



NÚCLEO DE ESTUDOS AVANÇADOS

DE REGULAÇÃO DO SISTEMA
FINANCEIRO NACIONAL

NEASF

RELATÓRIO REFERENTE À 6ª REUNIÃO DO
NÚCLEO DE ESTUDOS AVANÇADOS DE REGULAÇÃO
DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (NEASF)

ABERTURA E COMENTÁRIOS INICIAIS

No dia 22 de março de 2019, ocorreu a sexta edição do Núcleo de Estudos Avançados de Regulação do Sistema Financeiro Nacional (Neasf), organizado pelo Centro de Pesquisa em Direito e Economia (CPDE) da Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito Rio).

O objetivo principal do Neasf é contribuir para o aprimoramento da regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN), por meio de análises que permitam diagnosticar gargalos e vislumbrar oportunidades de aperfeiçoamento do setor financeiro no Brasil. O Neasf possui uma composição *multistakeholder*, com participação de membros da academia, do mercado e do governo. Por meio de debates e mesas-redondas, os seus membros discutem temas relevantes da regulação do SFN, colaborando para uma compreensão mais ampla do setor, das tendências, dos riscos, das eventuais lacunas na regulação e das suas implicações.

O tema escolhido para este sexto encontro foi “Desenvolvimento do Mercado de Dívida Corporativa no Brasil”.

SESSÃO 1

DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA

Iniciada a reunião do Neasf, a primeira sessão teve como foco as discussões sobre o mercado de dívida privada e as possibilidades de aprimoramento da sua organização e regulação. No contexto de análise das práticas atuais e dos possíveis caminhos futuros, o estudo tratado na primeira sessão ressaltou que o mercado de dívida privada no Brasil possui potencial de crescimento e que esse potencial deve ser compreendido nas suas reais dimensões.

O mercado de dívida privada inclui, principalmente, quatro espécies distintas de ativos: debêntures, notas promissórias, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA). O tamanho do mercado para esse conjunto de ativos partiu de uma média bem abaixo do Produto Interno Bruto (PIB) no ano de 2013, e de uma compressão na crise de 2014, para uma evolução a partir de 2017, com forte emissão de debêntures e movimento de retomada, por agentes privados atuantes no mercado, de um espaço que vinha sendo ocupado pelo crédito bancário e pelo financiamento público. Mesmo com esse aumento, no entanto, os títulos públicos se sobressaem como principais ativos de dívida negociados no Brasil.

Na reunião, discutiu-se uma amostra de 25 companhias abertas de grande porte, tanto de controle nacional quanto de controle estrangeiro, tendo sido verificada a persistência, nos últimos anos, da prática adotada pelas sociedades empresárias brasileiras de financiar no exterior por meio da emissão de debêntures e bônus no mercado externo, o que poderia ser um sinal de oportunidade de crescimento do mercado interno

se tomadas as medidas mais adequadas. Nesse sentido, observando as emissões dos últimos anos, na modalidade de oferta pública regulada pela Instrução nº 400, expedida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 29 de dezembro de 2003, conforme alterada ("Instrução CVM nº 400"), percebe-se que a realização de ofertas públicas de valores mobiliários tem sido menos utilizada pelo mercado de dívida do que as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição realizadas nos termos da Instrução nº 476, expedida pela CVM em 16 de janeiro de 2009, conforme alterada ("Instrução CVM nº 476").

Nos três últimos anos, notou-se uma base mais significativa de investidores estrangeiros em debêntures incentivadas, o que poderia ter relação com a maior liquidez desses títulos no mercado secundário.

Foi analisado que, em junho de 2018, o mercado de dívida comportava, sobretudo, títulos bancários (especialmente, Certificados de Depósito Bancário – CDB – e letras de câmbio) os quais apresentam taxas de rentabilidade mais atraentes para o investidor e a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Em questão de variedade e quantidade, as plataformas eletrônicas de negociação de ativos financeiros apresentavam quantidade maior de CDBs e letras de câmbio em comparação com títulos de dívida emitidos por sociedades empresárias. Nesse sentido, uma maior harmonização tributária e a melhoria de certos aspectos da regulação poderiam potencializar o crescimento de um mercado ainda incipiente de ativos de dívida, uma vez que parece existir interesse de investidores locais em aplicar recursos em títulos de dívida corporativa.

