mercado secundário de balcão

Figura 3. Ciclo de operação de negociação de títulos públicos no mercado secundário



Fonte: Banco Central
Elaboração: autores

No mercado de balcão por telefone, com liquidação e registro via Selic/STR, o banco custodiante faz a transferência de reserva bancária (RB) e recebe o registro do título (TP) em sua conta. Porém, se a operação é efetuada entre dois clientes por um intermediário, ela deve ser informada aos custodiantes para que estes efetuem as transferências necessárias (de TP e RB) e informem ao Banco Central (Selic) a alteração da posição do detentor do título (informações).

5.1 Centrais de custódia e câmaras de liquidação

No Brasil, existiam quatro centrais de custódia e liquidação responsáveis por operações com títulos públicos, a saber: Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic); Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip); Câmara (*Clearing*) de Ativos da BM&FBovespa e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC).²⁵ A BM&FBovespa possui mais duas outras câmaras de liquidação responsáveis por liquidar operações de câmbio e de derivativos, respectivamente, Câmara (*Clearing*) de Câmbio e Câmara (*Clearing*) de Derivativos.

O Selic, o primeiro sistema de registro eletrônico de títulos no Brasil, funciona como depositário central, sendo, conseqüentemente, central de custódia e liquidação da maior parte dos títulos públicos federais emitidos pelo Tesouro Nacional (96,3%,²⁶ em dezembro de 2008, da dívida doméstica em mercado). Nesse sistema, existem módulos para a realização dos leilões primários do Tesouro e são registradas as negociações

²⁵ A partir da integração entre a BM&FBovespa e a CBLC, em dezembro de 2008, estas duas centrais se fundiram em uma.

²⁶ Fonte: *Relatório mensal da Dívida Pública Federal*.

do mercado secundário realizadas em balcão. Tais informações podem ser obtidas em detalhe no Manual do Usuário do Selic (MUS).²⁷

O sistema Selic foi criado em 1979, por meio de uma parceria entre a Andima e o BC, para promover a liquidação financeira das operações com títulos públicos ao final de cada dia, pelo resultado líquido, diretamente na conta de reservas bancárias. A partir de 1996, todos os procedimentos, inclusive a realização de leilões,²⁸ passaram a ser realizados eletronicamente. Desde abril de 2002, pela implementação do novo SPB, a forma de liquidação foi alterada e passou a ser realizada pelo valor bruto em tempo real (LBTR), onde existem várias janelas de liquidação ao longo do dia. Com essa nova modalidade de liquidação, o vendedor do título tem sua posição automaticamente bloqueada, e na ponta compradora a conta é debitada.²⁹

Essa forma de liquidação surgiu com o advento do Sistema de Transferência de Reservas (STR), que está vinculado ao Selic. Tal sistema compreende os bancos comerciais e as casas de *Clearing*, que têm contas especiais de liquidação no Banco Central, assim como o Tesouro Nacional. Todas as transferências de recursos são liquidadas e finalizadas no *intraday*. Cabe destacar que as liquidações no Selic ou no STR, quando não honradas por uma das partes, têm registro cancelado, e a operação não é concluída.

Participam do Selic como titular da conta de custódia, além do Tesouro e do BC, bancos comerciais, bancos múltiplos, bancos de investimento, caixas econômicas, distribuidoras e corretoras de títulos e valores mobiliários, entidades operadoras de serviços de compensação e liquidação, fundos de investimento e diversas outras instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional. São considerados liquidantes os participantes titulares de conta de reserva bancária; os não liquidantes são classificados como autônomos ou subordinados e liquidam suas operações por intermédio de participantes liquidantes.³⁰

