

Parte 3

Capítulo 4

Mercado primário da Dívida Pública Federal

Lena Oliveira de Carvalho*
José Franco Medeiros de Morais*

1 Introdução

Todos os anos, volumes significativos de recursos são captados no mercado primário de títulos públicos, interno e externo, para fazer face às necessidades de financiamento do governo.¹ A busca por formas e práticas eficientes de captação representa uma das principais funções do gestor da dívida pública. Essa tarefa requer análise dos instrumentos, dos mecanismos adequados para emissão e dos procedimentos empregados para comunicação com investidores. Cada passo e conquista nesse campo contribui para a redução do custo de financiamento do governo² e para o desenvolvimento do mercado.

O presente capítulo tem como objetivo primordial apresentar um panorama geral do mercado primário de títulos emitidos pelo governo brasileiro. Além de descrever as modalidades de emissão nos mercados doméstico e internacional, serão apresentados, em linhas gerais, a estratégia adotada e os mecanismos de emissão utilizados em cada um desses mercados.

A primeira seção deste capítulo é esta introdução. A segunda seção destaca o alinhamento da atuação do Tesouro Nacional aos princípios de transparência e previsibilidade, de acordo com as melhores práticas internacionais. A terceira seção descreve os instrumentos de emissão e a estratégia adotada. Na quarta seção, são destacados os mecanismos de emissão e as características dos compradores. Por fim, a quinta seção apresenta as operações de gerenciamento de passivo que o Tesouro Nacional executa com variados objetivos.

2 Transparência e previsibilidade

As melhores práticas internacionais sugerem que operações da dívida pública no mercado primário devam ser transparentes e previsíveis,³ visando à maximização da competição entre os investidores e, conseqüentemente, à obtenção dos melhores resultados para o governo.

Transparência e previsibilidade são estimuladas principalmente pela existência de arcabouços legal e institucional bem definidos, pelo fornecimento tempestivo de informações sobre a atuação do Tesouro

* Os autores agradecem a importante contribuição de Anderson Caputo Silva que enriqueceu o trabalho com considerações relevantes e o eximem de responsabilidade sobre qualquer impropriedade no texto.

¹ No ano de 2009, por exemplo, a necessidade de financiamento do Tesouro, de acordo com seu Plano Anual de Financiamento, é de R\$ 309,2 bilhões.

² Silva, Dieguez e Carvalho (2003) demonstram, por exemplo, a importância da prática de reaberturas (*reopening*) de títulos prefixados. Segundo os autores que analisaram uma amostra de 461 leilões de títulos prefixados e indexados à taxa Selic, reaberturas de títulos prefixados permitiram uma redução de 10 bps. no custo de financiamento do governo.

³ No mercado internacional, o governo muitas vezes compete com outros países emissores por uma fatia da demanda de investidores. Dado que o acesso a esse mercado é caracterizado por janelas de oportunidade, emissões soberanas tendem a ser concentradas nesses períodos. Excessiva previsibilidade pode não ser recomendável, pois possibilita atuação oportunista de outros emissores e a canibalização da demanda.

(antes e após suas realizações) e por procedimentos consistentes na política de financiamento, tais como o cumprimento de metas preestabelecidas. Esses aspectos vêm sendo bem observados no Brasil, com avanços importantes nos últimos anos.⁴

Em relação ao arcabouço legal, por exemplo, destaca-se o avanço na definição das atribuições relativas à emissão de títulos públicos federais, que passou a ser permitida de forma exclusiva ao Tesouro Nacional.⁵ Além disso, as características gerais e as formas de emissão dos títulos públicos federais foram consolidadas em um único instrumento legal (Decreto nº 3.540, de 11 de julho de 2000). No lado institucional, foi implementada ampla reestruturação da área da Secretaria do Tesouro Nacional responsável pela administração da dívida pública, separando-a em *Front*, *Middle* e *Back Office*,⁶ que permitiu a definição das atribuições de cada área, em particular aquelas que seriam diretamente responsáveis pela execução dos leilões e das estratégias envolvidas.

O fornecimento tempestivo de informações sobre as atuações do Tesouro encontra-se bem estruturado, com a divulgação periódica de documentos que se complementam e possuem níveis de detalhamento distintos, quais sejam: o Plano Anual de Financiamento (PAF); o Cronograma Mensal de Leilões; e a Portaria de cada leilão.

O PAF estabelece claramente as diretrizes a serem seguidas e as metas a serem alcançadas ao longo do ano, referentes à administração da dívida pública interna e externa. O documento contém os objetivos gerais, a estratégia de gestão e os instrumentos de atuação da dívida pública, permitindo aos agentes econômicos obterem maior grau de informação para que possam tomar suas decisões de investimento. Por sua vez, o Cronograma Mensal de Leilões,⁷ divulgado no último dia útil do mês anterior, define as características gerais dos leilões da dívida interna, tais como a data e o tipo (emissão, troca ou resgate antecipado), além de estipular o montante máximo agregado a ser emitido ao longo do mês. Por fim, a Portaria⁸ é divulgada previamente a cada leilão, tornando públicas as principais informações referentes à emissão, tais como: objetivo, montante a ser ofertado de cada título, quantidade, valor unitário, datas de emissão e de vencimento.⁹

A transparência é reforçada por um conjunto de informações divulgadas posteriormente às atuações do Tesouro, com destaque para dois documentos:¹⁰ o Relatório Anual e a Nota Unificada de Dívida Pública. O Relatório Anual apresenta uma retrospectiva do gerenciamento da dívida pública ocorrido no ano anterior, confrontando os resultados alcançados com as metas estipuladas *ex ante* pelo PAF.¹¹ Em suma, esse documento pode ser interpretado como uma prestação de contas aos investidores e à sociedade em geral

⁴ O Tesouro Nacional também tem tomado medidas para fortalecer e aumentar o nível de transparência no mercado secundário, conforme descrito no Capítulo 6 da Parte 3.

⁵ Anteriormente, além do Tesouro Nacional, o Banco Central emitia seus próprios títulos. Essa modificação, estipulada na Lei de Responsabilidade Fiscal, representou importante passo rumo à maior segmentação das políticas monetária e fiscal e ampliou a transparência quanto à atuação das duas instituições no mercado. Ver seção 2, Capítulo 1 da Parte 2.

⁶ Conforme explicado no Capítulo 1 da Parte 2.

⁷ Vide Anexo 1.

⁸ Vide Anexo 2.

⁹ Não obstante sua execução operacional pelo Sistema do Banco Central, todo o processo de emissão é gerenciado pelo Tesouro Nacional.

¹⁰ Adicionalmente, o Tesouro Nacional divulga tempestivamente em seu *site* os resultados das operações da dívida externa e dos leilões da dívida interna, trazendo informações sobre a quantidade de títulos ofertada, a quantidade de títulos aceita, o financeiro aceito, a taxa média e a taxa aceita.

¹¹ Anteriormente à criação do Relatório Anual, ocorrida em 2003, parte de seu conteúdo era divulgado juntamente com o PAF do ano seguinte. Entretanto, para aumentar o nível de detalhamento das estatísticas, decidiu-se criar um documento separado.

acerca do gerenciamento da dívida pública. O Relatório Anual fornece uma abordagem mais completa sobre as medidas adotadas referentes ao gerenciamento de dívida, possibilitando discutir também o processo de definição dos objetivos e das metas, incluindo aspectos relacionados ao aprimoramento dos recursos humanos e tecnológicos.