O estudo sobre o mercado de dívida discutido na primeira sessão da reunião realizou um esforço comparativo buscando compreender a realidade do mercado de dívida brasileiro em contraposição às iniciativas e diagnósticos internacionais sobre o mercado de dívida corporativa. Como conclusão da análise comparativa objeto da discussão, foi percebido que diversos órgãos reguladores estrangeiros discutem os potenciais desafios do mercado de dívida privada e como lidar com as suas complexidades face à digitalização e internacionalização crescente. Ao mesmo tempo, foram analisados esforços para simplificar os processos de registro e emissão de ativos de dívida com o intuito de atrair pequenas e médias empresas para o mercado de dívida – o que teria sido o caso do mercado italiano, por exemplo. Esse esforço também se combina com as iniciativas de criar ritos processuais mais rápidos como forma de estimular um maior número de emissões de ativos de dívida. Contudo, foi apontado que esse tipo de esforço de simplificação e redução do ônus burocrático para a realização de emissões e ofertas públicas de ativos de dívida, geralmente, esbarra na baixa liquidez desses ativos no mercado secundário e dos altos custos necessários para realização das emissões (vide, por exemplo, o valor das taxas de registro de ofertas públicas de valores mobiliários).

Do ponto de vista regulatório, foram percebidas algumas questões importantes para aperfeiçoamento no mercado interno de ativos de dívida corporativa. Em primeiro lugar, destacou-se que a regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro deveria rever as suas normas para a emissão de dívidas no mercado corporativo e adotar um processo uniforme com premissas mínimas para a emissão e oferta dos ativos – acabando, portanto, com a possibilidade de arbitragem regulatória existente entre os dois principais modelos de ofertas públicas disponíveis atualmente. Isso se relacionaria, por exemplo, com a necessidade

de aprimorar aspectos relacionados ao registro dos ativos e ofertas no sistema de vasos comunicantes, adotando medidas de flexibilização e desburocratização e intensificando as trocas entre reguladores e regulados.

Ademais, foi identificada a necessidade de investimento em inovação, que abriria espaço para o surgimento de mecanismos de garantia de dívidas em pequenas e médias empresas. Foi discutida, ainda, a necessidade de buscar a harmonização do tratamento tributário e de se iniciar um amplo debate sobre a possibilidade de se emitir ativos de dívida em moeda estrangeira no Brasil e de adotar selos e denominações padronizadas para os ativos emitidos no mercado local.

Ressaltou-se, ainda, que o reconhecimento dos limites de atuação de bancos de fomento e desenvolvimento estatais como principais agentes financiadores da economia brasileira é um fator decisivo para compreender as possibilidades de melhorar o funcionamento do mercado de dívida privada. Nesse sentido, foi considerado mais interessante que as instituições oficiais de financiamento da economia direcionassem os seus esforços às pequenas e médias empresas. Adicionalmente, foi discutido que, após a manutenção de uma política de juros básicos da economia em patamares historicamente reduzidos, haveria incentivo para o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa. Ademais, foi debatido que a baixa liquidez do mercado secundário de ativos de dívida seria uma característica mundial.

Sobre a formação de um mercado para pequenas e médias empresas, foi discutida a necessidade de se considerar o funcionamento do sistema brasileiro de garantias, que também necessita de uma reforma. Nesse sentido, seria necessário assegurar um regime padronizado de constituição

e gestão de garantias que também considere as especificidades das sociedades empresárias de pequeno e médio porte. Isso também poderia viabilizar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

A respeito das possibilidades do crédito privado, ressaltou-se, também, que a indústria da previdência, a partir de uma realidade na qual financie menos a dívida pública, teria o potencial de contribuir para mais investimentos no mercado de crédito. Afinal, para investidores institucionais, o título privado apresentaria vantagens. Em contraponto, pontuou-se que as oscilações no mercado de crédito privado podem ser problemáticas para uma entrada mais robusta de investidores institucionais. Ademais, salientou-se que a recompra no mercado de ativos de dívida poderia ser tratada por autorregulação.

