

RELATÓRIO

**GRUPO DE TRABALHO SOBRE
MERCADO SECUNDÁRIO DE DEBÊNTURES**

DEZEMBRO DE 2018

SUMÁRIO

1. CRIAÇÃO E OBJETIVO DESTE GRUPO DE TRABALHOS.....	2
2. REUNIÕES E AUDIÊNCIAS PÚBLICAS.....	2
3. VISAÇÃO GERAL: MECANISMOS DE FINANCIAMENTO DE EMPRESAS	5
4. O MERCADO DE AÇÕES EM NÚMEROS.....	7
5. O MERCADO DE DEBÊNTURES EM NÚMEROS.....	9
6. O PROGRAMA TESOIRO DIRETO	15
7. A RETIRADA DO LIMITE DE INVESTIMENTOS NO TESOIRO DIRETO.	17
8. A INCLUSÃO DE PESSOAS JURÍDICAS NO TESOIRO DIRETO	17
9. CONCLUSÕES SOBRE O TESOIRO DIRETO	18
10. CAMINHOS PARA A CRIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO DE TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA.....	21
11. SUGESTÕES SOBRE O MERCADO SECUNDÁRIO DE DEBÊNTURES	21
11.1. CRIAÇÃO DE UM MERCADO SECUNDÁRIO COM MECANISMOS ADEQUADOS DE TRANSAÇÃO.....	22
11.2. CONCESSÃO DE INCENTIVOS FISCAIS.....	24
11.3. AMPLIAR O ESCOPO DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS	25
11.4. REDUÇÃO DO DEPÓSITO COMPULSÓRIO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS POR ASSUMIREM POSIÇÕES EM DEBÊNTURES	25
11.5. PADRONIZAÇÃO DE CLÁUSULAS FINANCEIRAS	26
11.6. DIMINUIÇÃO DOS CUSTOS DE EMISSÃO	26
11.7. AUMENTO DA INFORMAÇÃO SOBRE OS EMISSORES	28
12. CONCLUSÕES DESTE GRUPO DE TRABALHOS.....	28

1. CRIAÇÃO E OBJETIVO DESTE GRUPO DE TRABALHOS

Criado em 22 de fevereiro de 2018 pelo Deputado Federal Rodrigo Maia, Presidente da Câmara dos Deputados, o “Grupo de Trabalhos destinado a analisar a situação atual do mercado de debêntures no Brasil e propor estratégias para torná-lo mais acessível a todos os segmentos do mercado, independentemente do porte da empresa emissora dos títulos” (GT Debêntures) tem como objetivos estudar e propor soluções para os problemas do mercado secundário de debêntures.

A formação deste grupo de trabalho está inserida em uma agenda de reformas e melhorias das condições para empreender no Brasil, representando renovação do compromisso dos Poderes Legislativo e Executivo em criar condições para o desenvolvimento do cenário nacional. As atividades desenvolvidas pelo grupo de trabalho, descritas no próximo item deste relatório, possibilitaram a participação e aproximação de diversos atores, públicos e privados, em torno do desenvolvimento do mercado secundário de debêntures.

2. REUNIÕES E AUDIÊNCIAS PÚBLICAS

Os dados descritos na introdução deste relatório foram elaborados ou obtidos em estudos realizados na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Na primeira reunião do grupo de trabalhos, realizada em 13/03/18, eles foram apresentados por Ary Oswaldo Mattos Filho e Renato Vilela, e a agenda de trabalhos foi definida.

A primeira audiência pública foi realizada em 03/04/18 e contou com a participação de Heglehyschynton Marçal, Diretor Executivo da Caixa Participações S.A., e Andre Soares Loureiro, Superintendente da Área de Investimentos no Mercado de Capitais do BNDES. Em sua apresentação, Heglehyschynton Marçal fez um apanhado geral do cenário das debêntures. Suas sugestões giram em torno das condições de aquisição de debêntures por instituições financeiras e da tributação. Assim, ele sugere que o Fator de Ponderação de Risco e o *rating* dos emissores tenham sua disciplina alterada, de modo a possibilitar uma redução das obrigações de depósito compulsório

das instituições financeiras. Ele também sugere uma diminuição da alíquota do imposto de renda sobre pessoas jurídicas em relação a operações com debêntures.

A exposição de Andre Soares Loureiro complementou o cenário exposto na primeira apresentação, trazendo dados sobre debêntures incentivadas. Além disso, foram apresentadas medidas do BNDES e do BNDESPAR que visam estimular o financiamento por meio de debêntures. As informações apresentadas são de extrema relevância, porém, não representam sugestões diretas de ação por este grupo de trabalhos.

A segunda audiência pública foi realizada em 24/04/18 e contou com a presença de José Franco Medeiros de Moraes, Subsecretário da Dívida Pública da Secretaria do Tesouro Nacional; João Gualberto Rocha, Consultor da Câmara Brasileira da Indústria da Construção - CBIC; Flávio Pinheiro de Castelo Branco, Gerente Executivo de Políticas Econômicas da Confederação Nacional da Indústria – CNI e Sílvia Marques de Brito e Silva, Chefe do Departamento de Regulação do Sistema Financeiro do Banco Central.

José Franco Medeiros de Moraes (Secretaria do Tesouro Nacional) expôs o sistema de funcionamento do Programa Tesouro Direto. Em um primeiro ponto, foi argumentado que títulos públicos possuem boa liquidez e segurança. Dado que essas são “condições ideais” para a emissão de títulos, as taxas de remuneração do Tesouro Direto servem de ponto de partida para as taxas de debêntures, que contam com menor liquidez e menos segurança. Além disso, José Franco indicou melhorias no Programa Tesouro Direto que podem ser aplicadas aos títulos privados. Entre elas, destaca-se a padronização das cláusulas financeiras. Também foi destacado que não há um mercado secundário para os títulos públicos, pois o próprio Tesouro Direto garante a recompra dos títulos. Em uma fala posterior, José Franco informou que benefícios tributários destinados apenas a pessoas físicas afastam a presença de investidores institucionais, o que pode prejudicar o desenvolvimento do mercado de debêntures.

João Gualberto Rocha (Câmara Brasileira da Indústria da Construção) destacou o elevado custo para emissão de debêntures, afirmando que títulos de menos de R\$ 30 milhões não suportam o custo de emissão e gestão. Segundo ele, o custo é de até 5% do valor de lançamento. João Rocha também foi enfático em relação à fragilidade das garantias de recebimento de projetos eventualmente financiados por debêntures. Para ele, o problema é que a remuneração dos projetos não é assegurada de forma consistente, o que prejudica a viabilidade de empresas transmitirem segurança a debenturistas. Também foram propostas mudanças nas debêntures de infraestrutura, de forma a ampliar o escopo para projetos de “infraestrutura social”, abarcando todos os projetos passíveis de Parcerias Público Privadas.

Flávio Pinheiro de Castelo Branco (Confederação Nacional da Indústria) reiterou o custo de colocação elevado, destacando custos com material publicitário e problemas no sistema de registro. Por fim, Sílvia Marques de Brito e Silva (Banco Central) destacou que o Banco Central não regula a emissão de títulos. Ela defendeu que o fortalecimento de garantias e melhoria das informações beneficiaria o mercado. Sílvia Marques argumentou também pela criação de uma central de balanços eletrônica para garantir acesso à informação.

Nos encaminhamentos finais dessa audiência pública, o sr. Presidente do grupo de trabalhos possibilitou o envio pelos participantes de notas técnicas. Entretanto, até a finalização deste relatório, as notas técnicas não foram enviadas.

Posteriormente, em 25/04/2018, foi realizada uma reunião por videoconferência com representantes do BNDES. Além de reiterar o interesse em contribuir para melhorias no mercado secundário de debêntures, a instituição manifestou preocupação com a presença de dois ambientes de negociação (Bovespa Fix e Cetip Trader) sob uma mesma empresa (a B3). O diagnóstico é que a existência de dois ambientes causa uma divisão no mercado e prejudica a liquidez. Ainda assim, a existência de mais de um mercado não é necessariamente ruim, pois pode levar a uma competição entre entidades gestoras. Porém, dado que ambos são administrados por uma empresa, esses efeitos positivos não ocorreriam.

Como encaminhamento dessa reunião, foi sugerido um encontro entre o grupo de trabalhos, a B3 e o BNDES. Isso ocorreu por meio de teleconferência em 09/05/2018. Nessa ocasião, a B3 também manifestou seu interesse em colaborar com melhorias no mercado de debêntures. Ato contínuo, foi acertada a realização de uma reunião presencial entre representantes da B3, do BNDES e do grupo de trabalho.