A Nota Unificada, por sua vez, é divulgada mensalmente, contendo o balanço do gerenciamento da dívida pública. Neste documento, encontram-se indicadores estatísticos, informações e comentários acerca dos leilões da dívida interna e das operações da dívida externa ocorridos no mês anterior.¹²

Por fim, procedimentos consistentes na política de financiamento via, por exemplo, cumprimento de metas preestabelecidas no PAF ou das condições mais específicas definidas nos cronogramas de leilão incrementam a credibilidade das informações prestadas e favorecem a conquista de maior transparência e previsibilidade. Além disso, o estímulo à eficiente formação de preços no mercado primário por critérios competitivos contribui para o desenvolvimento do mercado secundário e evita distorções potencialmente causadas por excessiva intervenção do governo.¹³

3 Instrumentos e estratégia de financiamento

3.1 Mercado doméstico

Os instrumentos de financiamento da República no mercado doméstico possuem características distintas que atendem às necessidades de uma ampla base de investidores. A cesta de instrumentos ofertados pelo Tesouro Nacional no mercado doméstico por meio de leilões competitivos é formada por títulos prefixados (LTN e NTN-F) e títulos pós-fixados, indexados à inflação (NTN-B) e à taxa Selic (LFT).

A estratégia de emissão para os títulos prefixados tem como objetivo não apenas a simples obtenção de financiamento, mas também a construção de uma curva de rendimentos eficiente, com pontos de referência (*benchmarks*) claros e líquidos. De modo geral, a estratégia de emissão de LTN contempla a criação e a manutenção de *benchmarks* de seis, 12 e 24 meses, enquanto a estratégia de emissão de NTN-F contempla a emissão de pontos de três, cinco e dez anos. Há ainda a possibilidade de alongamento da curva por meio da criação de novo *benchmark* com prazo acima de dez anos.¹⁴

As ofertas de instrumentos prefixados são realizadas semanalmente, todas as quintas-feiras, conforme se pode observar no cronograma apresentado no Anexo 1. Como forma de incentivar o mercado secundário, as LTNs mais curtas (seis e 12 meses) e as NTN-Fs mais longas (cinco e dez anos) são ofertadas com periodicidade intercalada, ou seja, em semanas alternadas.

A estratégia adotada para os títulos indexados à inflação também prevê a construção de uma curva eficiente por meio da criação e da manutenção de *benchmarks* bem definidos. Os prazos de emissão são de

¹² Até novembro de 2006, esse tipo de informação era divulgado pela Nota Conjunta Tesouro Nacional/Banco Central, que além de operações da dívida pública interna incluía também operações de mercado aberto realizadas pelo Banco Central. A partir de dezembro de 2006, o foco passou a ser a Dívida Pública Federal (interna e externa) e surgiu a Nota Unificada, divulgada unicamente pelo Tesouro Nacional.

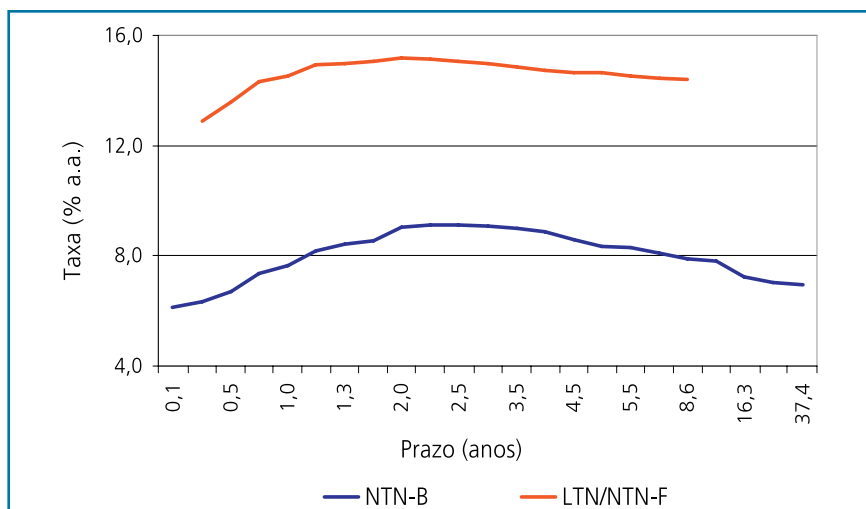
¹³ Em muitos mercados menos desenvolvidos, existe tendência de o governo atuar como formador (em vez de tomador) de preços nos leilões. Embora existam várias explicações para esse tipo de comportamento (por exemplo, receios com relação a conluio nos leilões), essa prática é geralmente danosa ao desenvolvimento do mercado, com custos maiores no médio e no longo prazos.

¹⁴ A consolidação de instrumentos prefixados de longo prazo vem sendo feita de forma gradual acompanhando a maior confiança de investidores em alongar os prazos de instrumentos não indexados em seus portfólios (ver Capítulo 1 da Parte 3).

três, cinco, dez, vinte, trinta e quarenta anos, e a liquidez dos papéis tem aumentado de forma consistente.¹⁵ As ofertas de NTN-B são realizadas quinzenalmente, sempre às terças-feiras, sendo as de prazos mais longos (vinte, trinta e quarenta anos) ofertadas mensalmente. Assim como no caso dos prefixados, a menor frequência nas ofertas públicas tem como objetivo incentivar as negociações no mercado secundário.

O Gráfico 1 apresenta as curvas de rendimentos formadas pelos títulos prefixados (LTN e NTN-F) e pelos títulos indexados à inflação (NTN-B) referentes ao dia 21/08/2008.

Gráfico 1. Curvas de rendimentos (21/08/2008)



Fonte: Tesouro Nacional

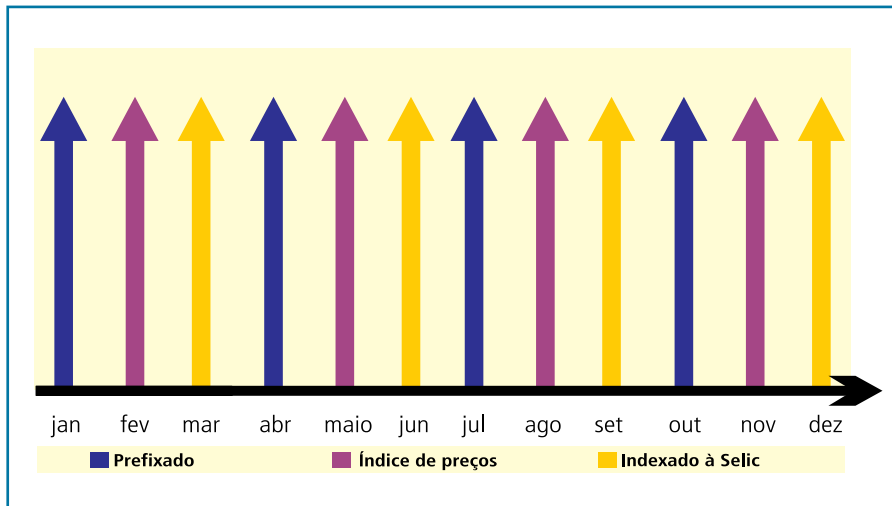
O terceiro instrumento de financiamento é a LFT, indexada à taxa Selic. Ao contrário do que ocorre em outros países, onde instrumentos flutuantes são normalmente indexados a uma taxa de juros trimestral ou semestral, a LFT é indexada à taxa *overnight*. Como o Tesouro Nacional promove o desenvolvimento dos mercados de LTN, NTN-F e NTN-B, em detrimento do mercado de LFT, não há uma política declarada de incentivo à construção de uma curva de LFT. Atualmente, os prazos ofertados são de quatro e seis anos, e os volumes emitidos são relativamente baixos.