Sobre as alterações rumo a um regime uniforme de emissão de títulos de dívida, apontou-se que seria necessário ir além da mera mudança na forma de cobrança da taxa de registro, com iniciativas de automatização, simplificação e flexibilização que permitam revisitar os modelos existentes de forma ampla. Ademais, apresentou-se uma controvérsia sobre a possibilidade de sociedades anônimas fechadas emitirem debêntures, tendo sido ponderados as potenciais vantagens e desvantagens da possível adoção desse modelo. Por fim, a respeito do papel exercido pelo formador de mercado na constituição da liquidez do título de dívida, destacou-se que seria necessário buscar evidências concretas a respeito do regime de atuação desse agente no mercado de crédito, com especial destaque para a eventual impossibilidade de utilização da estrutura de aluguel de ativos como forma de atuação dos formadores de mercado.

SESSÃO 2

MERCADO DE CRÉDITO BANCÁRIO: OPORTUNIDADES E DESAFIOS REGULATÓRIOS

Na segunda sessão do encontro, discutiu-se o mercado de crédito bancário e as suas oportunidades e desafios regulatórios. Inicialmente, fez-se um histórico recente do mercado de crédito brasileiro, com destaque para a agenda do *spread* bancário que remonta da década de 90. Salientou-se que a discussão envolvendo *spread* bancário, em especial no que trata do custo do crédito e os efeitos da regulação, sempre esteve presente no debate brasileiro.

Em primeiro lugar, ressaltaram-se diversas reformas microeconômicas que ajudaram a melhorar o custo do crédito, por exemplo, a introdução no direito brasileiro do instituto da alienação fiduciária de bens imóveis por meio da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Esse instituto teve papel importante na retomada do crédito imobiliário, pois a hipoteca entrou em desuso no país. Afirmou-se que, hoje, é virtualmente inexistente o financiamento imobiliário com base na hipoteca para pessoas físicas, tendo em vista a dificuldade na recuperação do crédito e na execução desta modalidade de garantia real.

Foi destacado que, a partir de 2016, a agenda de reformas microeconômicas foi retomada de forma mais acentuada. Dentro dessa nova fase, foi destacada a substituição da antiga Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela nova Taxa de Longo Prazo (TLP), que aproximou as taxas praticadas nos financiamentos concedidos pelo Banco Nacional

de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) dos patamares praticados por outras instituições do mercado.

Foi destacado que, em períodos da história recente do mercado de crédito brasileiro, o crédito direcionado teria atingido uma proporção superior ao considerado ideal, o que teria impactado na estrutura de incentivos para a participação privada no mercado de crédito de longo prazo no país.

Em segundo lugar, frisou-se a mudança ocorrida no crédito imobiliário, o qual possui recursos direcionados, por meio da poupança, que afetam o ativo e o passivo das instituições financeiras. O direcionamento de parcela substancial dos recursos depositados em contas de poupança está disposto em lei, mas a regulação tem um papel importante nesse arcabouço envolvendo o crédito imobiliário. Com a aprovação da Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015, que alterou as regras da Letra Imobiliária Garantida (LIG), foi possível flexibilizar a regulação do crédito imobiliário. Nesse sentido, as instituições financeiras tiveram reduzidos os seus impedimentos para a concessão de crédito imobiliário com os recursos da poupança.

Em terceiro lugar, pontuou-se o cadastro positivo como uma agenda que, após longo debate nas casas legislativas, foi aprovada no Congresso Nacional. A adoção desse modelo representa uma mudança estrutural no mercado de crédito

brasileiro por propor a passagem do modelo *opt in* para o novo modelo de *opt out*. No modelo de *opt in*, cada cliente de instituição financeira precisa, expressamente, autorizar a inclusão dos seus dados no cadastro para fins de formação de uma nota de crédito (*credit scoring*). Por outro lado, no modelo de *opt out*, os dados de todos os clientes das instituições financeiras são coletados e utilizados para a formação de uma nota de crédito e os clientes que desejarem ser excluídos do banco de dados devem requerer expressamente a retirada de suas informações do banco de dados. A adoção desse novo modelo dependeu de alterações na lei do sigilo bancário (Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001) para ser implementada.