Os participantes não liquidantes no Selic podem ter conta individualizada e, dessa forma, é possível ao Bacen identificar alguns dos clientes finais de títulos públicos. No documento mensal divulgado pelo Tesouro Nacional, denominado *Relatório mensal da Dívida Pública Federal*, a Tabela 5.1 do relatório apresenta os principais detentores de títulos públicos federais da dívida doméstica. Os montantes mais expressivos estão nas contas de carteira própria dos bancos e dos clientes (que são os não liquidantes). Os clientes estão subdivididos em: pessoa física, pessoa jurídica não financeira (PJNF), pessoa jurídica financeira, fundos de investimento e outros fundos. É possível identificar na conta de PJNF os participantes do sistema de previdência (tanto fundos de pensão quanto os do sistema de previdência privada aberta), seguradoras, empresas de capitalização e investidores não residentes que têm títulos registrados em suas carteiras próprias. Porém, tais informações não estão disponíveis para o público. A Tabela 5.2 do citado relatório apresenta uma abertura da posição carteira própria em banco comercial nacional e estrangeiro (banco que opera no Brasil, mas tem sede no exterior), banco de investimento nacional, corretora/distribuidora nacional e estrangeira, dentre outros.

²⁷ Disponível em: <http://www3.bcb.gov.br/selic/documentos/MusSpb.pdf>.

²⁸ Os leilões do Tesouro Nacional são realizados pelo sistema Oferta Pública Formal Eletrônica (Ofpub), desenvolvido e administrado pelo Banco Central.

²⁹ A operação é mantida por 60 minutos ou até 18h30, o que ocorrer primeiro. Se durante esse período não houver saldo suficiente para sua liquidação, a operação será rejeitada.

³⁰ Os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira comercial e as caixas econômicas possuem, obrigatoriamente, conta de reserva bancária. Os bancos de investimento podem optar em tê-la ou não. As corretoras, as distribuidoras de valores mobiliários e as entidades responsáveis por sistemas de compensação e de liquidação são os autônomos, e os fundos de investimento, as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência e as resseguradoras locais são os subordinados.

A Cetip presta serviços de custódia, negociação eletrônica, registro de negócios e liquidação financeira, principalmente para os títulos de renda fixa. Foi criada em 1984, também por uma parceria entre a Andima e o BC e tem como participantes, além dos cotistas, cerca de 6 mil instituições, dentre as quais empresas de *leasing*, fundos de investimento e pessoas jurídicas não financeiras, tais como seguradoras e fundos de pensão. Podem ser cotistas da Cetip apenas instituições financeiras³¹ (as demais pessoas jurídicas podem ser participantes), e todos os que não detenham conta de reserva bancária devem liquidar suas operações por meio de uma instituição liquidante.

Na Cetip, são registrados e liquidados os poucos títulos do Tesouro Nacional que não estão custodiados no Selic, que representam 3,7%³² da dívida doméstica em mercado. Os chamados títulos “cetipados” são: CDP/INSS, CFT, CTN, LFTE-M, TDA, JSTN, contrato de crédito contra terceiros, dívidas securitizadas e dívida agrícola. Tais títulos tiveram e têm origem em operações especiais realizadas pelo Tesouro Nacional,³³ a maioria deles pode ser negociada no mercado secundário e alguns são aceitos pelo Tesouro Nacional nos leilões de troca por títulos do Selic.³⁴ Também são registrados na Cetip títulos emitidos pelos estados e pelos municípios, as LFT-Es e LFT-Ms, respectivamente.

A grande maioria dos títulos privados e alguns derivativos negociados no mercado doméstico é registrada na Cetip,³⁵ tais como os Certificados de Depósito Bancário (CDBs), as debêntures, as cotas de fundos, os derivativos (*swaps* e opções) e os contratos e produtos de financiamento ao agronegócio.

A Cetip oferece quatro possíveis modalidades de liquidação, a depender do tipo de transação realizada: liquidação bruta em tempo real no STR; liquidação bruta em tempo real via transferência; multilateral *netting* na Cetip; e bilateral *netting* na Cetip. A instituição ainda oferece facilidades de negociação, como, por exemplo, o sistema eletrônico chamado CetipNet, que é um portal, via tela eletrônica, para negociar títulos públicos e privados e serviços de solicitação de cotação (*request for quote*); esse sistema também processa vários tipos de leilões para ativos de renda fixa.