Um procedimento importante para a construção de curvas bem definidas refere-se à padronização das datas de vencimento dos diversos instrumentos de financiamento. Os títulos prefixados têm vencimento no primeiro dia dos meses de janeiro, abril, julho e outubro, que coincidem com as datas de vencimento dos contratos de juros futuros (DI) negociados na BMF.¹⁶ Os títulos indexados à inflação, por sua vez, vencem sempre no dia 15 dos meses de maio (quando o ano de vencimento é ímpar) ou agosto (quando o ano de vencimento é par). Já as LFTs vencem no dia 7 dos meses de março, junho, setembro ou dezembro. Dessa maneira, os fluxos de principal e de cupons são diluídos ao longo do ano.

¹⁵ O mercado de NTN-B é relativamente recente, dado que a primeira emissão ocorreu em 2003. Antes dessa data, o principal instrumento de financiamento indexado à inflação era a NTN-C, cujo indexador é o Índice Geral de Preços de Mercado (IGPM).

¹⁶ Em geral, os investidores locais têm maior apetite por *duration* se tiverem a possibilidade de estruturar uma proteção (*hedge*) contra o risco de elevação na taxa de juros.

Gráfico 2. Fluxo de vencimentos



Essa organização de vencimentos permite evitar um problema comum em mercados de títulos públicos, principalmente de economias emergentes, qual seja: a elevada fragmentação da dívida em um número excessivo de instrumentos de baixo valor e com datas de vencimentos irregulares. Essa fragmentação reduz a demanda, a liquidez e a formação de preços dos títulos públicos. A consequente ausência de referências sólidas de taxas de juros a prazos distintos (curva de juros) acaba também por prejudicar outros aspectos da economia, como o financiamento de investimentos privados de longo prazo e a conduta da política monetária.

Um contraponto importante é que essa política de concentração de vencimentos requer maior sofisticação no gerenciamento de risco de refinanciamento da dívida. Vencimentos maiores em datas específicas precisam ser monitorados, e uma política ativa de gestão de risco é necessária. O Tesouro vem fazendo isso por três vias principais. Em primeiro lugar, a própria alocação de meses específicos para papéis prefixados, indexados a preços e à Selic auxilia na suavização de fluxos mensais (mas não diários) de principal e juros da dívida. Segundo, níveis prudentes de recursos são mantidos em caixa, caso seja necessário cancelar leilões em razão de choques imprevistos nas condições de financiamento da dívida. Por fim, e não menos importante, o Tesouro conduz uma política ativa de operações de gerenciamento de passivo, conforme detalhado na seção 5.

3.2 Mercado externo

Após a renegociação da dívida externa, finalizada em 1994, a República voltou a ter acesso ao mercado de dívida soberana.¹⁷ Na época, o foco das operações era basicamente a obtenção de financiamento externo, visando à rolagem da dívida pública. Nesse sentido, a atuação era basicamente função da demanda e das eventuais janelas de oportunidade, sem a pretensão de construir uma curva bem definida que servisse como referência. Os primeiros títulos soberanos eram de curto prazo – máximo de cinco anos – e denominados em moedas diversas (iene, marco alemão, escudos portugueses, florim holandês, schilling austríaco, lira italiana, libra esterlina e dólares americanos).

Em uma segunda etapa, os mercados de atuação foram limitados a três – dólares, euros e ienes –, e ao longo do tempo foi construída uma curva de rendimentos em cada um desses mercados. A justificativa para a

¹⁷ Ver quadro com emissões soberanas no Anexo Estatístico.

manutenção de três curvas era a diversificação da base de investidores, que faz sentido não apenas do ponto de vista de gerenciamento de risco e diversificação de portfólio, mas também porque os três mercados possuem características distintas. Enquanto nos mercados europeu e japonês há grande participação de investidores de varejo, o mercado global é formado majoritariamente por investidores institucionais.

Com o passar do tempo, as necessidades de financiamento da República foram se reduzindo, e os mercados de títulos denominados em euros e ienes perderam relevância como fonte de financiamento.¹⁸ A partir de 2005, quando o Tesouro Nacional assumiu plenamente a responsabilidade sobre a execução das operações no mercado internacional, foi possível uma maior integração entre a administração da dívida pública doméstica e da externa. Nesse contexto, o Tesouro Nacional optou por criar uma curva de rendimentos em reais no mercado externo, que seria complementar à curva prefixada existente no mercado doméstico. Em setembro de 2005, quando o título prefixado mais longo emitido no mercado doméstico era de sete anos (NTN-F 2012), o Tesouro Nacional emitiu no mercado externo o Global BRL 2016, primeiro título da curva de rendimentos em reais no mercado internacional.

A atual estratégia adotada para a administração da Dívida Mobiliária externa tem uma visão mais qualitativa, que consiste em: i) reduzir a proporção da dívida pública indexada à taxa de câmbio; ii) desenvolver a curva *offshore* em reais; e iii) melhorar a eficiência da curva em dólares, por meio da recompra dos títulos *off the run*¹⁹ e de sucessivas reaberturas dos títulos *on the run*,²⁰ com ênfase nos pontos de dez e trinta anos.

4 Mecanismos de emissão e características dos compradores

Estudos do Banco Mundial e do FMI²¹ sugerem que uma pré-condição para o desenvolvimento do mercado primário é a realização de emissões com base em mecanismos de mercado, tais como leilões competitivos e ofertas por meio de sindicatos. Os leilões constituem o mecanismo de distribuição predominante nos mercados domésticos de títulos públicos de economias industrializadas e emergentes, enquanto sindicatos são mais comuns no mercado internacional.²²

O Brasil segue esse mesmo padrão, tanto no mercado interno quanto no externo, avaliando com frequência a adequabilidade desses mecanismos, bem como monitorando e analisando a participação dos diversos compradores. Esse maior cuidado na análise de dados é uma lição importante, bem assimilada no Brasil e que serve de estímulo para que outros países sigam procedimento semelhante. Aprimoramentos nas técnicas de emissão podem proporcionar reduções importantes no custo de financiamento e auxiliar a alocação mais eficiente de títulos no mercado primário.²³

¹⁸ A curva em ienes não existe mais, pois todos os títulos já venceram, e a emissão mais recente no mercado de euros ocorreu em janeiro de 2005.

¹⁹ Títulos negociados em mercado que não estão mais disponíveis para emissão primária.

²⁰ Títulos negociados em mercado disponíveis para emissão primária.

²¹ *Developing government bond market: a handbook* (Banco Mundial e FMI) e *Developing the domestic government debt market: from diagnostics to reform implementation* (Banco Mundial).

²² Sindicatos vêm sendo gradualmente mais utilizados em combinação com leilões em mercados domésticos (por exemplo, Bélgica e Alemanha). Uma política comum é o lançamento inicial via sindicato para garantir melhor distribuição e diversificação de investidores e, posteriormente, segue-se com leilões de reabertura do mesmo instrumento para que este se consolide como um ponto de referência (*benchmark*).

²³ O Tesouro Nacional conta com base de dados de leilões que permite analisar a participação de cada instituição.