Outro tema de muito destaque no mercado de crédito é o *open banking*, que seriam maneiras de fornecer aos desenvolvedores de *softwares* acesso às informações financeiras dos clientes das instituições financeiras via plataformas de interface de programação de aplicativos (*Application Programming Interface* – API). Foi discutido que os reguladores brasileiros vinham adotando, durante algum tempo, uma postura de observar as mudanças que ocorriam na Europa, tendo, no último ano, a discussão sobre a adoção de um modelo regulatório do *open banking* no Brasil avançado. O desenho de implementação das medidas já estaria sendo definido pelos órgãos reguladores competentes e deverá ser divulgado em breve. Foi levantada a possibilidade da estrutura de regulação do *open banking* a ser adotada ter inspiração no modelo adotado pelo Reino Unido.

Iniciado o debate sobre crédito imobiliário, em especial, no caso das instituições públicas, discutiu-se que o principal agente no mercado de crédito imobiliário é uma instituição estatal e que já passou por diversas dificuldades financeiras ao longo da sua história.

Assim, deu-se destaque ao fato de essa estatal atuar tanto como uma instituição financeira tradicional, com o objetivo de lucro, quanto como uma instituição pública, responsável por implementar políticas públicas. Levantou-se a discussão sobre a possibilidade de transformá-la em um departamento específico de crédito imobiliário de outra instituição pública, o que, em tese, poderia reduzir o papel do Estado no mercado de crédito imobiliário e aumentar os incentivos para maior participação de instituições financeiras privadas no mercado de crédito imobiliário.

Deu-se destaque ao fato de existirem, atualmente, poucas diferenças relevantes na regulação entre instituições públicas e privadas. Pois, conforme foi debatido, até pouco tempo atrás, existiam diferenças no tratamento regulatório conferido às instituições financeiras públicas e privadas. Todavia, essas diferenças foram mitigadas, inclusive na regulação que trata da incorporação da terceira versão do Acordos de Capital da Basileia¹ no arcabouço regulatório brasileiro, direcionamento de recursos de fundos constitucionais e limites de exposição a risco por clientes.

Outro assunto abordado no debate se deu com relação ao *open banking*. As estimativas de queda de *spread* são da ordem de 35% (trinta e cinco por cento). Além disso, foi debatido o nível da regulação em 2021 (quando todos os dados estarão disponíveis) em relação ao que é praticado atualmente no Reino Unido, argumentando-se que se trata de um caso particular, pois o *open banking* surgiu de uma investigação anticompetitiva envolvendo instituições financeiras atuantes no mercado de varejo. Naquele país, as instituições financeiras aceitaram as mudanças e teriam financiado a constituição de uma instituição privada para fomentar o surgimento do *open banking*.

Nesse sentido, destacou-se que, ao final da implementação do open banking, a regulação brasileira poderá vir a ser próxima do modelo adotado no Reino Unido.

Foi levantado que, em função das regras de “conheça o seu cliente” (*suitability*, ou seja, dever de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações oferecidas pelas instituições financeiras aos perfis de sofisticação financeira, aptidão ao risco e renda dos seus clientes), iniciou-se um movimento para enriquecer o conjunto de informações dos clientes das instituições financeiras. Com isso, com a existência de informações mais detalhadas sobre os perfis dos clientes, haveria uma possibilidade de multiplicar os efeitos do *open banking*. As grandes empresas do setor de varejo podem se interessar por essas bases de dados mais detalhadas e aumentar o efeito de novos entrantes no setor.

Por fim, foi debatida a importância de pensar uma nova abordagem do Judiciário com relação ao mercado de crédito. A inovação está sendo pensada pelo regulador do mercado financeiro, porém, em certas ocasiões, além dos atos praticados pelo regulador, as decisões tomadas pelo Poder Judiciário também exercem papel relevante na discussão e devem, de alguma maneira, ser incluídas no debate.

¹ Um conjunto de medidas para a cooperação em matéria de regulação bancária e melhores práticas no mercado financeiro internacional proposto pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia. Maiores informações em: <https://www.bis.org/bcbs/>.

SESSÃO 3

O MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO NA VISÃO DAS GESTORAS DE RECURSOS

A terceira sessão teve como objetivo discutir o mercado de crédito privado na visão das gestoras de recursos. O cerne da discussão contemplou as dificuldades enfrentadas diante do presente marco regulatório para o desenvolvimento dessa forma privada de financiamento.