Importante para o desenvolvimento da negociação eletrônica de títulos públicos, a Câmara de Ativos da BM&F³⁶ foi inaugurada em maio de 2004 com o objetivo de ser a liquidante das operações contratadas no âmbito do Sisbex³⁷ e também das operações realizadas no mercado de balcão tradicional. Em qualquer das situações, a câmara atua como contraparte central e a compensação é multilateral. Ela liquida tanto operações definitivas (à vista ou a termo) quanto operações compromissadas. No âmbito da câmara, é possível realizar operação de venda a descoberto (*short*) com títulos que se enquadram no Serviço de Empréstimo de Títulos (SET) ou no programa de empréstimo de títulos do Selic.

³¹ Bancos comerciais, bancos múltiplos, caixas econômicas, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades corretoras de valores, sociedades distribuidoras de valores, sociedades corretoras de mercadorias e de contratos futuros, empresas de *leasing*, companhias de seguros, bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros, investidores institucionais, pessoas jurídicas não financeiras, incluindo fundos de investimento e sociedades de previdência privada, investidores estrangeiros, além de outras instituições autorizadas a operar nos mercados financeiro e de capitais.

³² Fonte: *Relatório mensal da Dívida Pública Federal* – dezembro 2008.

³³ Como, por exemplo, os títulos emitidos quando da desapropriação de terras rurais no âmbito do programa de reforma agrária (TDA).

³⁴ Podem ser negociados os títulos que não apresentam a cláusula de não negociável em suas características. Os títulos aceitos em troca por títulos do Selic estão definidos nas portarias dos leilões.

³⁵ Para maiores informações, acessar o site: <http://www.cetip.com.br>.

³⁶ Em 2008, houve integração das bolsas BM&F e Bovespa, criando-se a BM&FBovespa, conforme será explicado na seção 6.

³⁷ Sistema Eletrônico de Negociação e Registro, desenvolvido inicialmente na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e posteriormente adquirido pela BM&F. Maiores detalhes sobre o Sisbex serão apresentados a seguir, neste capítulo.

Os títulos públicos negociados ou registrados no Sisbex são liquidados no modelo entrega contra pagamento (*delivery versus payment*), e Câmara de Ativos da BM&FBovespa atua como contraparte central. Se um participante falha no pagamento, seja em dinheiro seja em ativo, a câmara utiliza a garantia do participante para honrar a liquidação. Nesses casos, a contraparte central (BM&FBovespa) pode: i) emprestar o dinheiro para o não pagador honrar a operação; ii) oferecer ativos equivalentes para o participante que honrou sua parte na compra e não recebeu o ativo original; ou iii) pagar o montante em dinheiro para o participante que honrou a operação na ponta de venda do ativo.

Os membros da câmara liquidam operações por meio de membros de compensação (em geral, bancos), ou podem liquidar diretamente, quando apresentam registro para essa função. Nesse caso, estão inseridos os fundos de investimento, as entidades aberta e fechada de previdência, as seguradoras e as resseguradoras. Também são participantes da câmara as corretoras e distribuidoras de valores. Todos os membros liquidantes da câmara depositam garantias e estão sujeitos a limites operacionais por ela determinados.

Essa central de custódia que opera como contraparte central das operações com títulos públicos no sistema eletrônico minimiza os riscos de liquidação das transações entre as partes. Essa é uma importante característica do mercado de dívida brasileiro que está em linha com os princípios internacionais de redução de risco de não fechamento de operações financeiras com títulos públicos. Nessa câmara, é possível realizar operações de venda a descoberto, com títulos que esta disponibilize, com toda a garantia característica de uma operação com contraparte central.³⁸