4.1 Mercado doméstico

4.1.1 Mecanismos de emissão

A principal forma de emissão no mercado doméstico é a oferta pública por meio de leilões competitivos. Os leilões são abertos a todas as instituições cadastradas no Sistema de Liquidação e Custódia (Selic),²⁴ que é a câmara de compensação e liquidação gerenciada pelo Banco Central. Uma das funções do Selic é registrar as transações com os títulos do governo. Instituições cadastradas no sistema (bancos, corretoras ou outras instituições) podem participar das ofertas públicas.²⁵

Cabe destacar que esse acesso amplo a diversas instituições não é o único modelo utilizado internacionalmente no mercado primário. De acordo com as práticas internacionais, leilões podem ser abertos (acesso amplo, como no Brasil) ou fechados (acesso exclusivo a *primary dealers*, normalmente em número menor que 15 instituições). O melhor modelo varia em função dos objetivos do emissor, do grau de desenvolvimento da base de investidores e até mesmo da tradição de cada país – já que a alteração de um modelo a outro sempre encontra resistências por quem tem (ou deixa de ter) acesso ao mercado primário. Leilões abertos, por um lado, estimulam a competitividade no mercado primário e reduzem o risco de conluio. Leilões fechados, por outro, tendem a favorecer o mercado secundário dada a necessidade de maior distribuição a outros investidores de títulos adquiridos exclusivamente por *dealers* nos leilões.

O nível de competitividade nos leilões é monitorado frequentemente pelo Tesouro Nacional, seja pelo acompanhamento da relação demanda e oferta a cada leilão seja por tipo de instrumento ou, conforme mencionado, pela análise da participação individual das instituições. O monitoramento do índice demanda/oferta, por exemplo, auxilia na determinação da velocidade na qual é possível caminhar rumo às diretrizes de alongamento de prazos e redução da parcela indexada à taxa Selic. Esses índices nos leilões de LFT, LTN, NTN-F e NTN-B, realizados em 2008, tiveram média de 2,17; 2,09; 1,43 e 1,52, respectivamente.

Os leilões são conduzidos por meio do sistema eletrônico administrado pelo Banco Central, e cada participante pode submeter o limite máximo de cinco propostas. Estas são ordenadas por ordem decrescente de preços (ou crescente de taxa), e o preço de corte é estabelecido no montante em que a demanda se igualar à oferta.²⁶ Os leilões de venda, também chamados de leilões tradicionais, apresentam características distintas, conforme o instrumento ofertado.²⁷ Os leilões de instrumentos prefixados (LTN e NTN-F) são discriminatórios ou de preços múltiplos, ou seja, cada participante paga o preço por ele proposto.

Os instrumentos pós-fixados (NTN-B e LFT), por sua vez, são ofertados por meio de leilão de preço único ou preço uniforme. Nessa modalidade, um único preço, correspondente ao mínimo preço aceito, é aplicado a todas as propostas ganhadoras. Outra característica dos leilões de títulos pós-fixados é o fato de serem ofertados, concomitantemente, títulos com datas de vencimento distintas sem se especificar o volume a ser alocado a cada instrumento, mas sim uma quantidade máxima total. Esses leilões, denominados híbridos pelos participantes do mercado, proporcionam ao emissor maior flexibilidade para determinar a composição da cesta a ser vendida. Após receber as propostas dos compradores, o Tesouro Nacional decide a taxa de corte e a quantidade a ser vendida de cada título.²⁸

²⁴ Há 6.330 instituições cadastradas no Selic, das quais 377 estão aptas a participar dos leilões do Tesouro Nacional. Estas 377 instituições estão subdivididas em: 177 corretoras e distribuidoras, 175 bancos, 23 financeiras e 2 instituições de crédito imobiliário (posição em 31/03/2009).

²⁵ Pessoas físicas e instituições não cadastradas devem participar por intermédio de alguma instituição devidamente cadastrada.

²⁶ A Portaria determina a quantidade máxima a ser ofertada, porém o emissor tem o direito de estabelecer o preço (ou taxa) de corte e, eventualmente, vender uma quantidade inferior à quantidade máxima divulgada na Portaria.

²⁷ O Anexo 2 deste capítulo apresenta uma descrição mais detalhada dos tipos clássicos de leilões.

²⁸ Rodrigues e Bugarin (2003) analisam os méritos desse modelo confirmando a vantagem do mecanismo quando há incerteza sobre a demanda efetiva por títulos públicos.

O Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil dispõem de um sistema de *dealers* formal, cujo objetivo é contribuir para o desenvolvimento dos mercados primário e secundário²⁹ de títulos públicos. Apesar de não possuírem acesso exclusivo aos leilões tradicionais, os *dealers* têm o direito – mas não a obrigação – de participar das chamadas operações especiais com o Tesouro Nacional. Uma das operações especiais é o leilão de 2ª volta, no qual cada *dealer* tem a opção de comprar determinada quantidade dos títulos ofertados ao preço médio apurado na primeira etapa. A realização do leilão de 2ª volta para cada vencimento é condicional à venda integral do lote ofertado na primeira etapa. A Portaria de cada leilão especifica as condições do eventual leilão de 2ª volta e o Ato Normativo estipula os critérios para a definição da quantidade máxima que cada *dealer* pode comprar.³⁰

As instituições *dealers* também cumpriam papel fundamental nos chamados “leilões de oferta firme”, utilizados em algumas ocasiões no passado para a colocação em mercado de títulos mais longos, geralmente prefixados, quando ainda não havia forte consenso em relação às taxas de juros desses papéis. Nesse processo, as instituições *dealers* enviavam ao Tesouro Nacional, em uma primeira etapa, propostas “firmes” de compra de determinados títulos. Uma vez aceitas essas propostas, em caráter preliminar, pelo Tesouro Nacional, divulgavam-se o volume e o preço de corte da primeira etapa, sendo os títulos subsequentemente ofertados, em uma segunda etapa, por meio de leilão tradicional, aberto a todas as instituições. O resultado conjunto das duas etapas definia o resultado do leilão. Esse instrumento pode ser útil durante os estágios iniciais de desenvolvimento do mercado e foi uma lição positiva passível de ser empregada em outros países. A última vez que o Tesouro Nacional utilizou esse tipo de colocação foi em dezembro de 2003.

Box 1. Sistema de *dealers*

Principais características do sistema de *dealers*

Os *dealers* são instituições credenciadas pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central do Brasil com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. As instituições selecionadas classificam-se em dois subgrupos. Os *dealers* primários são direcionados para as colocações primárias de títulos públicos federais, enquanto os *dealers* especialistas são direcionados para a negociação no mercado secundário desses títulos. Há 15 *dealers*, dos quais quatro são apenas primários, seis são apenas secundários e cinco fazem parte de ambos os grupos simultaneamente.

Os pré-requisitos para o credenciamento da instituição são os seguintes: a) patrimônio de referência de, pelo menos, 50% do valor mínimo fixado para instituições financeiras com carteira comercial; b) elevado padrão ético de conduta nas operações realizadas no mercado financeiro; e c) inexistência de restrição que, a critério do Banco Central do Brasil ou do Tesouro Nacional, desaconselhe o credenciamento. O desempenho de cada instituição é avaliado a cada seis meses, e aquelas com o pior desempenho são substituídas. A seleção é feita mediante avaliação de desempenho baseada, sobretudo, em operações definitivas e compromissadas com o mercado e nas participações em ofertas públicas.

²⁹ As regras e os critérios do sistema de *dealers* estão definidos nos Atos Normativos Conjuntos nº 16 e nº 18, que estabelecem os direitos e os deveres dos *dealers*. Os documentos encontram-se disponíveis no endereço eletrônico <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/download/divida/>.pdf.

³⁰ Outras referências ao sistema de *dealers* podem ser encontradas nos Capítulos 1 e 3 da Parte 3.

Além dos leilões, há ainda outras formas de emissão que correspondem a uma parcela reduzida relativamente ao total. Uma delas é o Tesouro Direto,³¹ mecanismo de venda direta de títulos públicos ao mercado de varejo por meio da internet. O programa possibilita às pessoas físicas a aquisição de frações de títulos públicos (0,2), sendo assim acessível a uma ampla base de investidores. Os principais objetivos do Tesouro Direto são: i) democratizar o acesso à aplicação em títulos federais; ii) incentivar a formação de poupança de longo prazo; e iii) fornecer informações sobre a administração e a estrutura da dívida pública federal no Brasil.