De início, salientou-se a importância da diferenciação conceitual entre os gestores independentes e aqueles ligados a conglomerados financeiros, sendo necessário, ainda, diferenciá-los entre públicos e privados. Se públicos, deve-se atentar para o fato de que há desígnios, necessidades e formas de atuação que podem se distanciar dos interesses de uma gestora independente, pois o gestor público deve considerar, ainda, nas suas escolhas, questões complexas, que se interligam a outros fatores da escolha pública.

Os debates avançaram no sentido de buscar esclarecer quais são os entraves identificados pelas gestoras de recursos para o desenvolvimento do mercado de crédito privado no Brasil, tecendo considerações, trazendo dados e elaborando algumas sugestões.

A primeira exposição focou na visão dos gestores de carteira dos fundos de investimento e na apresentação de dados, que demonstraram o crescimento da emissão de ativos de crédito privado, embora ainda exista margem para crescimento do mercado de crédito privado.

Depois, observou-se que o financiamento nas empresas brasileiras se dá, prioritariamente, no mercado nacional e por renda fixa, ou seja, o financiamento por renda variável continua baixo. O nosso nível de capitalização, de fato, melhorou, mas o número de companhias listadas em bolsa de valores acaba sendo inferior ao verificado no passado. Em relação às sociedades anônimas fechadas e demais sociedades empresárias de outros tipos societários, ressaltou-se que poucas são capazes de emitir ativos de capital ou dívida que tenham liquidez, o que inviabilizaria o investimento por parte de fundos de investimentos.

Um dos pontos que se pode identificar nesse mercado é a concentração do crédito no mundo das emissões, o que significa que poucos papéis são emitidos para serem distribuídos para muitas pessoas, mas, ainda assim, são poucas as emissões que dominam todo o processo, e estão concentradas em poucos investidores.

A evolução do mercado de crédito privado entre 2016 e 2018 denota um aumento do volume negociado, bem como do número de negócios com debêntures – que são os títulos de emissão dominante no mercado –, o que mostra uma oxigenação do mercado, mas ainda muito pequena. Tal evolução deve ser vista em um cenário de controle da taxa de inflação e redução da taxa de juros.

Os dados da evolução do mercado de crédito privado também denotam um aumento do

número de operações a partir de 2016, com retomada a patamares relativamente significativos. Basicamente, metade das emissões são debêntures, sendo a outra metade dividida em outros títulos, como notas promissórias e letras financeiras.

Em relação ao volume de emissão de debêntures, nota-se que a emissão das debêntures tradicionais (ou seja, as debêntures emitidas sem o incentivo tributário para os seus titulares) cresceram substancialmente em 2018, o que mostra que, diante do novo cenário nacional, o mercado vai depender mais do mercado de capitais para compor financiamento de longo prazo. Em relação ao estoque doméstico de debêntures, apesar do crescimento, ainda é pequeno, uma vez que o nosso mercado é composto, essencialmente, de títulos públicos.

É de interesse dos fundos de investimentos que haja liquidez no mercado secundário tanto para as debêntures incentivadas quanto para as debêntures tradicionais, pois o aumento da liquidez para as debêntures sem incentivos fiscais para os seus titulares poderia superar uma característica atual do mercado de ativos de dívida, onde a taxa de negociação das debêntures incentivadas no mercado secundário supera muito o das debêntures tradicionais.

Ressaltou-se que há certas dessincronizas no mercado de crédito envolvendo o setor público. A evolução da carteira dos fundos demonstra que predominam os títulos públicos federais, seguidos da renda variável e dos títulos privados corporativos, o que traduz uma potencial idiosincrasia do mercado de capitais brasileiro: poucos ativos de crédito privado nas carteiras de investimentos dos fundos com gestão e administração profissional. Assim, as principais estratégias de investimento adotadas pelo mercado de fundos de investimento girariam em torno de títulos públicos.

Os fundos de investimento vêm alcançando maior espaço como subscritores das ofertas públicas de ativos de crédito privado e vão expandindo, assim, o seu papel nesse mercado. Foi destacado que, entre 2014 a 2016, os subscritores majoritários das ofertas públicas foram os intermediários e outros ligados à própria oferta, ou seja, boa parte das emissões foram retomadas pelos emissores. O aumento da subscrição por fundos de investimento denotaria a renovação de crédito, pois o risco do investimento em ativos de crédito privado passaria das instituições financeiras para os fundos de investimento.