Paralelamente, representantes do Ministério da Fazenda entraram em contato com os membros deste grupo de trabalho, manifestando interesse em participar e colaborar com as discussões. Nesse contato, foi acertada a realização de uma reunião entre o Ministério da Fazenda e o grupo de trabalho.

Todas as entidades ouvidas nas audiências e reuniões realizadas por este grupo de trabalho concordam que é necessário promover o mercado secundário de debêntures e que isso contribuirá com o desenvolvimento nacional. As dúvidas que permanecem são sobre quais medidas devem ser adotadas e quais são as prioritárias.

3. VISAO GERAL: MECANISMOS DE FINANCIAMENTO DE EMPRESAS

Os mecanismos de financiamento de empresas são ponto central para o desenvolvimento econômico do país. Tradicionalmente, eles são divididos entre a obtenção de recursos por meio de emissão de títulos de participação societária e de instrumentos de dívida. Empresas podem utilizar desses mecanismos em negociações privadas ou públicas.

Quando há oferta pública, os títulos de participação societária ou de dívida são considerados valores mobiliários, cujos exemplos típicos são ações (preferenciais ou ordinárias), debêntures e quotas de fundos de investimento. Ofertas públicas exigem regras que organizem o procedimento de emissão e protejam os investidores.

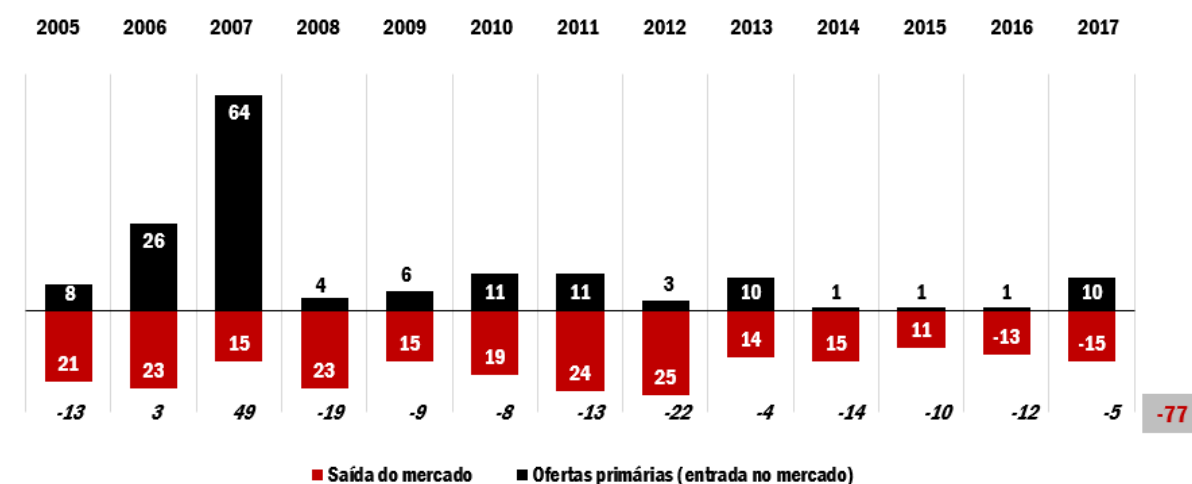
Além do mercado primário (de captação), é essencial a existência de mercado secundário para dar liquidez aos investimentos em valores mobiliários. A liquidez é um dos fatores que afeta o preço dos valores mobiliários e a sua falta pode prejudicar a existência de ofertas primárias.

4. O MERCADO DE AÇÕES EM NÚMEROS

Em relação às ofertas primárias e ao mercado secundário de ações, o cenário brasileiro conta com um grande número de normas e também com a atenção da literatura nacional. Vale notar, no entanto, a expressiva queda do número de empresas com ações negociadas em bolsa, demonstrado no Gráfico 01.

Gráfico 01: Ofertas públicas de ações (2005 – 2017)

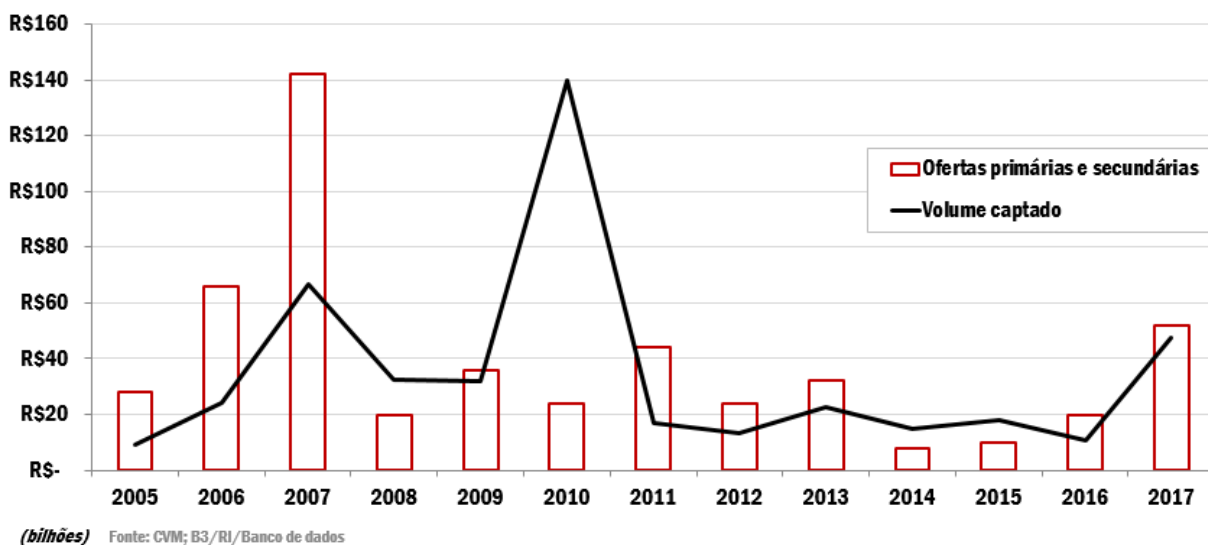
Saída do mercado e Ofertas primárias (entrada no mercado), por ano



Ainda que se considere a diminuição relatada acima, o volume de recursos é relevante. Desconsiderando o volume anormal para o ano de 2010 (cuja causa é a oferta de ações pela Petrobras), ofertas primárias e secundárias de ações movimentam bilhões de reais, conforme demonstrado no gráfico 02.

Gráfico 02: Ofertas públicas de ações (2005 – 2017)

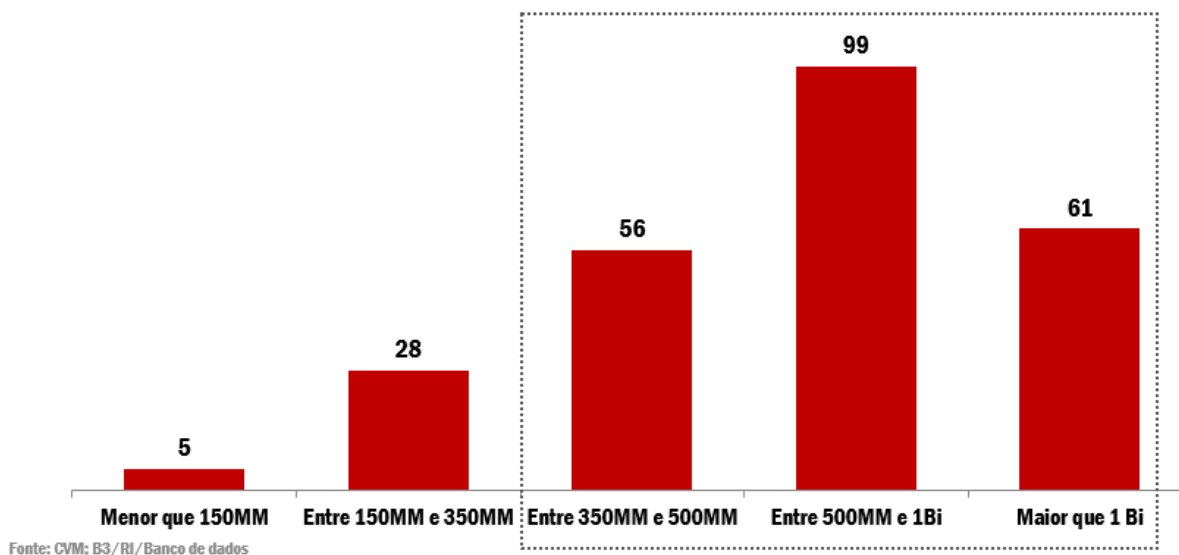
Volume de captação e ofertas primárias + secundárias, Total = 253



O grande volume de recursos, no entanto, concentra-se em poucas emissões, realizadas por grandes empresas. Isso indica que a emissão pública de ações não é, no cenário atual, um instrumento viável para o financiamento de empresas de médio e pequeno porte. O gráfico 03 ilustra a distribuição típica das ofertas e a sua concentração em emissões de valor total superior a R\$ 350 milhões.