A CBLC³⁹ tinha a custódia e fazia a compensação, a liquidação e o gerenciamento dos riscos das operações realizadas nos mercados da Bovespa. Com a fusão das bolsas, a CBLC foi incorporada à diretoria responsável pela área de custódia e liquidação da BM&F e, atualmente, existe apenas uma grande central de custódia na estrutura da BM&FBovespa. Em janeiro de 2002, a CBLC e o Tesouro Nacional firmaram uma parceria para tornar possível a venda de títulos públicos às pessoas físicas pela internet (Programa Tesouro Direto). Na atual estrutura de liquidação, o sistema desenvolvido e operado pela CBLC continua funcionando de forma independente das outras câmaras da BM&FBovespa, apesar de fazer parte da estrutura da nova instituição, e é nesse ambiente que as operações do Tesouro Direto têm sua custódia registrada e são liquidadas.

5.2 Sistemas e ambiente de negociação

Os títulos públicos são negociados em sistema de bolsa e em ambiente de balcão por meio de contatos telefônicos. Existem também no Brasil operações realizadas em mercado de balcão por meio de sistemas eletrônicos. O mercado de balcão apresenta liquidez para alguns títulos, e a referência de preços se dá por meio da cotação aos vários intermediários. Apesar dos esforços para o desenvolvimento do mercado eletrônico, o mercado de balcão por telefone ainda representa a maioria do volume financeiro negociado no mercado secundário.

O mercado eletrônico apresenta várias vantagens, sobretudo no que diz respeito à transparência de preços e, por essa razão, é de interesse do Tesouro Nacional o desenvolvimento desse tipo de mercado. A maior transparência de preços leva a maior número de cotações e, assim, ao aumento da liquidez do mercado secundário de títulos. Mercados secundários mais líquidos implicam maior demanda por títulos no mercado primário. No Brasil, o mercado eletrônico de títulos públicos federais ainda se mostra incipiente, porém existem dois sistemas operacionais com estrutura para promover tais negociações, o Sisbex e a CetipNet.

³⁸ Para maiores detalhes, ver <http://www.bmf.com.br/portal/pages/Clearing1/Ativos/documentos/>.

³⁹ Para maiores detalhes, ver <http://www.cbcl.com.br/cbcl/Default.asp>.

No Sistema Eletrônico de Negociação e Registro (Sisbex) é possível negociar e liquidar as operações. Esse sistema foi desenvolvido inicialmente na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e posteriormente adquirido pela BM&F, em abril de 2002, não sofrendo alteração com a fusão das bolsas. No Sisbex⁴⁰ só podem ser negociados os títulos públicos federais custodiados no Selic e outros ativos que sejam expressamente admitidos a negociação e registro.

O Sisbex é composto por dois módulos: um de casamento (*matching*) da ordem, em que os participantes diretos podem inserir cotas ou aceitar cotas disponíveis em tela eletrônica; e um módulo de registro, no qual os participantes do mercado reportam negócios realizados em outro ambiente de negociação (em balcão, por exemplo), para que a *Clearing* de Ativos processe o trâmite de liquidação e custódia. No módulo de negócio, em que os negócios são realizados de acordo com a prioridade de preço e tempo, todos os participantes atuam anonimamente. No caso do módulo de registro, qualquer uma das contrapartes pode inserir as informações, e o registro é realizado assim que a outra contraparte confirma as informações inseridas. Se não houver confirmação da operação, ela não será registrada.

Já o CetipNet é um sistema lançado em abril de 2002 pela Cetip. Inicialmente, esse sistema estava disponível apenas para negociação de ativos registrados na Cetip. Atualmente, é possível lançar ofertas de compra e venda também para títulos do Selic, com a restrição de que a operação não é liquidável pela Cetip. Apesar de esse sistema não apresentar central de custódia ou câmara liquidante para os títulos públicos do Selic, é possível realizar operações em tela e promover a liquidação no Selic.