Foi destacado que no contexto de taxa de juros baixas e de inflação controlada os investidores tenderiam a buscar outras formas de rentabilizar as suas aplicações. Tal busca poderia ser feita a partir do investimento em ativos emitidos e negociados no exterior ou pelo aumento da demanda por ativos financeiros de dívida privada emitidos no mercado de capitais brasileiro.

Assim, apontou-se que, se houver o descasamento entre o crescimento da economia e a geração de ativos locais, corre-se o risco de criação de títulos exóticos, inflando um processo que ocorreria de forma natural, ou seja, a economia crescer, as firmas emitirem, tais emissões serem lastradas em programas e processos de crescimento que equilibrariam oferta e demanda. Sendo assim, questionou-se sobre qual seria o caminho para aquecer a economia brasileira e tornar o mercado de capitais mais atrativo.

A esse respeito, mencionou-se, ainda, a questão da indexação no mercado brasileiro, o que torna a discussão mais complexa. Isso porque, mesmo após a implementação do Plano Real, que iniciou o processo de desindexação da economia brasileira no nível da inflação, persistira a necessidade de realização de um processo de desindexação financeira.

Em continuidade da sessão sobre o mercado de crédito privado na visão das gestoras de recursos, a discussão passou a focar no compartilhamento dos possíveis excessos regulatórios que poderiam resultar em ônus para o mercado de dívida privada.

De início, foram destacadas duas possíveis assimetrias: (i) a destinação de regulação mais sutil aos títulos emitidos por instituições financeiras em contraponto à regulação mais intensa destinada aos fundos de investimento e (ii) a regulação mais restritiva imposta aos Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e aos fundos de crédito privado², em comparação com os demais fundos de investimento, diante de uma eventual atribuição de prêmio exagerado quando a carteira do fundo de investimento tem pouca ou nenhuma exposição ao risco de crédito privado. Discutiu-se a razão de existir dessas assimetrias e a real intenção do regulador por detrás delas.

Quanto à primeira assimetria, foi apontado que parece sobressair a desconfiança implícita do regulador de que a próxima crise virá dos fundos de investimento. Nesse sentido, indicou-se que mesmo os fundos de investimento cujo público-alvo seja composto, exclusivamente, por investidores profissionais³ são impedidos de investir os seus recursos em qualquer ativo financeiro, título ou valor mobiliário disponível no mercado; no entanto, essa limitação é mitigada em relação às instituições financeiras, as quais têm maior liberdade para investir em ativos financeiros com diferentes perfis de risco. Outra preocupação

discutida, relacionada à assimetria, seria o potencial tratamento regulatório igualitário dispensado aos fundos de investimento em contraposição ao reconhecimento regulatório das diferentes características das instituições financeiras atuantes em nichos diferentes dos mercados financeiro e de capitais.

Após a discussão das possíveis assimetrias entre a regulação do mercado de fundos de investimento em relação às opções de investimento emitidas por instituições financeiras, foram apresentados alguns exemplos de situações práticas que podem ser vivenciadas pelos gestores de carteiras de fundos de investimento no mercado de crédito privado. Por exemplo, a fiscalização e limitação impostas aos fundos de investimento destinados exclusivamente para investidores profissionais; a classificação *a priori* de grupo de risco diferente para a emissão de debêntures por sociedade anônima aberta ou fechada; a possibilidade de desenquadramento da carteira em decorrência da execução de garantias; a impossibilidade de o gestor divulgar declarações prospectivas aos seus clientes e ao público em geral.

Assim, argumentou-se que os fundos de investimento destinados exclusivamente para os investidores profissionais poderiam ter maior liberdade para selecionar ativos para as suas carteiras.

² Segundo o artigo 118 da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, os fundos de “crédito privado” são aqueles que têm mais de 50% (cinquenta por cento) do seu patrimônio aplicado em ativos de dívida não soberana e, portanto, devem incluir a expressão “crédito privado” na sua denominação.