Gráfico 03: Ofertas públicas de ações (2005-2017)

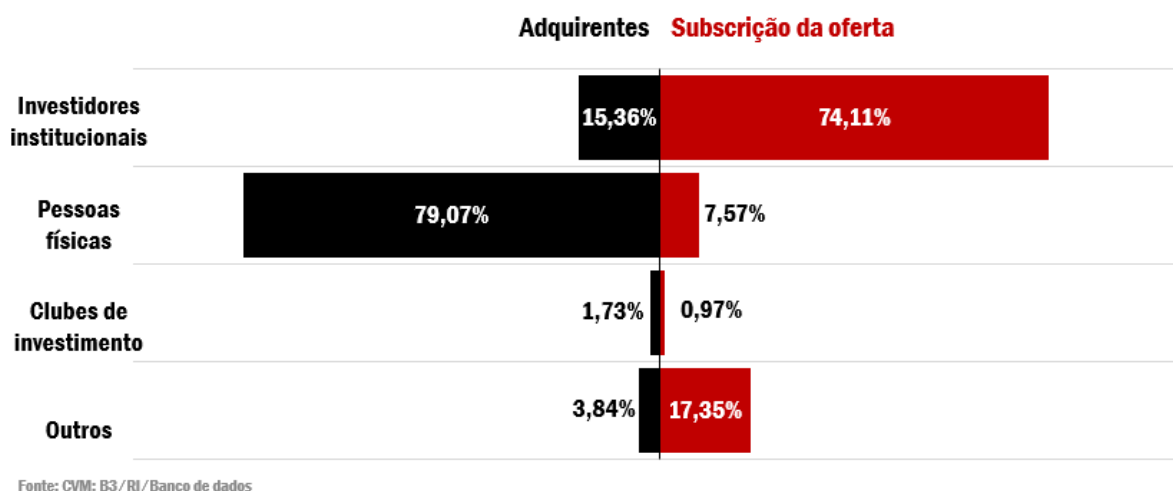
Faixas de volume das ofertas em R\$ e número de ofertas, Total = 253



Nota-se também que o volume de recursos aportados é, em sua maior parte, oriundo de investidores institucionais. Ainda que somado aos recursos aportados por clubes de investimentos, pessoas físicas participam com menos de 10% do valor total. A participação da proporção por volume investido e a participação por tipos de investidores é ilustrada no gráfico 04.

Gráfico 04: Ofertas públicas de ações (2005-2017)

Percentual de subscrição por tipo de investidor, Total = 253



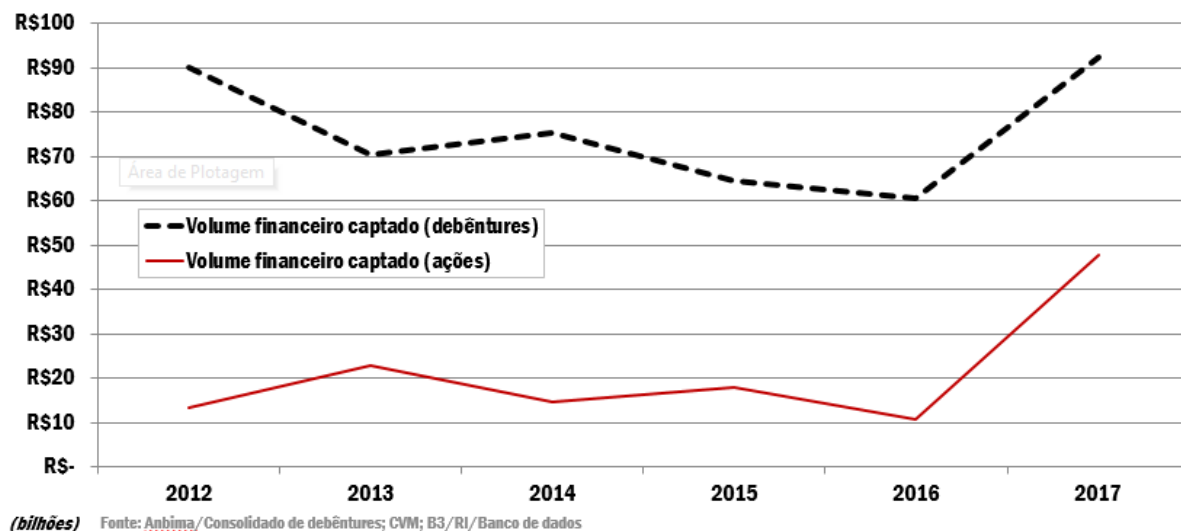
O mercado de ações sem dúvida desempenha hoje papel importante para a economia nacional. De outra banda, o mercado de debêntures movimenta quadro vezes mais recursos do que ações como demonstrado a seguir.

5. O MERCADO DE DEBÊNTURES EM NÚMEROS

Apesar de variações, o volume captado por emissões de debêntures é consistentemente superior ao de ações¹, conforme demonstra o gráfico 05 abaixo:

¹ Cumpre notar que parte do volume das transações pode ser devido à substituição de contratos de mútuo financeiro por debêntures, uma vez que elas contam com regime tributário mais favorável. Isso porque empréstimos estão sujeitos à incidência de IOF, ao passo que o art. 32, §2º, VI do Decreto 6.306/07 estabelece alíquota 0 de IOF para debêntures.

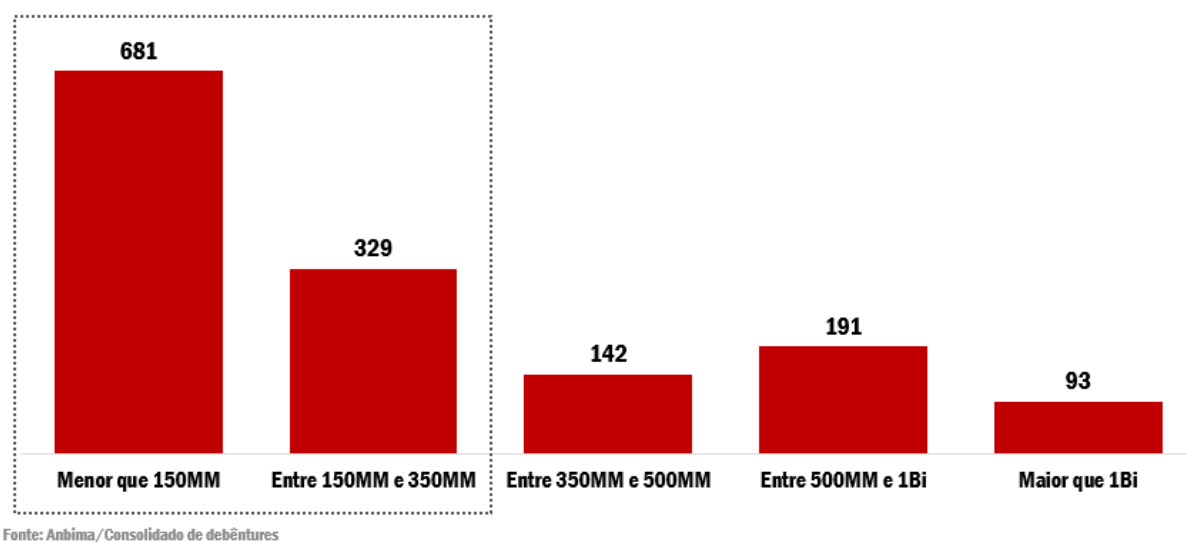
Gráfico 05: Oferta de debêntures (2012-2017),
Volume de captação em comparação com ofertas de ações



Os dados levantados indicam que o valor de uma emissão típica de debêntures está abaixo de R\$ 150 milhões. Esse valor sugere que debêntures são utilizadas por um espectro maior de empresas, pois, ampliada a base de captação. O gráfico 06 mostra a distribuição do número de emissões por valor da oferta.