Mais recentemente, as cotações eletrônicas adquiriram importância no mercado secundário, principalmente em operações com os fundos de pensão. As últimas normas estabelecidas pela SPC definem que é necessário que o gestor de fundos demonstre que os preços pelos quais adquiriu os títulos que compõem sua carteira sejam preços de mercado. Dessa forma, as plataformas de preço eletrônico passaram a ter um componente incentivador para serem desenvolvidas.

Em razão da importância dada pelos órgãos reguladores e de controle das entidades participantes do mercado financeiro à transparência dos preços dos ativos de renda fixa, as agências de notícias e cotações de ativos, Bloomberg e Reuters, desenvolveram telas nas quais as instituições financeiras podem disponibilizar os preços com que estão dispostas a fechar negócio, tanto na ponta de venda quanto na ponta de compra. Cada instituição é responsável pela atualização das informações disponíveis e pode oferecer cotações diferenciadas para seus clientes. Nesse caso, a maioria das instituições trabalha com os preços das telas como preços indicativos, e o negócio é confirmado pelo telefone, com a liquidação sendo realizada diretamente no Selic.

Apesar de as telas da Bloomberg e da Reuters não oferecerem a possibilidade de fechamento de negócio, elas estão em linha com a busca pela transparência de preços e pelo desenvolvimento do mercado secundário de títulos no mercado doméstico brasileiro.

5.3 Novo sistema de pagamento brasileiro

Uma das premissas fundamentais para o bom funcionamento de um mercado de dívida pública é a existência de um eficiente sistema de pagamentos, em que as transferências de recursos e ativos entre os diversos participantes de mercado ocorram de forma suave. Duas premissas importantes para o bom funcionamento do sistema são: 1) a agilidade e segurança no processamento das informações; e 2) a capacidade de minimização de riscos financeiros.

⁴⁰ O regulamento do Sisbex está disponível em: http://www.bmf.com.br/portal/pages/Clearing1/Ativos/pdf/Sisbex_Regulamento.pdf.

Até 2002, o sistema de pagamentos brasileiro já era bastante avançado no que se refere à primeira premissa mencionada anteriormente, dada a necessidade de adaptação ao ambiente de elevada inflação vigente no passado. Entretanto, caberia ainda aprimorar as necessidades referentes à segunda premissa. De fato, a ocorrência de problemas na liquidação de operações financeiras pode abalar a confiança das instituições financeiras no sistema, gerar perdas e, em casos extremos, pelo encadeamento dessas perdas para outras instituições, causar risco sistêmico. Visando à eliminação desse risco, em 2002 o Banco Central (a quem cabe tanto a regulamentação e o monitoramento do sistema de pagamentos quanto a prestação de serviços a ele referentes) implementou reformas no citado sistema.

Nesse sentido, implantou-se o Sistema de Transferência de Reservas (STR), que é um sistema de transferência interbancária de fundos com liquidação bruta em tempo real. Da mesma maneira, a conta reserva bancária passou a ser monitorada em tempo real, podendo as transferências de recursos entre as diversas contas só serem efetuadas na hipótese de existência de saldo suficiente na conta do emitente da ordem. Assim, o Selic, no qual são realizadas as operações com títulos públicos e que tem por base um modelo chamado entrega contra pagamento (*delivery versus payment – DVP*), passou a liquidar operações em tempo real, reduzindo o risco sistêmico e aumentando a confiança dos participantes no processo.

A implantação do novo sistema de pagamentos brasileiro (SPB), a partir de 2002, constituiu um avanço importante para o mercado financeiro no Brasil, de forma geral, e para a dívida pública, em particular. Atualmente, o mercado de títulos brasileiros conta com um arcabouço operacional bastante avançado e compatível com as expectativas quanto ao seu desenvolvimento.