³ Segundo o artigo 9-A da Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014, são considerados investidores profissionais: (a) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (b) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (c) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (d) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional; (e) fundos de investimento; (f) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (g) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (h) investidores não residentes.

Com relação às emissões de debêntures por sociedades anônimas fechadas, foi dito que deveria haver tratamento equânime entre os limites de alocação para debêntures emitidas por sociedades anônimas fechadas ou abertas, uma vez que parece exagerado assumir, de antemão, que o risco da sociedade anônima de capital fechado é maior do que aquele observado em uma de capital aberto. Vale ressaltar, inclusive, que muitas debêntures negociadas no mercado podem ter sido emitidas por sociedades anônimas fechadas subsidiárias ou controladas por sociedades anônimas abertas.

Outra exigência que gera um custo regulatório assimétrico diz respeito à aquisição de ativos de crédito; as obrigações do gestor para aquisição de ativos de crédito (seja creditório ou debênture) deveriam ser equalizadas com aquelas para demais ativos.

Recomendou-se, também, que o arcabouço regulatório dê maior conforto aos prestadores de serviços (administradores e agentes fiduciários) para que o gestor conduza a execução de garantias de forma célere, tendo em vista que, se a execução é necessária, isso se dá em proteção ao credor/cotista.

Relativamente à Resolução nº 4.661, expedida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 25 de maio de 2018, foram discutidos os limites à maior exposição ao risco de crédito privado por investidores institucionais, especialmente em relação às características de investimento de longo destes investidores. Foram analisadas, ainda, alguns possíveis pontos para aprimoramento da regulação aplicável aos investidores institucionais, com destaque para: (i) a permissão do investimento em debêntures emitidas por sociedades anônimas fechadas;

(ii) a revisão da exigência de coobrigação de instituição financeira para o investimento em ativos financeiros de renda fixa emitidos por sociedades por ações de capital fechado e sociedades limitadas e (iii) a revisão dos limites de concentração por emissor.

Foi assinalado, ainda, que existem situações que parecem escapar do escrutínio regulatório, por exemplo: a atuação de agentes fiduciários que poderiam utilizar o direito de renunciar ao primeiro sinal de possível inadimplemento do crédito e, assim fazendo, obrigar a companhia emissora a procurar um novo agente fiduciário em condições desfavoráveis, e os potenciais conflitos de interesse na assembleia geral de debenturistas de titulares de debêntures que têm outras relações de crédito com a companhia emissora.

Algumas sugestões foram ressaltadas no intuito de aprimorar a regulação dos agentes fiduciários, com destaque para: a possível revisão do processo de acompanhamento dos órgãos reguladores sobre os agentes fiduciários; a possível indicação, na escritura, de emissão das debêntures de agentes fiduciários que assumiriam a função em caso de renúncia do agente fiduciário original; e a possível criação de um sistema que monitore a quantidade de renúncias dos agentes fiduciários.

Foi discutido que a capacidade de os fundos de investimento contribuírem com o crescimento do mercado de crédito privado é de curto prazo, não sendo possível que atuem como financiadores de longo prazo na formação da estrutura de capital das sociedades empresárias. Assim, as pequenas e médias empresas teriam o mercado de crédito bancário como opção quase exclusiva para a captação de recursos.

Relembrou-se que é esperado que o regulador do mercado de capitais tenha um entendimento mais profundo a respeito das características e formas de negociação das ações e outros ativos de renda variável que compõem a estrutura de capital das sociedades empresárias. Entretanto, foi destacado que as distorções no tratamento regulatório entre ativos de capital (*equity*) e de dívida privada (*debt*) precisariam ser sanadas para que o mercado de crédito privado funcione como uma opção de mudança estruturada decorrente do desenvolvimento e sofisticação do mercado de capitais brasileiro.

Por outro lado, foi abordada a possível visão das instituições financeiras de que o estilo de regulação amplamente adotado está em constante descompasso com as inovações promovidas no mercado de crédito.

Foram mencionadas, ainda, as seguintes questões relevantes para a análise circunstanciada do mercado de crédito privado: a aparente percepção negativa do risco de crédito, a necessidade da discussão sobre os custos de conformidade e regulatório, bem como a tendência de tentar resolver questões tributárias por meio da concessão de benefícios fiscais pontuais.



 **FGV DIREITO RIO**