Gráfico 06: Oferta de debêntures (2012-2017)

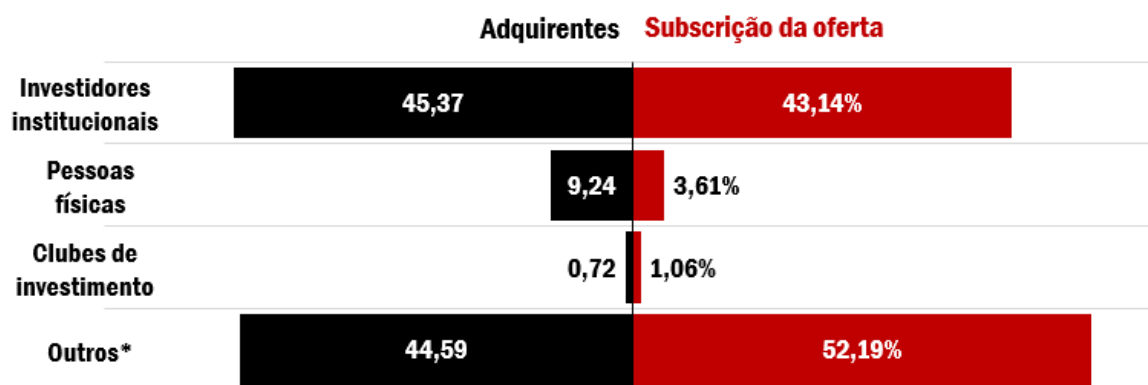
Faixas de volume das ofertas em R\$ e número de ofertas, Total = 1430



Assim como no mercado de ações, pessoas físicas participam com menos de 10% do valor de captação. Quase metade dos recursos é aportado por investidores institucionais e o restante por instituições financeiras que detém relacionamento com a empresa emitente. Os dados de distribuição e participação dos adquirentes são mostrados no gráfico abaixo.

Gráfico 07: Oferta de debêntures (2012-2017),

Percentual de subscrição por tipo de investidor, Total = 1430



*Instituições financeiras participantes da distribuição e/ou que detém relacionamento com a emitente

Fonte: Anbima/Consolidado de debêntures

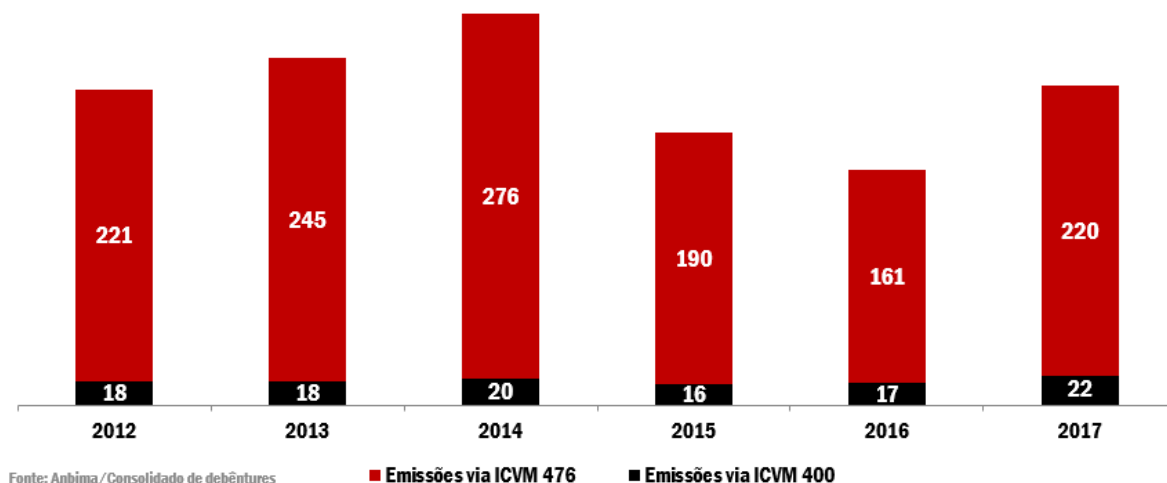
A maioria das debêntures é emitida de acordo com a Instrução CVM nº 476/2009 (e posteriores alterações), com rito mais simplificado e menos custoso que as ofertas nos termos da Instrução CVM nº 400/2003 (e posteriores alterações). O público alvo das ofertas via Instrução CVM nº 476/2009 é mais restrito: essas debêntures só podem ser oferecidas a um número limitado de investidores profissionais². O gráfico a seguir mostra a distribuição dessas ofertas.

² CVM, Instrução 476, "Art. 3º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais.

Gráfico 08: Oferta de debêntures (2012-2017)
Ofertas via ICVM nº 400 e ICVM nº 476, Total = 1430

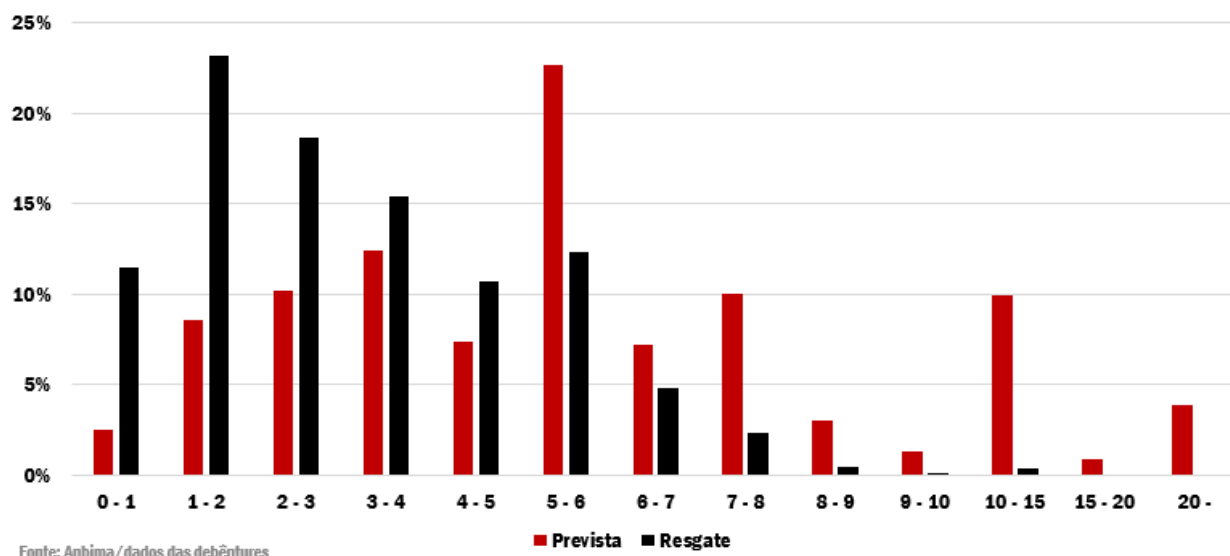


Apesar do volume e número de operações no mercado primário, o mercado secundário de debêntures apresenta sérias deficiências. Há dois espaços de negociação, o Bovespa Fix e o Cetip | Trader. Com a fusão da BM&FBOVESPA e a CETIP, ambos passaram a ser administrados pela B3. Entretanto, nenhum deles possibilita aos detentores a oportunidade de se desfazerem de suas posições sem um desconto significativo. Em outras palavras, não há ambiente de negociação para o detentor da debênture negociar diretamente o seu título. Sem essa possibilidade de circulação, constata-se que não há liquidez no mercado secundário de debêntures.

A falta de liquidez tem consequências diretas aos títulos. Dado que investidores não conseguem se desfazer de suas posições, debêntures são emitidas com prazo reduzido de maturação ou vencimento: para os títulos emitidos entre 2005 e 2017, a média de prazo para o vencimento prevista nas escrituras é de 5,93 anos. Considerando a data de resgate de títulos que já foram retirados do mercado, que pode ocorrer antes do prazo de vencimento pela implementação de condições previstas na escritura, a média cai para apenas 3 anos. O gráfico 09 demonstra a distribuição desses títulos de acordo com o prazo estabelecido na emissão e o período de tempo até o resgate efetivo.