Outra forma de colocação são as emissões diretas para atender a finalidades específicas definidas em lei. Atualmente, são exemplos de emissões diretas: securitização de dívidas, pagamento de equalização de taxa de juros do Programa de Financiamento às Exportações (Proex); caução de recursos financeiros depositados em conta judicial (Funad); financiamento a estudantes do ensino superior e garantia de recebimento de dívidas previdenciárias das Instituições de Ensino Superior (Fies); emissões para fins de reforma agrária (TDA), dentre outros.

4.1.2 Características dos compradores

É importante considerar as características dos compradores de títulos públicos e como eles estão alinhados com as diretrizes de financiamento da dívida pública, dentre as quais a substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços.³² Nesse sentido, esta seção busca tratar do perfil dos compradores de cada instrumento da dívida pública, levando-se em consideração seus objetivos.

Indexados à Selic (LFT) – Esses títulos são principalmente carregados pelas tesourarias dos bancos (carteira própria), bem como por fundos de investimento que querem ter a garantia de financiamento com taxa de juros repactuada diariamente, ou seja, no *overnight*. Além disso, cabe observar que, em termos de prazo, esses investidores estão concentrados principalmente em títulos com prazos mais curtos. Os demandantes são conhecidos como investidores *buy-and-sell*, pois visam a rendimentos em bases diárias e querem ter a possibilidade de se desfazer do título rapidamente. A liquidez diária oferecida pelos fundos de investimento, associada à divulgação diária das cotas desses fundos, é um dos fatores fundamentais que induzem a uma presença expressiva de LFT nessas carteiras. Para custear os saques que podem ocorrer em momentos de queda nas cotas, os gestores tendem a manter em suas carteiras uma grande parte dos ativos nesses títulos, garantindo assim elevada liquidez.

Indexados a Índices de Preços (NTN-B) – Os investidores desses títulos caracterizam-se por possuírem objetivos que vão além da necessidade de liquidez diária e procuram casar seus passivos ou objetivos de investimento com as características dos títulos. Os investidores de NTN-B tendem, em sua maioria, a carregar o título por um tempo maior, são investidores *buy-and-hold*. Nesse caso, destacam-se como maiores participantes investidores de mercado de previdência com gestão própria de sua carteira³³ e investidores pessoas físicas (Tesouro Direto).³⁴ Investidores não residentes vêm se tornando participativos nesse mercado, contribuindo para sua liquidez e diversificação da base de investidores.

³¹ Ver Capítulo 7 da Parte 3.

³² Para maiores detalhes sobre estratégia de financiamento da dívida pública e seus objetivos, ver Capítulo 2 da Parte 2.

³³ No capítulo sobre base de investidores, comenta-se que quando a gestão dos recursos das entidades de previdência é terceirizada para um fundo de investimento, o perfil do investimento é diferenciado, apresentando bastante participação de títulos atrelados à Selic.

³⁴ Como mencionado no capítulo sobre base de investidores, nem mesmo o recente ciclo de aumento da taxa Selic fez com que esses investidores aumentassem seu apetite por LFTs.

Prefixados (NTN-F e LTN) – Investidores em títulos prefixados buscam acompanhar a conjuntura econômica mais atentamente, dado a maior sensibilidade de preços a variações nas taxas de juros. Quanto mais longos os títulos (LTN mais longas e NTN-F), maior essa sensibilidade. Os títulos mais longos costumam ser demandados, principalmente, para compor carteiras próprias de instituições financeiras e por investidores não residentes. Pessoas físicas também alocam parcela considerável de seus investimentos em títulos públicos nesses títulos (via Tesouro Direto). As LTNs mais curtas recebem maior demanda em momentos de aumento nas taxas de juros, e, dados seu curto prazo e baixo risco, também são utilizadas para gestão de liquidez de instituições financeiras.

4.2 Mercado externo

4.2.1 Mecanismos de emissão

As operações no mercado externo estão reguladas do ponto de vista interno pela Resolução nº 20 do Senado Federal, de 17 de novembro de 2004, que autoriza a União a executar o programa de emissão de títulos e de administração de passivos de responsabilidade do Tesouro Nacional.³⁵ Além disso, todas as operações devem contar com o suporte legal da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN), instituição do Ministério da Fazenda responsável pela assessoria jurídica. Do ponto de vista externo, as operações no mercado global devem ser realizadas de acordo com as normas estipuladas pela Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador do mercado de ativos mobiliários nos Estados Unidos. Uma das exigências da SEC é a contratação de um escritório de advocacia nos Estados Unidos, cuja função é representar o emissor não somente junto à própria SEC, mas também junto aos demais participantes do mercado. Todas as operações no mercado internacional devem contar com o aval dos advogados externos.

Outro ponto que merece destaque na execução das operações externas é a escolha dos *dealer managers* (*DMs*),³⁶ que assessoram o emissor e atuam como subscritores (*underwriters*), responsáveis pela distribuição do título a ser emitido e por fazer a intermediação entre o emissor e os investidores. Como contrapartida aos serviços prestados, os *underwriters* recebem do emissor uma comissão (*fee*), previamente acordada entre as partes e proporcional ao volume nominal da operação em questão.

Dada a natureza dinâmica do mercado financeiro e a necessidade de haver compatibilidade entre as habilidades do *DM* e as características de cada operação, a escolha dos *underwriters* deve ser pautada não apenas por critérios relacionados aos custos da operação, mas também por critérios relacionados à qualidade (*expertise*) da instituição financeira. Dentre os aspectos a serem considerados, incluem-se a capacidade de distribuição, o comprometimento em assegurar liquidez ao título após a emissão, a participação no mercado (*market share*) e o histórico de desempenho em operações anteriores.

Nos últimos anos, o Tesouro Nacional tem acessado o mercado internacional com certa frequência,³⁷ tendo assim estabelecido relacionamento de negócios com cerca de 15 bancos de investimento que mantêm contatos semanais com a Mesa de Operações Externas do Tesouro Nacional e são potenciais candidatos para atuar como *DM*. O contato frequente elimina a necessidade de o Tesouro Nacional solicitar formalmente aos bancos que lhe enviem propostas para operações (*RFP – Request for Proposal*). Apesar de as *RFPs* funcionarem

³⁵ No passado, o amparo legal era dado pela Resolução nº 96, de 1989, que foi posteriormente substituída pela Resolução nº 17, de 1992.

³⁶ Em geral, a República concede mandato a duas instituições para atuar como *DMs* em cada operação.

³⁷ Foram feitas quarenta emissões entre 2003 e 2008, conforme pode ser observado no Anexo Estatístico.

bem para emissores menos frequentes, o Tesouro Nacional prefere não adotar esse procedimento, que tende a gerar rumores sobre operações a serem realizadas e consequente deterioração nas condições financeiras para a República.

As emissões externas seguem os padrões de mercado e são realizadas por meio de um processo de *book building*, e não por meio de um leilão, como ocorre no mercado doméstico. O processo de emissão externa pode ser dividido em três etapas. Na primeira, o emissor e os *DMs* definem a estratégia de execução, que consiste basicamente em identificar as prioridades, em termos de custo e volume de captação, e definir a estratégia para que esse objetivo seja atingido. Em geral, nas emissões da República o Tesouro Nacional anuncia ao mercado, por meio dos *DMs*, o intervalo de taxa (ou *spread* ou preço) e o volume a ser emitido.³⁸ É importante ressaltar o caráter indicativo do anúncio, cujo objetivo é guiar as expectativas dos investidores em relação aos objetivos do emissor.