Tabela 2. Principais características dos sistemas de liquidação

	Selic/STR	Cetip	Sisbex	BM&FBovespa*
Mercado	Primário, secundário, empréstimo, eletrônico (só para primário) e balcão.	Primário, eletrônico.	Secundário, empréstimo, eletrônico e balcão.	Primário, do Tesouro Direto.
Ativo	LFT, LTN e NTN (todas as séries).	Títulos da dívida securitizada.	LFT, LTN, NTN-B, NTN-C e NTN-F.	LFT, LTN, NTN-B, NTN-C e NTN-F
Tipo de transação	À vista (D0), a termo (D1).	À vista (D0) e a termo (D1).	À vista (D0) e a termo (de 1 a 23 dias).	A termo (D2).
Tipo e ciclo de liquidação	Bruta em tempo real.	Bruta em tempo real.	Posição líquida (<i>multi-lateral netting</i>)	Posição bruta
Gerenciamento de risco.	Em caso de não existência de fundos ou ativos, a operação é cancelada. Sistema entrega contra pagamento (CVP).	Em caso de não existência de fundos ou ativos, a operação é cancelada. Sistema (CVP).	Participantes depositam garantias, que podem ser acionadas para liquidar transação.	Os intermediários (bancos e corretoras/distribuidoras) são responsáveis por debitar a conta do comprador no sistema DVP.
Participantes diretos	Bancos detentores de reserva bancária.	Bancos detentores de reservas bancárias e mais de 5 mil instituições não liquidantes.	Bancos corretoras/distribuidoras.	Pessoas físicas.
Início de operação	1979	1984	2004	2002

Fonte: sistemas citados

* Referimo-nos apenas às operações relacionadas ao Tesouro Direto.

Elaboração: autores.

6 Bolsas

Até 2008, existiam duas bolsas de negociação de ativos financeiros no Brasil, a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). No fim do ano de 2007, as duas bolsas lançaram venda de ações ao público e, em 2008, decidiram realizar a integração, criando-se a BM&FBovespa. Porém, os ativos negociados em cada uma delas continuam pertencendo aos mesmos grupos de negociação anteriores. Ou seja, no setor que se refere aos objetos negociados originalmente na BM&F, são negociados derivativos de taxas de juros e de *commodities*, uma parte dos contratos de dólar à vista, dentre outros, enquanto na Bovespa funciona o mercado acionário brasileiro e alguns negócios de renda fixa.

Na BM&FBovespa são negociados os futuros de taxas de juros, chamados de Depósito Interfinanceiro de 1 Dia (DI Futuro). Os DIs são ativos importantes na definição da curva de juros, sendo bastante líquidos e, inclusive, utilizados como referência para os preços dos títulos públicos prefixados. As ações da BM&FBovespa no sentido de desenvolver os mercados futuros relacionados aos ativos de juros e de índice de inflação são importantes e devem ser acompanhadas pelo Tesouro Nacional.

A antiga Bovespa, associada à CBLC, lançou os ambientes de negociação, liquidação e custódia de títulos de renda fixa privada para o mercado de bolsa, o Bovespa Fix, e para o mercado de balcão organizado, o Soma Fix. Apesar da fusão das bolsas, esses mercados continuam a existir no mesmo formato. Tal iniciativa complementa o mercado de renda fixa privado, em conjunto com as ações desenvolvidas pela Cetip. Atualmente, no âmbito da BM&FBovespa, é possível negociar debêntures, notas promissórias e FIDC, dentre outros ativos privados.⁴¹

7 Entidades envolvidas no mercado de dívida externa

As emissões de títulos públicos federais no exterior não apresentam a mesma constância nem o mesmo volume das emissões domésticas. Por isso, para que os títulos obtenham precificação adequada e competitividade é importante que a instituição intermediadora da operação apresente uma boa base de clientes, com capacidade também de manter liquidez para os títulos no mercado secundário. No mercado internacional, os intermediários desempenham papel fundamental na distribuição dos títulos.

Tais intermediários são bancos que demonstram experiência em negociar títulos de economias emergentes e empresas em geral. Esses bancos apresentam regularmente propostas de emissão ao Tesouro Nacional, com indicação da taxa e do cupom de juros para o tipo de título e prazo apresentados. No caso de o Tesouro aceitar realizar a operação, tais instituições cobram taxas (*fees*) para realizá-la e também tomar as providências documentais necessárias para a emissão do título.