Gráfico 09: Duração das debêntures (2005 – 2017)

Previsão na emissão x Prazo até o resgate. Distribuição dos títulos por anos, em %

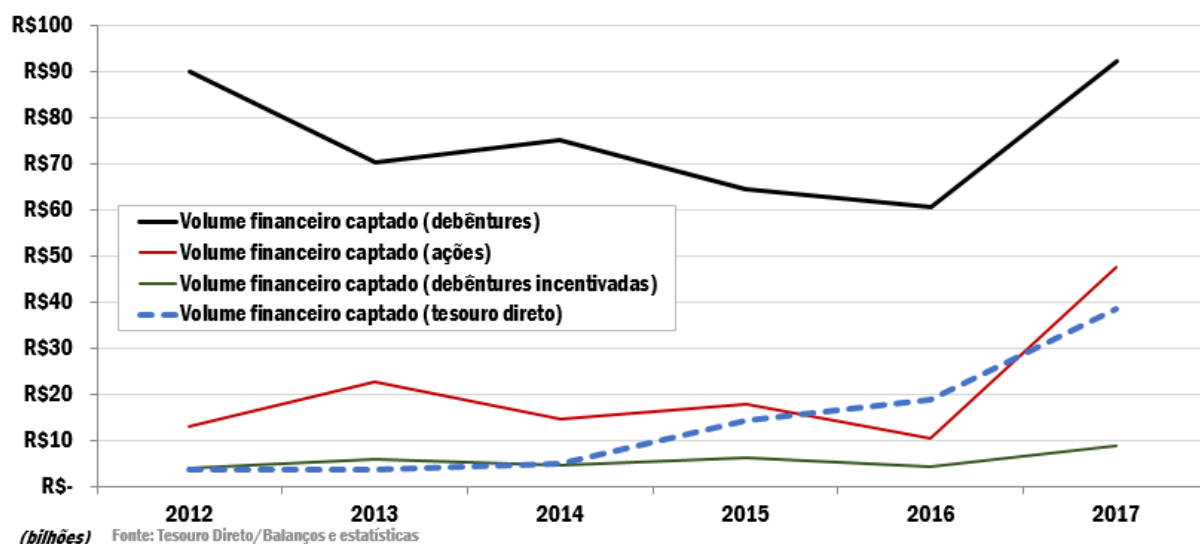


Esses dados sugerem o motivo para as debêntures não se mostrarem viáveis para financiar empreendimentos de longo prazo, tal como seria a sua finalidade. Por outro lado, debêntures são mais facilmente compreendidos por investidores se comparados às ações. Isso porque elas contam com um número de variáveis menor: investidores devem estar atentos ao índice (pré-fixado), ao custo de oportunidade e à capacidade de pagamento do emissor. As ações, por sua vez, exigem também atenção ao desempenho e às condições de mercado da empresa emitente, o que podem se desdobrar em uma série de fatores. Assim, era de se esperar que debêntures fossem mais atrativas a pessoas físicas e, portanto, mobilizassem a economia popular. Todavia, a baixa liquidez prejudica a presença desses investidores.

Observando o Programa Tesouro Direto, que negocia títulos de renda fixa da dívida pública, é possível ter uma noção do potencial não aproveitado no mercado de renda fixa privada. Em poucos anos, o programa do Tesouro Nacional cresceu acentuadamente, atualmente contando com

estoque de aproximadamente R\$ 50 bilhões e 600.000 investidores ativos³. O gráfico 10 abaixo compara a evolução da captação do Programa Tesouro Direto com ações e debêntures.

Gráfico 10: Programa Tesouro Direto
em comparação com ofertas de ações e debêntures



O número de investidores ativos no Programa Tesouro Direto é próximo ao da bolsa de valores, que conta com 660.000 pessoas físicas participantes⁴. Por outro lado, o volume de negociação ocorre apesar de duas importantes restrições: participam do Programa Tesouro Direto apenas pessoas físicas, e há limite mensal de investimento de R\$ 1 milhão.

Títulos do Tesouro Direto não são negociados em um verdadeiro mercado secundário e a liquidez é assegurada pela recompra de títulos pelo próprio Tesouro Nacional. A contrapartida é que esse mecanismo resulta na exposição do Tesouro Nacional, na medida em que os títulos podem, a qualquer tempo, ser resgatados antecipadamente pelos investidores. Por outro lado, há percepção de segurança em relação ao pagamento no

³ De acordo com as informações do Tesouro Nacional no relatório março de 2018 do Programa Tesouro Direto, disponível em <http://www.tesouro.gov.br/pt/balanco-e-estatisticas>

⁴ Conforme informações disponíveis em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas/

vencimento e a presença de apenas um emitente possibilita a padronização de cláusulas financeiras.

Difícilmente será possível replicar esses níveis de liquidez, segurança e padronização nas debêntures privadas. Entretanto, mudanças no mercado secundário que caminhem nessa direção podem resultar em melhores condições de emissão e aquisição dos títulos, trazendo condições mais favoráveis ao financiamento das empresas.

De outro lado, a existência de um mercado líquido de debêntures poderá servir como elemento que viabilize o financiamento de longo prazo nos processos de privatização ou concessão, além de aliviar o BNDES da necessidade de ser o financiador quase que único desse processo de desinvestimento do Estado. Não se pode esquecer que a existência de um mercado secundário poderá ser o mecanismo para devolução ao mercado de parcela ponderável dos investimentos do BNDESPAR, hoje com baixa liquidez. Finalmente, a liquidez proporcionada pela existência de um mercado secundário dará um mecanismo mais aguçado na formação de preços das debêntures.

Em resumo, o financiamento por meio de debêntures no Brasil, apesar da pouca atenção recebida por parte dos governantes, representa um volume em muito superior ao do mercado de ações. A presença de problemas evidentes deve ser vista com otimismo, pois isso significa que há espaço para melhorias, de modo que as debêntures podem ocupar papel ainda mais importante no desenvolvimento nacional. O sucesso e crescimento do Tesouro Direto mostram que o brasileiro possui interesse e está disposto a investir em títulos de renda fixa, desde que existam condições mínimas de mercado.

6. O PROGRAMA TESOIRO DIRETO

Embora não tenha sido o foco inicial deste grupo de trabalho, o estudo do funcionamento do Programa Tesouro Direto contribuiu para a compreensão dos elementos necessários ao bom funcionamento do mercado de debêntures, bem como permitiu a este grupo de trabalho elaborar encaminhamentos para expandir e melhorar o programa.

Conforme descrito anteriormente, não existe um mercado secundário no Programa Tesouro Direto. A opção de desinvestimento é dada pela garantia de recompra dos títulos, de sorte que todas as operações possuem como contraparte o próprio Tesouro Nacional. Caso um investidor lance uma ordem de venda simultaneamente a outro com uma ordem de compra, serão realizadas duas transações envolvendo o Tesouro Nacional, e não um encontro dessas ordens com uma única transação entre investidores.

Esse sistema de liquidez garantida pelo emissor é mais simples do que um mercado secundário e, até certo ponto, justificável em um cenário de pouco volume ou transações. Entretanto, a obrigação de recompra a qualquer tempo acarreta risco ao emitente: o Tesouro Nacional pode ser levado a desembolsar quantias significativas caso um grande número de investidores, motivados por mudanças no cenário econômico ou na situação do emissor, resolvam exercer a opção de resgate. Esse risco pode levar o Tesouro Nacional a limitar o crescimento do Tesouro Direto, deixando de emitir títulos para controlar o estoque de dívida.

Nesse ponto, cumpre ao Tesouro Direto observar o exemplo do mercado de títulos privados. Assim, a melhor forma de expandir o programa e garantir a liquidez sem aumentar a exposição do Tesouro Nacional é aprimorar o ambiente de negociações, de modo que as operações passem a ser realizadas em um verdadeiro mercado secundário. Isso significa adotar mecanismos que permitam que ordens de compra de investidores encontrem diretamente ordens de venda e vice-versa, de modo que investidores possam transacionar suas posições sem envolver o Tesouro Nacional como contraparte.

Existindo um mercado secundário e, portanto, eliminando a dependência da recompra como o único instrumento de liquidez aos títulos de dívida pública, será possível expandir a captação da economia popular. Essa expansão pode levar a um cenário de competição entre credores do Programa Tesouro Direto e investidores institucionais que participam por outros meios de emissão da dívida pública, o que pode servir de fator para a redução dos juros sobre títulos de dívida pública. Além disso, a negociação em um mercado secundário introduzirá esse ambiente de negociações ao público do Programa

Tesouro Direto. Assim, essa mudança permitirá que o programa avance no seu objetivo de promover a educação financeira do público brasileiro.

Em resumo, a negociação dos títulos da dívida pública no mercado secundário fortalecerá o Programa Tesouro Direto, criando um cenário possível de redução dos juros da dívida pública, diminuirá a exposição do Tesouro Direto em relação à dívida e promoverá a educação financeira popular. Essas consequências são de interesse público, o que torna imperativa o aprimoramento do ambiente de negócios para a criação de um verdadeiro mercado secundário.

7. A RETIRADA DO LIMITE DE INVESTIMENTOS NO TESOIRO DIRETO

Além da implementação do mercado secundário, duas medidas contribuem para a expansão do Programa Tesouro Direto. A primeira é a eliminação do limite de investimentos, que é de R\$ 1 milhão de reais ao mês. Esse limite é justificável em um estágio inicial do programa, uma vez que contribui para a dispersão dos títulos. Entretanto, o Programa Tesouro Direto já está em uma fase madura de seu desenvolvimento, e a exclusão do limite não ameaça a dispersão do seu estoque de R\$ 50 bilhões ou a redução dos 600 mil participantes ativos. Assim, a principal aparente consequência prática da limitação é afastar credores com maior potencial de investimento.