Uma vez anunciada a operação, os investidores começam a apresentar suas propostas, contendo o volume e o nível de taxa (ou preço) pelos quais estariam dispostos a comprar o título. O processo de consolidação das propostas é denominado *book building* (livro), e, como resultado, explicita a curva de demanda. Esse processo é relativamente flexível, especialmente se comparado ao mecanismo de leilão tradicional.

Após conhecer o tamanho e a qualidade do livro, obtém-se uma ideia mais clara da curva de demanda e inicia-se a segunda etapa do processo, na qual o emissor decide a taxa de emissão do título, que pode ser diferente daquela previamente anunciada. Os *DMs* então comunicam aos investidores as intenções do emissor em relação à taxa e estes ainda têm total liberdade para alterar ou até mesmo cancelar suas ordens de compra inicialmente colocadas. Definida a taxa, os investidores confirmam a demanda final, e o emissor decide o volume a ser emitido.³⁹ Uma vez conhecidos a taxa e o volume, ocorre o lançamento do título (*launching*), quando as condições finais da operação são divulgadas ao mercado.

Apesar do caráter indicativo do anúncio inicial e da flexibilidade do mecanismo de *book building*, é desejável que o resultado final não seja muito divergente das condições iniciais, para que o emissor mantenha sua credibilidade junto à base de investidores. Como a tomada de decisões dos investidores se baseia na sinalização inicial dada pelo emissor, divergências substanciais entre as condições finais e iniciais podem ser prejudiciais aos investidores e, em última instância, ao próprio emissor. A taxa indicativa inicial deve refletir a leitura de mercado, tanto do emissor quanto dos *DMs*, e uma disparidade grande entre a taxa indicativa e a taxa final sinaliza uma má leitura de mercado.

A terceira etapa do processo é a alocação das ordens. Ao contrário do leilão, em que a alocação é dada implicitamente após a definição da taxa de corte, em um processo de *book building* o emissor e os *DMs* têm flexibilidade para alocar as ordens buscando uma combinação ótima entre investidores de longo prazo e provedores de liquidez.

4.2.2 Características dos compradores

A base de investidores que participam das emissões é formada por diferentes tipos de agentes. Os fundos dedicados em geral adotam algum índice de mercados emergentes como *benchmark*,⁴⁰ cuja composição deve, de alguma forma, ser replicada em sua carteira. Como esse tipo de investidor possui a característica de

³⁸ A indicação de taxa pode ser feita por meio dos pontos extremos do intervalo ou simplesmente anunciando um ponto específico, que não necessariamente será a taxa final da operação.

³⁹ Taxa e volume são variáveis interdependentes. Se o objetivo do emissor for captar determinado volume, a taxa passa a ser a variável dependente. Se a prioridade for obter financiamento a determinado custo, o volume passa a ser a variável dependente.

⁴⁰ Há vários índices de mercados emergentes, dos quais o mais popular é o EMBI+, criado pelo banco JPMorgan.

carregar os ativos por um longo período, ele é popularmente conhecido como *buy and hold* ou *real money*. Já os *hedge funds* não têm o compromisso de seguir algum índice em particular e tentam identificar oportunidades de arbitragem no mercado. Esse tipo de investidor tem o comportamento menos estável que os fundos dedicados, mas representa um importante provedor de liquidez.

Há ainda outros tipos de investidores de longo prazo, tais como fundos de pensão e companhias de seguros. Outro tipo de investidor com participação crescente nesse mercado é formado pelos *private bankings*, que são fundos de varejo especializados na administração de grandes riquezas. Os bancos comerciais e os bancos de investimentos também são participantes ativos nesse mercado, não apenas para gerar fluxos a seus clientes, mas também como investidores finais, por meio de suas mesas proprietárias. Assim como os *hedge funds*, as mesas proprietárias são consideradas, em geral, investidores de curto prazo. Por fim, vale destacar a participação crescente de bancos centrais, embora esta ainda seja proporcionalmente pequena. Há ainda outros tipos de investidores, tais como empresas corporativas, investidores de varejo e outros.

A participação de investidores de longo prazo contribui para que o título tenha menor volatilidade no mercado secundário, favorecendo sua *performance*, enquanto a participação de investidores com perfil de curto prazo contribui para sua liquidez. Entretanto, como boa parcela dos investidores de curto prazo tendem a vender o papel logo após sua emissão para realizar o lucro decorrente do *new issue premium*, sua participação deve ser proporcionalmente menor.⁴¹ A Tabela 1 apresenta algumas características do livro da reabertura do Global 2037, ocorrida em janeiro de 2007. Outras estatísticas interessantes são a razão demanda/oferta e a alocação média, que indica o grau de pulverização da emissão.

Tabela 1. Características da reabertura do Global 2037

Tipo de investidor	Ordem	Alocação
Administrador de carteiras	40%	54%
Bancos	26%	19%
Hedge funds	27%	16%
Companhia de seguros	3%	5%
Private banking	2%	4%
Fundos de pensão	2%	2%

Região	Ordem	Alocação
EUA	49%	46%
Europa	24%	36%
América Latina	25%	15%
Ásia	2%	3%

Demanda/oferta	3
Alocação média	\$ 6,5 milhões

⁴¹ O investidor que vende o título imediatamente após sua colocação é conhecido como *flipper*.

O desenvolvimento no mercado de capitais ocorrido nos últimos anos provocou mudanças na base de investidores. Como consequência, é cada vez mais difícil distinguir o perfil de cada investidor. Um fundo dedicado, por exemplo, pode ter parcela de seu portfólio alocada em fundo mais alavancado, assim como o contrário também pode ocorrer. Por isso, é desejável que o emissor se mantenha atualizado em relação aos constantes desenvolvimentos ocorridos na base de investidores.

Ao longo dos últimos anos, a base de investidores disposta a adicionar exposição ao crédito da República Federativa do Brasil tem sido ampliada, em decorrência principalmente de dois fatores. Em primeiro lugar, à medida que os fundamentos da economia se tornavam mais sólidos e a classificação de risco se aproximava do grau de investimento, novos investidores tornaram-se aptos a adicionar exposição ao risco Brasil. O Brasil obteve o grau de investimento em abril de 2008. Em segundo lugar, ao longo dos últimos anos o Tesouro Nacional tem feito esforços no sentido de melhorar a comunicação com o mercado, tendo como objetivo final ampliar a base de investidores.⁴²

Outro ponto que merece destaque é a mudança no mecanismo de execução das emissões, ocorrida a partir de 2006, cujo objetivo é ampliar a base de investidores na Ásia. Dada a diferença no fuso horário entre os mercados americano, europeu e asiático, a República tem anunciado as emissões na abertura do mercado de Nova Iorque, reservando-se o direito de reabrir o papel posteriormente, na abertura do mercado asiático, para um volume equivalente a no máximo 10% da emissão original. Essa estratégia tem tido sucesso, e a participação asiática no mercado primário tem crescido consistentemente.

5 Operações de gerenciamento de passivos (*liability management* – *LM*)

As operações de gerenciamento de passivos representam ferramenta importante para os administradores da dívida na implementação de estratégias de financiamento. Comum e frequentes em países industrializados, essas operações vêm sendo crescentemente utilizadas por gestores de países emergentes à medida que seus mercados se desenvolvem e o grau de sofisticação e especialização dos gestores da dívida evolui. Por intermédio dessas operações, podem ser reduzidos riscos associados com vencimentos da dívida, acelerar o processo de melhoria da composição da dívida, corrigir distorções no mercado secundário e estimular a liquidez dos títulos públicos. O Brasil é um dos países emergentes a utilizar essas operações com regularidade, tanto no mercado doméstico quanto no internacional, para atender a finalidades descritas em maior destaque a seguir.