O formato da emissão, as taxas cobradas, o relacionamento do banco com o Tesouro Nacional e outros fatores são avaliados para que seja feita a escolha da instituição que irá intermediar a venda dos títulos.⁴² Assim que a venda é realizada, os títulos são registrados nas câmaras de custódia indicadas pelos compradores, sendo, a partir daí, negociados no mercado secundário. O mercado de negociação dos títulos soberanos funciona na maioria das vezes em balcão (*over-the-counter*). Existe também um importante mercado eletrônico de negociação de títulos na Europa, o MTS, no qual é possível negociar alguns *Euro Bonds* brasileiros.

No mercado internacional, existem três grandes centrais de custódia e liquidação em que os títulos soberanos do Brasil podem ser registrados e liquidados: a Depository Trust Company (DTC), a Euroclear e a Clearstream Luxembourg.

⁴¹ Para maiores detalhes, acesse o site <http://www.bmfbovespa.com.br/portugues/home.asp>.

⁴² O Capítulo 4 da Parte 3, em seu item 3.2, trata da emissão de títulos no mercado internacional de forma mais detalhada.

A DTC foi criada em 1973 para gerar registros eletrônicos para os ativos financeiros que eram transacionados em papel, tornando-se a central de custódia e liquidação eletrônica de ativos financeiros norte-americanos e, posteriormente, também de ativos internacionais. Ela é uma das seis subsidiárias da Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), que provê a custódia e o serviço de ativos para 2,8 milhões de ativos emitidos nos Estados Unidos e mais outros 107 países. Os participantes da DTCC são bancos, corretoras (*brokers-dealers*), fundos mútuos e outras instituições financeiras. Ela é regulada e segue as normas estabelecidas pela US Securities and Exchange Commission (SEC).⁴³

A *Euroclear* foi fundada em 1971 pelo J. P. Morgan & Co. e é uma empresa de serviços financeiros baseada em Bruxelas, Bélgica. Essa central de custódia liquida transações nacionais e internacionais de títulos, ativos privados de renda fixa e fundos de investimento. Desde o ano de 2000, o sistema *Euroclear* é operado pelo Euroclear Bank S.A. O sistema tem aproximadamente 2 mil participantes de mais de oitenta países. Os principais participantes são bancos, corretoras (*broker-dealers*) e outras instituições financeiras. A Euroclear está sujeita à supervisão do Belgian Banking and Finance Commission (BFC), e o National Bank of Belgium (NBB) é responsável por fiscalizá-la.

A Clearstream Banking S.A., sediada em Luxemburgo, foi criada no ano de 2000⁴⁴ a partir da fusão da Cedel International e da Deutsche Börse Clearing, com sua completa integração ocorrendo em julho de 2002. Essa câmara de liquidação e custódia é depositária de mais de 300 mil títulos, ações e fundos de investimento negociados no mercado doméstico e internacional, dos quais 62% dos ativos são de renda fixa e 38% são de renda variável (relacionada a ações).⁴⁵ Mais de 2.500 clientes em 110 diferentes países operam com essa instituição, que realiza uma média diária de 250 mil transações.

Uma característica importante é que títulos brasileiros emitidos no mercado internacional podem ser registrados e liquidados em qualquer uma das três grandes centrais de custódia aqui apresentadas, a depender da vontade do comprador e desde que sejam globais.⁴⁶ Em razão disso, a negociação com os títulos soberanos do Brasil devem obedecer às regras estabelecidas pelos órgãos reguladores de cada país onde os títulos estão registrados.