A previsão para a imposição do limite a investimentos consta no sexto item da cláusula '2.3.1.' do Regulamento do Programa Tesouro Direto, estabelecido pela Portaria 197 do Tesouro Nacional. A recomendação deste grupo de trabalhos é que o Tesouro Nacional elimine essa previsão, permitindo que credores invistam em títulos do Programa Tesouro Direto sem um limite mensal.

8. A INCLUSÃO DE PESSOAS JURÍDICAS NO TESOIRO DIRETO

A segunda medida que contribui com a expansão do Programa Tesouro Direto é a possibilidade de aquisição dos títulos por pessoas jurídicas. Atualmente, a Lei nº 10.179/2001 autoriza a emissão de títulos da dívida

pública por meio de oferta pública apenas para pessoas físicas⁵. Novamente, essa restrição fez sentido em um primeiro momento, quando o objetivo do programa era aproximar as pessoas físicas do mercado de títulos públicos. A presença de 600 mil investidores ativos indica que esse objetivo foi superado, o que esgota a finalidade da exclusão de pessoas jurídicas dessas negociações. Logo, assim como no caso do limite mensal de investimentos, a exclusão de pessoas jurídicas atualmente influencia no afastamento de investidores.

Além de aumentar a profundidade da rede de credores, a inclusão de pessoas jurídicas contribuirá também para a sua diversidade. Ao contar com um público homogêneo, o Tesouro Direto está sujeito às variações e necessidades das pessoas físicas. Isso pode ser um problema, especialmente no cenário atual, em que a recompra é a única opção de liquidez dos títulos. Desse modo, a diversidade trazida ao conjunto de credores pela inclusão de pessoas jurídicas ameniza o risco de crises econômicas que afetem pessoas físicas com maior intensidade resultem em pagamentos pelo Tesouro Direto.

Assim, a inclusão de pessoas jurídicas traz benefícios ao Programa do Tesouro Direto, favorecendo a profundidade e a diversidade da rede de credores, além de tornar mais democrático o acesso aos títulos da dívida pública. Novamente, esses resultados vão ao encontro do interesse público, o que torna necessária a inclusão de pessoas jurídicas no programa. Para que ela possa ser implementada, deve-se alterar o art. 3º, II da Lei 10.179/01. Nesse sentido, uma minuta do projeto de lei que propõe a alteração é apresentada em anexo a este relatório.

9. CONCLUSÕES SOBRE O TESOUREO DIRETO

A negociação de títulos da dívida pública brasileira em um mercado secundário não é exatamente uma novidade, dado que títulos semelhantes (bonds) são negociados em mercados secundários no exterior.

⁵ Lei 10.179/01, “Art. 3º Os títulos da dívida pública serão emitidos adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda:

(...)

II - oferta pública para pessoas físicas, na hipótese do inciso I do caput do art. 1º”.

Paradoxalmente, investidores brasileiros encontram melhores condições para investir em títulos de dívida brasileira em mercados estrangeiros do que em mercados nacionais, uma vez que títulos brasileiros são livremente negociados, com formação de preço e liquidez. Nesse sentido, a criação de um mercado secundário para títulos de renda fixa de dívida pública é uma inovação apenas na medida em que busca criar um ambiente de negociação em território nacional já existente em mercados estrangeiros.

Por outro lado, a negociação em um verdadeiro mercado secundário não significa que o Tesouro Nacional deverá deixar de recomprar títulos para garantir a liquidez. Para isso, basta que lance uma ordem de compra, na forma como entender adequado. Entre as hipóteses de ação, o Tesouro Nacional poderá emitir a ordem com um deságio em relação aos títulos com oferta pública em andamento. Dessa forma, pessoas que desejam desinvestir poderão realizar a sua posição com um preço entre aquele estabelecido pelo Tesouro Nacional e o preço da oferta pública em curso, caso a ordem de venda encontre um comprador interessado em adquirir títulos abaixo do preço da oferta em curso. No pior cenário para o investidor, a ordem de saída encontrará a ordem de compra do Tesouro Nacional. Nesse caso, o investidor absorverá o deságio, que representará lucro para o Tesouro Nacional.

Além disso, o Tesouro Nacional poderá adotar estratégias diferentes de ação para cada título no mercado secundário. Assim, é possível que sejam lançadas ordens de compra sem deságio para títulos emitidos apenas para pessoas físicas, preservando o sistema atual, e que não sejam lançadas ordens de compra para títulos lançados apenas para pessoas jurídicas.

Esses cenários ilustram uma pequena parcela das possibilidades de ação que o Tesouro Nacional passará a contar caso passe a operar em um verdadeiro mercado secundário. O mais importante é que eles demonstram que é possível que o Programa Tesouro Direto passe a ser executado em um mercado secundário sem romper com os níveis de qualidade na liquidez e segurança que seus títulos atualmente proporcionam.

10. CAMINHOS PARA A CRIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO DE TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA

Há três formas de esse mercado secundário ser adotado. Primeiro, o Tesouro Nacional pode evoluir a sua plataforma atual, permitindo que os investidores negociem entre si. Além disso, pode-se passar a negociar em um dos mercados já existentes, o Bovespa Fix e o Cetip | Trader. Por fim, é possível que um novo mercado seja criado e gerido por alguma entidade que não seja a B3 ou o Tesouro Nacional. Entre as entidades elegíveis para a administração desse novo mercado, encontram-se a Caixa Econômica Federal e o BNDES, as quais manifestaram interesse na medida ao longo das discussões deste grupo de trabalho.

Qualquer que seja o caminho adotado, é necessário que o mercado secundário para títulos da dívida pública mantenha a facilidade de acesso hoje existente para os investidores. Esse aspecto é um problema dos atuais espaços de negociação para títulos de dívida privados, na medida em que, no Brasil, os mercados existentes são voltados para investidores institucionais, exigindo intermediários para a participação de pessoas físicas.

Por outro lado, é interessante que o mercado secundário a ser formado aceite também títulos de renda fixa privada. Negociados em um mesmo ambiente, os títulos públicos fornecerão visibilidade aos títulos privados.

Por fim, a adoção de um mercado secundário demandará investimentos. Dado que a existência desse mercado produzirá diversos efeitos que são de interesse público, o entendimento desse grupo de trabalho é de que esse investimento deve ser realizado. Assim, o grupo de trabalho recomenda que seja destinada verba orçamentária para custear a implementação dos mecanismos para operação do mercado secundário de títulos públicos.

11. SUGESTÕES SOBRE O MERCADO SECUNDÁRIO DE DEBÊNTURES

Retornando propriamente ao debate do mercado secundário de debêntures, tem-se que as sugestões lançadas nas audiências públicas foram as seguintes:

- Criação de um mercado secundário com mecanismos adequados de transação;
- Conceder incentivos fiscais;
- Ampliar o escopo das debêntures de infraestrutura;
- Reduzir o depósito compulsório de instituições financeiras por assumirem posições em debêntures;
- Padronizar cláusulas financeiras;
- Diminuir o custo de emissão; e
- Aumentar a informação sobre os emissores.

11.1. CRIAÇÃO DE UM MERCADO SECUNDÁRIO COM MECANISMOS ADEQUADOS DE TRANSAÇÃO

A criação de um mercado secundário partiu, em maior ou menor medida, de todos os participantes ouvidos nas reuniões e audiências públicas, bem como dos membros deste grupo de trabalho. A existência de um mercado secundário que assegure a transação de títulos de dívida privados é de interesse público, pois essencial para o financiamento de empreendimentos e para o desenvolvimento nacional. Esse papel é ainda mais relevante diante do cenário atual, no qual há diminuição do crédito disponível frente às necessidades de investimento. Isso justifica e comanda a tomada de ação por instituições cujo objetivo é promover o interesse público.

Os espaços que atualmente existem para transações não obtiveram êxito em promover a liquidez dos títulos de renda privada. Um dos problemas desses espaços está na dificuldade de acesso dos investidores, que precisam contar com instituições financeiras intermediárias. Isso não ocorre nos espaços de negociação de ações ou no Programa Tesouro Direto. A necessidade de intermediação afasta e torna mais cara a participação de pessoas interessadas em adquirir títulos privados de dívida.

Em tese, há duas formas alternativas de esse problema ser superado: os espaços atuais tornam o seu ambiente de negociação mais atraente para investidores comuns, ou é criado um novo mecanismo que, em sua origem, seja adequado. Em relação ao primeiro caminho, já foram tomadas

ações que buscavam a melhoria nos ambientes existentes. Entretanto, esses projetos não foram finalizados ou não surtiram os efeitos desejados. Há um problema de fundo nesses mercados cuja compreensão escapa ao entendimento deste grupo de trabalho. De toda sorte, não há perspectivas de que esses ambientes consigam, num curto prazo, garantir liquidez e condições para a transação de debêntures. Desse modo, o entendimento deste grupo de trabalho é que o melhor caminho a ser tomado é a criação de um novo ambiente de negociação que, em sua origem, tenha como missão garantir o amplo acesso de investidores e a liquidez dos títulos nele negociados.