5.1 Mercado doméstico

As operações de *LM* no mercado doméstico são realizadas com variados objetivos, tais como reduzir o risco de refinanciamento no curto prazo, promover o alongamento de prazo da dívida e contribuir para o desenvolvimento do mercado secundário. As operações são executadas por meio de leilões de troca e de resgate antecipado, cuja divulgação é feita previamente no cronograma mensal, juntamente com a divulgação dos leilões tradicionais de venda.

Há três diferentes leilões de troca, de LTN, LFT e NTN-B. No leilão de troca de LTN, o Tesouro Nacional aceita o título de vencimento mais próximo, com prazo entre duas semanas e três meses, e na ponta de venda emite a LTN de seis e doze meses. Analogamente, no leilão de troca de LFT o Tesouro Nacional aceita o título com prazo mais curto, entre duas semanas e seis meses, e emite os papéis de quatro e seis anos.⁴³ As operações

⁴² Ver Capítulo 1 da Parte 2 para maiores detalhes sobre os avanços na área de relacionamento com investidores.

⁴³ Assim como ocorre nos leilões de venda, no caso da LFT o leilão de troca é do tipo “híbrido” e de preço uniforme. Veja explicação sobre esse tipo de leilão na seção 4.1.1.

ocorrem no Selic, com liquidação em d+2. As trocas de LTN ocorrem duas vezes ao mês, enquanto as de LFT são mensais. Em ambos os leilões, realizados uma vez por mês, o Tesouro Nacional fixa o preço do título que está recomprando, enquanto os preços dos títulos emitidos são determinados de maneira competitiva. O objetivo dessas operações é claramente a redução do risco de refinanciamento no curto prazo.

Outra operação de gerenciamento de passivo é a troca de NTN-B, cujos objetivos são o alongamento da dívida pública e o fomento da liquidez dos títulos considerados *on the run*. O Tesouro Nacional aceita, na ponta de compra, uma série de ativos, tais como LFT, NTN-C, CFT, TDA, NTN-A e créditos securitizados, além da própria NTN-B.⁴⁴ A grande restrição imposta pelo Tesouro Nacional é que o ativo aceito tenha *duration*⁴⁵ inferior à NTN-B que está sendo emitida na ponta de venda. Ao contrário do que ocorre nas trocas de LTN e LFT, no caso da NTN-B o Tesouro Nacional fixa os preços dos ativos que estão sendo emitidos e os detentores colocam na proposta o preço do ativo que está sendo entregue. Os leilões ocorrem duas vezes por mês, sempre um dia após o leilão tradicional de venda, e têm como referência de preços parâmetros de mercado. A liquidação é realizada em d+1, por meio da Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP).⁴⁶

Por fim, ocorrem dois tipos de leilões de recompra ou resgate antecipado, de LTN de curto prazo (duas semanas a três meses) e de NTN-B de longo prazo (vinte, trinta e quarenta anos). O objetivo do primeiro é a redução do risco de refinanciamento no curto prazo, enquanto o segundo tem como objetivo fomentar a liquidez na parte longa da curva. Ambos ocorrem uma vez por mês (e, ao contrário dos leilões de troca), sendo os leilões de recompra de NTN-B restritos aos *dealers*.

A Tabela 2 ilustra a representatividade dessas operações na gestão da dívida pública brasileira. Nota-se que por intermédio dessas operações foi possível acelerar o processo de trocas de títulos indexados à Selic (LFT), especialmente por NTN-B, ampliar o prazo médio da dívida nas operações de troca de títulos mais curtos por outros mais longos e reduzir o risco de refinanciamento nos leilões de resgate antecipado.

Tabela 2. Operações de gerenciamento de passivo no mercado doméstico

R\$ Milhões	2004	2005	2006	2007	2008
Operações de Troca que afetam Prazo Médio e Composição	4,255	20,174	44,641	9,904	3,625
LFT aceitas em leilões de NTN-B	1,385	18,931	43,021	9,904	3,625
LFT aceitas em leilões de NTN-C	2,870	1,243	1,619	-	-
Operações de Troca que afetam somente Prazo Médio	23,902	66,806	44,711	70,999	55,006
Troca de LFT por LFT	18,654	56,482	25,813	28,183	28,404
NTN-B aceitas em leilões de NTN-B	720	6,591	14,893	37,570	25,765
NTN-C aceitas em leilões de NTN-B e NTN-C	4,528	3,733	4,005	5,245	836
Total das Operações de Troca¹	28,158	86,980	89,352	80,903	58,630
Operações de Resgate Antecipado²	19,324	40,674	26,793	23,318	12,515
LTN	13,578	33,733	19,935	22,563	11,462
LFT	3,961	3,573	238	-	-
NTN-B	675	2,106	6,552	755	1,054
NTN-C	1,110	1,262	68	-	-
Total das Operações de Troca e Resgate Antecipado	47,481	127,654	116,145	104,221	71,145
Em % do estoque da DPMFi em Mercado	5.9%	13.0%	10.6%	8.5%	5.6%

¹ Corresponde somente ao total de operações de troca que afetam prazo médio e composição da DPMFi.

² Realizadas com o objetivo de redução do risco de refinanciamento e melhoria da liquidez do título no mercado secundário.

Fonte: Tesouro Nacional

⁴⁴ Como os cupons da NTN-B são destacáveis, também fazem parte do rol de ativos elegíveis os cupons e o principal da própria NTN-B.

⁴⁵ Para o conceito de *duration*, ver Capítulo 3 da Parte 2.

⁴⁶ Para maiores detalhes sobre a Cetip e outras centrais de custódia e liquidação, ver Capítulo 3 da Parte 3.

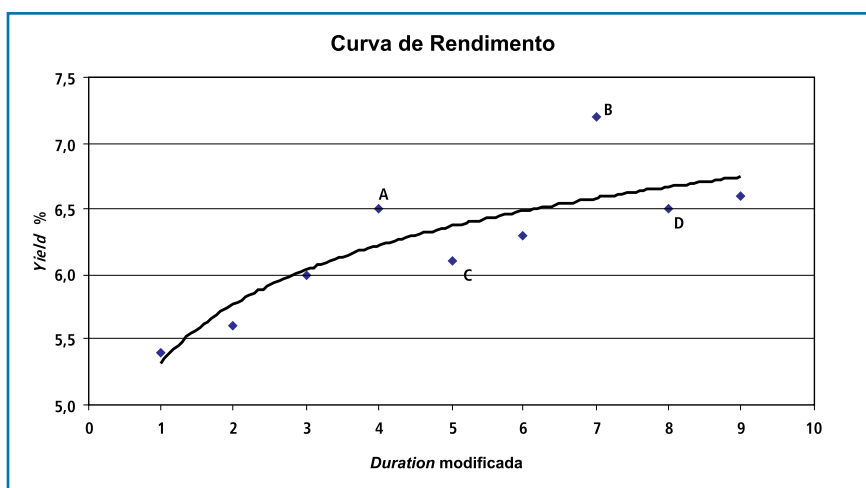
5.2 Mercado externo

À semelhança das operações de LM no mercado doméstico, essas operações no mercado externo podem ter objetivos diversos, tais como a redução no risco de refinanciamento em determinado ponto da curva, a obtenção de ganhos líquidos a valor presente (*NPV savings*) ou simplesmente o aumento de eficiência na curva de rendimentos. Há vários tipos de operações possíveis, tais como trocas, recompras puras e recompras em conjunto com novas emissões. As operações podem ainda ser públicas ou privadas, com frequência mais irregular do que no mercado doméstico, dadas as características peculiares de acesso e a competitividade com outros emissores de grau de risco semelhante no mercado externo.⁴⁷