Quanto aos órgãos reguladores, a Security and Exchange Commission (SEC) é uma agência do governo norte-americano responsável por regular a indústria de ativos de renda fixa e o mercado de ações. Foi criada pelo Securities Exchange Act, de 1934. A Divisão de Regulação de Mercado estabelece as normas de funcionamento do mercado e o faz regulando seus maiores participantes, como corretoras (*brokers-dealers*), organizações autorreguladoras, agências liquidantes, agências de transferência (aquelas que têm os dados dos detentores dos ativos), processadores de informação dos ativos e agências de avaliação (*rating*) de crédito. A Divisão de Administração de Investimentos fiscaliza e regula a indústria de fundos e estabelece as regras sobre as instituições de investimento (inclusive fundos mútuos) e os consultores de investimento.

Em termos de autorregulação, a National Association of Securities Dealers (NASD), que regula os negócios com ativos de renda fixa, títulos privados, futuros e opções; e a New York Stock Exchange (NYSE) Regulation, Inc., responsável pela regulamentação do mercado de ações se fundiram em uma única instituição, em junho de 2007, a Financial Industry Regulatory Authority. Tal órgão privado exerce a função de grande autorregulador do mercado financeiro.

⁴³ Para mais informações, acesse o site <http://www.dtcc.com>.

⁴⁴ Uma das empresas que a originou apresenta histórico de 35 anos de presença como custodiante e liquidante de ativos financeiros no mercado internacional de renda fixa.

⁴⁵ Posição em agosto de 2007. Fonte: http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/kir/ci_nav/home.

⁴⁶ Os *Euro Bonds* não podem ser registrados na DTC.

Cabe destacar que, embora a dívida externa represente atualmente menos de 10% do total da Dívida Pública Federal brasileira em mercado, sua existência permite ao país a inserção no mercado internacional e a visibilidade do Brasil para o resto do mundo. A existência de uma dívida com taxas de juros reduzidas e liquidez é um fator bastante positivo para a imagem do país em negociações no mercado internacional e para boas classificações das agências de *rating*. Por isso, as ações do Tesouro Nacional com relação à dívida externa têm-se mostrado sob a perspectiva de atuações qualitativas, ao recomprar dívidas antigas que pagam juros altos e emitir dívida nova com taxas mais baixas e prazos mais longos.

8 Conclusão

O Brasil apresenta estrutura de mercado bem delineada, com a presença de órgãos normativos e reguladores/fiscalizadores necessários para acompanhar todos os entes participantes do sistema financeiro nacional. O ambiente regulatório é transparente, e a busca pela melhoria da qualidade de informações de preços dos ativos passa pelo incentivo ao aumento de liquidez no mercado secundário.

A interação entre os órgãos e as entidades aqui expostos fará com que a busca pelo desenvolvimento do mercado financeiro doméstico progrida e prime pela minimização de riscos de perda financeira para a sociedade.

O ambiente de boa liquidez dos ativos, transparência de preços e menores riscos favorece a administração da dívida pública e seu planejamento de longo prazo. Para isso, é uma constante do Tesouro Nacional a participação nos grupos de trabalho e discussão sobre desenvolvimento do mercado secundário de títulos, de empréstimo de títulos e também de venda a descoberto. O Tesouro entende que a melhoria das citadas modalidades de negócios com títulos públicos é primordial para o aumento da liquidez dos ativos.

A existência da Câmara de Ativos da BM&FBovespa, a *Clearing* do Sisbex, onde são negociados títulos eletronicamente, é um grande avanço do mercado doméstico de títulos públicos, reduzindo a quase zero o risco de inadimplência de uma operação. Esse tipo de negociação vem sendo incentivada pelo Tesouro Nacional, que, por meio dos direitos e das obrigações definidos para os *dealers*, inseriu regras de pontuação que favorecem as operações realizadas em ambiente eletrônico de negociação ou cotação, com o propósito de incentivar o crescimento de tal mercado.

Referências

ANDIMA. *Mercado de balcão de renda fixa: uma agenda de debates*. Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. Rio de Janeiro: Andima, 2006.

WORLD BANK. *Developing the domestic government debt market: from diagnostics to reform implementation*. Washington-DC: The World Bank, 2007.