Em sendo assim, cumpre ao Estado, a quem cabe atender e promover o interesse público, tomar medidas que viabilizem criação desse espaço de negociações pelo setor privado, ou, na impossibilidade disso, pelo setor público. Conforme exposto nos tópicos relativos ao Programa Tesouro Direto, é interessante que o Tesouro Nacional crie mecanismos que permitam a transação de títulos públicos e privados. Além dos benefícios diretos ao Tesouro Nacional, já expostos neste relatório, um ambiente único de negociação promoverá os títulos privados na medida em que eles serão expostos aos investidores interessados em títulos públicos. Além disso, a qualidade de gestão que o Tesouro Nacional demonstrou no Programa Tesouro Direto dará credibilidade a esse ambiente de negócios.

Ainda que se decida por não colocar os títulos públicos em um mercado secundário, a necessidade e oportunidade de criação de um mercado para títulos privados de fácil acesso aos investidores se mantém. Assim, é uma forte recomendação deste grupo de trabalho que instituições voltadas à promoção do interesse público adotem as medidas necessárias para a criação desse ambiente de negócios.

Nessa linha, é possível que o Tesouro Nacional empregue a sua expertise para a formação e administração de um mercado secundário de títulos privados. Além dele, mostraram-se interessados na tarefa a Caixa Econômica Federal, o BNDES e a própria B3.

De outra banda, dado os efeitos positivos que a criação desse mercado trará ao desenvolvimento nacional, este grupo de trabalho opina pela

alocação de valores orçamentários para o custeio da implementação dos mecanismos necessários à criação do mercado secundário de títulos privados.

11.2. CONCESSÃO DE INCENTIVOS FISCAIS

A proposta de concessão de benefícios fiscais foi trazida por Heglehyshynton Marçal, Diretor Executivo da Caixa Participações S.A. Essa proposta busca reduzir o custo de emissão e fomentar liquidez. Ela busca amparo nos ganhos de liquidez de debêntures incentivadas, que contam com benefícios fiscais para pessoas físicas.

Em primeiro lugar, deve-se ter presente que o nível de liquidez desses títulos não é adequado, apesar de ser melhor do que os demais títulos. Em outras palavras, ainda que contem com benefícios fiscais e uma presença maior de pessoas físicas, debêntures incentivadas não são títulos que permitem o desinvestimento imediato sem um deságio significativo.

Há dúvidas também se a concessão de um tratamento semelhante aos demais tipos de debêntures trará benefícios ao mercado, pois é certo que a diminuição do custo, em todo ou em parte, será absorvida pelos atores que participam do procedimento de emissão. De toda sorte, a experiência histórica brasileira não recomenda incentivos fiscais, dado o insucesso recorrente desse tipo de mecanismo desde o Decreto 157/1967. Além disso, benefícios fiscais deveriam ser medidas temporárias cujos efeitos cessam quando da sua revogação, o que não ocorre no mundo real.

Por outro lado, estender benefícios a todo o mercado significaria abrir mão da arrecadação de impostos para setores não prioritários à população. Um benefício amplo atingirá um grande número de empresas e investidores, o que torna difícil a sua revogação, ainda que o objetivo de fomentar o mercado já tenha sido atingido há muito tempo. Ademais, a previsão constitucional atual demanda que incentivos fiscais sejam

acompanhados de estimativas de impacto financeiro e orçamentário, tarefa que foge ao escopo deste grupo de trabalho⁶.

Por fim, o objetivo deste grupo de trabalho é o mercado de títulos privados seja alternativa natural e competitiva a outras formas de financiamento. A concessão de benefícios fiscais vai de encontro a essa ideia, gerando condições artificiais de mercado ao custo de recursos públicos. Ademais, há outras medidas que podem produzir os resultados possíveis da concessão de benefícios sem importar os seus custos.

11.3. AMPLIAR O ESCOPO DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS

A sugestão de ampliação do escopo das debêntures incentivadas foi lançada por João Gualberto Rocha, Consultor da Câmara Brasileira da Indústria da Construção, e busca estender os efeitos da iniciativa a outros setores da economia que demandam investimentos. Essa sugestão é semelhante a ideia de expandir benefícios fiscais, na medida em que busca incluir no programa já existente outros empreendimentos. A análise sobre a concessão de benefícios fiscais para foge ao escopo deste grupo de trabalho, uma vez que passa pela avaliação do governo sobre a conveniência de abrir mão de arrecadação.

11.4. REDUÇÃO DO DEPÓSITO COMPULSÓRIO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS POR ASSUMIREM POSIÇÕES EM DEBÊNTURES

A redução das obrigações de instituições financeiras foi lançada por Heglehyschynton Marçal, Diretor Executivo da Caixa Participações S.A. Ela visa diminuir o custo para aquisição de debêntures por instituições financeiras. A presença desses investidores é importante para a saúde do mercado de debêntures, uma vez que eles ajudariam na estabilidade e profundidade do mercado. Entretanto, o cenário atual é de predominância desses investidores, o que não tem beneficiado a liquidez do mercado. Em outras palavras, essa não parece ser a direção que deve ser tomada. Ao

⁶ Constituição Federal, Ato Das Disposições Constitucionais Transitórias, Art. 113. A proposição legislativa que crie ou altere despesa obrigatória ou renúncia de receita deverá ser acompanhada da estimativa do seu impacto orçamentário e financeiro.

contrário: se a experiência com debêntures incentivadas pode ser levada em conta, uma maior dispersão das posições favorece a liquidez.

Por fim, esse tema é matéria de política monetária do Banco Central, devendo ser discutido no âmbito dessa instituição.

11.5. PADRONIZAÇÃO DE CLÁUSULAS FINANCEIRAS

A padronização das cláusulas financeiras foi destacada por José Franco Medeiros de Moraes, Subsecretário da Dívida Pública da Secretaria do Tesouro Nacional. Essa medida reduz o custo de aprendizado dos investidores e facilita a comparação entre os títulos. Juntamente com ela, é possível pensar na simplificação das escrituras das debêntures, evitando-se cláusulas redundantes ou recursivas. Tanto a padronização quanto a simplificação são interessantes para a promoção do mercado secundário.

Ocorre que essas medidas devem vir do mercado, dado que a sua imposição por medidas legais ou regulatórias pode acabar por engessar as práticas do mercado. Há, inclusive, medidas já tomadas nesse sentido, como os modelos para a escrituração de debêntures fornecido pela CVM e pela ANBIMA.

11.6. DIMINUIÇÃO DOS CUSTOS DE EMISSÃO

Ao passo que os custos da remuneração sobre o capital financiado por meio de títulos privados convergem com outras formas de financiamento⁷, debêntures apresentam uma série de despesas peculiares ao seu procedimento. Esses outros custos podem ser os custos de emissão e as medidas posteriores à emissão que devem ser tomadas pelas empresas. Parte desses custos é conhecida, pois emissoras são obrigadas a divulgar os custos da oferta no prospecto da emissão. De um modo geral, as despesas mais significativas estão relacionadas com comissões de coordenação, colocação e taxas de registro. Essas despesas acompanham o volume da oferta em um

⁷ Conforme levantamento do Banco Central disponível em www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/Documents/Mercado_capitais_estudos_especiais.pdf

ritmo decrescente, ou seja, são proporcionalmente maiores em emissões de menor valor. Desse modo, elas representam entre 2% e 3% do valor total em emissões menores, e aproximadamente 1% em emissões maiores. As medidas posteriores à emissão são dadas pela regulação. Entre elas, há necessidade que as demonstrações financeiras sejam auditadas quando os títulos forem emitidos de acordo com a Instrução CVM nº 476/2009 e tiverem posterior negociação em mercados de balcão⁸.

Apontar com precisão o custo total de emissão das debêntures é tarefa difícil, dado que o custo de algumas dessas despesas não está disponível para consulta pública, bem como varia conforme o perfil da empresa. Entretanto, há verossimilhança na afirmação de João Gualberto Rocha, Consultor da Câmara Brasileira da Indústria da Construção, de que esses custos chegam a 5% do valor de emissão de debêntures com valor menor do que R\$ 30 milhões, o que inviabilizaria esse instrumento para essa faixa de financiamento.

Por outro lado, esse tema também é de difícil enfrentamento porque envolve a coordenação dos diversos atores que participam do processo de emissão. Isso quer dizer que reduzir custos das emissões passa por revisar procedimentos e responsabilidades dos emissores, reguladores, instituições financeiras que participam da distribuição, agentes fiduciários, auditores, escrituradores, entre outros. Aqui, cabe analisar se é possível, por meio de instrumentos infralegais, otimizar o procedimento de emissão de debêntures. Por outro lado, pode-se questionar se a Comissão de Valores Mobiliários, valendo-se da possibilidade de dispensa de requisitos para a emissão⁹, deve empregar mais esforços para simplificar os procedimentos.

Uma análise aprofundada desse tema não pode ser realizada neste grupo de trabalho em razão do tempo limitado para a conclusão dos trabalhos. Entretanto, esse debate deve prosseguir após a conclusão do grupo, de modo a promover novas medidas e encaminhamentos. De todo modo, dado

⁸ CVM, Instrução 476/2009, art. 17, II.

⁹ CVM, Instrução 400/2003, Art. 4º: Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

que esse tema passa por normas regulatórias infralegais, este grupo de trabalho entende que a Comissão de Valores Mobiliários deve ser estimulada a otimizar os procedimentos de emissão, permitindo emissões de debêntures com custos e informações adequadas ao tamanho da emissão e aos investidores aos quais são dirigidas.

11.7. AUMENTO DA INFORMAÇÃO SOBRE OS EMISSORES

Melhorar a informação disponível sobre os emissores permite, em teoria, que investidores tomem decisões melhores. Com base em informações sobre os emissores, é possível distinguir as empresas conforme a capacidade de honrar as obrigações das debêntures e também pode haver aumento da percepção de valor dos títulos. De um modo geral, melhorar o sistema informacional beneficia o mercado, exceto se o número de informações for excessivo e prejudicar a compreensão pelos investidores.

A contrapartida é que produzir informações acarreta custos aos emissores. Além disso, para se tornarem mais confiáveis, as informações passam pelo aval de terceiros, o que também importa o encarecimento dos títulos. Conforme exposto neste relatório, o custo de emissão é, no cenário atual, uma preocupação. Adotar medidas que possam agravar esse custo é algo que deve ser visto com cautela.

Assim, a melhoria das informações é medida importante, porém deve ser precedida de um estudo de impacto nos custos de emissão para que não as inviabilize.

12. CONCLUSÕES DESTES GRUPO DE TRABALHOS

Findas as tarefas assumidas, este grupo de trabalho apresenta as seguintes conclusões e sugestões de encaminhamentos:

- Sugerimos remover o limite de investimentos no Programa Tesouro Direto, o que demanda a alteração da Portaria 197 do Tesouro Nacional, que edita o regulamento do programa.

- Sugerimos, nos termos da minuta de projeto de lei em anexo, permitir a participação de pessoas jurídicas no Programa Tesouro Direto, o que passa pela alteração do Art. 3º, II da Lei 10.179/01;
- Sugerimos que os títulos da dívida pública sejam negociados em verdadeiro mercado secundário, o que demanda a criação de um ambiente de negociação, que pode ser administrado pelo Tesouro Nacional, pela Caixa Econômica Federal, pelo BNDES, pela B3 ou outras instituições aptas e que demonstrem interesse na medida;
- Destacamos a importância de se criar um mercado secundário para títulos de dívida privada com condições de liquidez e fácil acesso por investidores, sob administração do Tesouro Nacional, da Caixa Econômica Federal, do BNDES, da B3 ou de outras instituições aptas e que demonstrem interesse na medida;
- Sugerimos alocar verba orçamentária para o custeio da implementação dos mercados secundários referidos anteriormente, uma vez que a medida vai ao encontro do interesse público, promovendo o desenvolvimento nacional;
- Sugerimos que a Comissão de Valores Mobiliários seja estimulada a tomar medidas para a otimização do procedimento de emissão de debêntures, seja pela edição de normas regulatórias, seja pela dispensa de requisitos em procedimentos específicos.

PROJETO DE LEI N.º 10.179, DE 2018
(DO SR. PAUDERNEY AVELINO E OUTROS)

Dispõe sobre a oferta pública de títulos
da dívida pública a pessoas jurídicas.

Art. 1º. O art. 3º da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 3º

II - oferta pública para pessoas físicas ou pessoas jurídicas, na hipótese do inciso I do caput do art. 1º;

.....”

Art. 2º. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.

JUSTIFICAÇÃO

O escopo deste projeto de lei é ampliar a competência do Tesouro Nacional para a emissão de títulos da dívida pública por meio de ofertas públicas.

Atualmente, o inciso I do art. 3º da Lei 10.179/01 delimita que a oferta pública a pessoas jurídicas deve ser realizada por meio de leilões. Os participantes desse sistema de distribuição são as instituições financeiras ou investidores institucionais. Este projeto de lei não altera o funcionamento desse sistema.

De outra banda, a redação atual do inciso II do art. 3º, I da Lei 10.179/01 autoriza a emissão de títulos por oferta pública sem restringir a modalidade. A contrapartida é que essas ofertas públicas podem ser realizadas apenas para pessoas físicas. Este projeto de lei amplia essa competência, permitindo que essas ofertas públicas sejam destinadas também a pessoas jurídicas. O objetivo desta mudança é ampliar as possibilidades de obtenção de recursos do Tesouro Nacional, bem como permitir o acesso de pessoas jurídicas aos sistemas mais simples de aquisição de títulos da dívida pública.

As emissões autorizadas pela redação atual do inciso II são organizadas no Programa Tesouro Direto. Instituído em 2002, esse programa cumpriu com êxito seu objetivo inicial de disseminar o investimento em títulos públicos: atualmente, existem mais de dois milhões de investidores cadastrados na plataforma do Tesouro Nacional, sendo que aproximadamente seiscentos mil são ativos. Juntos, esses investidores possuem um estoque de mais de R\$ 47 bilhões¹⁰. Mais impressionante ainda é o crescimento do programa, dado que o estoque de títulos quadruplicou nos últimos cinco anos.

Ao atingir esses números, o Tesouro Direto se torna um instrumento de educação financeira, na medida em que dissemina e contribui com a cultura de realização de investimentos. Além disso, como a remuneração sobre o valor dos títulos é destinada ao público nacional, a possibilidade de esses valores serem reinvestidos e alimentarem o ciclo econômico interno é maior para pagamentos no Tesouro Direto do que em relação aos gastos com credores institucionais e instituições financeiras. Com isso, abre-se a possibilidade de o Tesouro Direto, sob o aspecto do reinvestimento, gerar um ganho de utilidade maior para a economia nacional do que a emissão de dívida pelo sistema de leilões.

Por outro lado, os credores do Tesouro Direto podem se tornar uma alternativa que faça frente aos credores institucionais. Caso esse cenário de concorrência entre credores seja implementado, é possível que o Tesouro Nacional melhore a sua posição negocial para o acerto da remuneração sobre a tomada de recursos. Atualmente, esse cenário ainda é distante, uma vez que o estoque de recursos do Tesouro Direto é de aproximadamente 1% do valor total da dívida pública federal, que é de R\$ 3.6 trilhões¹¹.

Nada obstante o caminho seja longo, este projeto toma um passo nesta direção. A permissão de emissão de títulos a pessoas jurídicas amplia o leque de possibilidades ao Tesouro Nacional, que passa a contar com uma vasta rede de credores ainda não explorada. Do lado das empresas, a

¹⁰ Conforme relatório para o mês de março, disponível em <http://www.tesouro.gov.br/pt/balanco-e-estatisticas>

¹¹ Conforme o Relatório Anual da Dívida para 2017, disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD+2017/73b6e764-0a77-4c99-9f79-3a3d9e7c5c1f>

aquisição de títulos públicos abre novos caminhos para alocação interna de capital. Conquanto esse cenário deva ser melhorado, facilitando-se a obtenção de crédito, a melhora nas opções de acúmulo de recursos é bem-vinda. Por fim, investimentos em títulos públicos que possuem remuneração atrelada a índices da inflação podem servir para a preservação de valores das empresas.

Em resumo, este projeto de lei amplia as possibilidades e democratiza a busca de recursos pelo Tesouro Nacional, abrindo a possibilidade de emissão de títulos a pessoas jurídicas. Isso é benéfico também para as empresas, que passam a contar com mais uma possibilidade de investimentos.

Pelos motivos acima declinados e considerando o mérito da proposição, solicitamos a cooperação de nossos Pares para que a proposição seja discutida, coletivamente aprimorada e, por fim, aprovada.

Sala da Comissão, em de de 2018.

Deputado PAUDERNEY AVELINO
DEM/AM

Deputado PEDRO PAULO
DEM/RJ

Deputado JOAO PAULO KARAM KLEINUBING
DEM/SC