Oportunidades de se obter ganhos de *NPV* ocorrem quando os títulos retirados do mercado possuem taxa de rendimento acima da curva considerada justa. O Gráfico 3 ilustra uma situação em que há oportunidades claras de se obter ganhos de *NPV*. O emissor pode estruturar uma operação em que os títulos A e B são recomprados e os títulos C e D são emitidos, seja por meio de trocas diretas seja de operações independentes. Como resultado, o emissor obterá financiamento a um custo menor, monetizando assim ganhos líquidos a valor presente.⁴⁸

As operações de LM realizadas pela República ao longo das últimas duas décadas podem ser divididas em três grupos. A primeira operação foi justamente a reestruturação da dívida externa, finalizada em 1994 no âmbito do Plano Brady. Para efeitos práticos, o processo de renegociação pode ser denominado de operações de LM de primeira geração, na qual toda a dívida externa previamente existente foi reestruturada em nove títulos, conforme apresentado na Tabela 3.

Gráfico 3. Oportunidades de obtenção de *NPV*



Fonte: Tesouro Nacional

Os títulos emitidos após 1994 fazem parte da chamada dívida soberana, em contraste com a dívida reestruturada. Como os títulos tipo *Brady*⁴⁹ possuíam o estigma de ser fruto de um processo de renegociação, sua taxa em geral encontrava-se acima da curva justa, da qual faziam parte apenas os títulos soberanos. Havia,

⁴⁷ Ver nota de rodapé n° 3.

⁴⁸ Cabe ressaltar que, em geral, há uma diferença de *duration* entre os títulos envolvidos em cada perna da operação e, portanto, poderá haver mudanças na estrutura de risco do emissor.

⁴⁹ Dos nove títulos oriundos do processo de reestruturação, dois foram emitidos antes de 1994, quando ocorreu o Plano Brady. Entretanto, para efeitos de simplificação, referimo-nos a todos os nove títulos como tipo *Brady*.

portanto, uma situação como a descrita no Gráfico 3, em que os títulos A e B seriam tipo *Brady*, enquanto os demais seriam títulos soberanos. As operações de LM de segunda geração foram realizadas com o intuito de trocar títulos oriundos do processo de renegociação por títulos soberanos. O objetivo primário desse tipo de operação era a obtenção de NPV, e o objetivo secundário era justamente aumentar a composição de dívida soberana, que não possuía o estigma relacionado ao *default* ocorrido na década de 1980. Por meio de operações de LM de segunda geração, foram emitidos os títulos globais com vencimento em 2011, 2018, 2024, 2027, 2030 e 2040. Por fim, foi realizado o exercício da opção de compra de todos os títulos tipo *Brady* remanescentes em 2005.⁵⁰

Uma vez eliminadas as distorções na curva causadas pelos títulos oriundos do processo de reestruturação, o foco passou a ser a redução do risco de refinanciamento – considerado elevado em alguns anos – e o aumento da eficiência da própria curva. Nesse contexto foram realizadas as operações de LM de terceira geração, da qual fazem parte uma oferta pública de troca de títulos na parte longa da curva pelo Global 2037 e, finalmente, o Programa de Recompras, no qual o Tesouro Nacional executa transações típicas de mercado secundário. A redução na liquidez de pontos considerados distorcidos, em conjunto com o aumento da liquidez dos *benchmarks*, produz como resultado final uma curva de rentimentos mais eficiente.

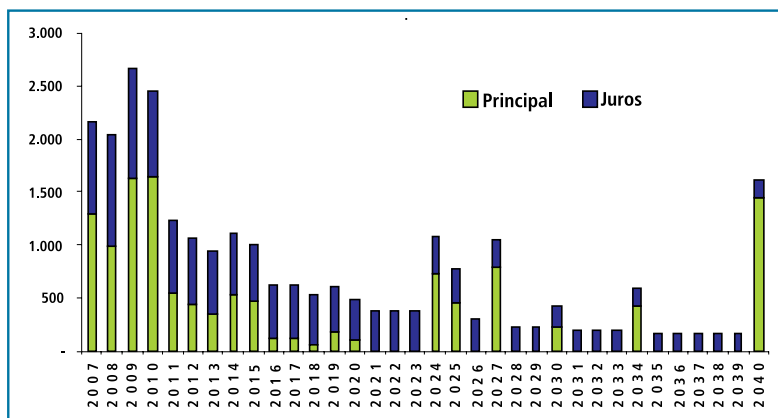
Tabela 3. Operações de LM no mercado externo

Geração	Títulos emitidos/operações realizadas	Objetivos
Primeira geração	BIB, IDU e os <i>Brady Bonds</i> Brasileiros: <i>Discount Bond</i> , <i>Par Bond</i> , <i>Front-Loaded Interest Bond</i> (FLIRB), <i>Front-Loaded Interest Reduction with Capitalization Bond</i> (Cbond), <i>Debt Conversion Bond</i> , <i>New Money Bond</i> , <i>Eligible Bond</i> (EI)	Reestruturação da dívida externa
Segunda geração	Globais 2011, 2018, 2024, 2027, 2030 e 2040 Exercício da <i>call</i> dos títulos tipo <i>Brady</i>	Obtenção de NPV e aumento da composição de dívida soberana Aumento da eficiência da curva
Terceira geração	<i>Tender Offer Exchange Offer Programa de Recompras</i>	

O programa de recompras vem proporcionando impacto significativo na estrutura de vencimentos da dívida externa brasileira. Desde 2006, as recompras alcançaram US\$ 15,5 bilhões em valor financeiro (US\$ 12,5 bilhões em valor de face), o que significou a retirada do mercado de cerca de 24,0% do estoque total dos títulos globais, 6,96% dos *Bradies*, 13,46% dos euros, 12,78% dos samurais e 6,53% do eurolibra, sendo esses percentuais de retirada calculados sobre o estoque do final de dezembro de 2005. Conforme ilustrado no Gráfico 4, a redução do fluxo de juros a serem pagos até 2040, efeito do Programa de Resgate Antecipado, atingiu US\$ 13,8 bilhões em valores correntes. Com o resgate antecipado dos títulos, reduz-se a volatilidade no serviço da DPF, diminuindo os riscos de refinanciamento.

⁵⁰ Os títulos tipo *Brady* possuíam uma opção de compra ao par, a ser exercida pelo emissor em qualquer data de pagamento de cupom.

Gráfico 4. Redução do fluxo de pagamentos da DPFe decorrente do Programa de Resgate Antecipado



Fonte: Tesouro Nacional

A Tabela 4 complementa a análise sobre os efeitos das operações de LM de terceira geração ao incluir os volumes de *tender offers* e do exercício da *call* do *C-Bond* e posteriormente de outros *Brady Bonds*. Ao todo, essas operações alcançaram montante de US\$ 21,5 bilhões em valor de face.⁵¹ Vale mencionar que antes do exercício da *call* do *C-Bond*, houve a troca desse título pelo *A-Bond*, que é um título Global, sem opção de compra, com estrutura de vencimentos semelhante, mas deslocada no tempo em relação à do *C-Bond*, e contando também com Cláusulas de Ação Coletiva (CACs). A troca, anunciada em julho de 2005 e realizada em agosto do mesmo ano, retirou de mercado US\$ 4,5 bilhões, equivalente a cerca de 80% do estoque do *C-Bond*. O restante, US\$ 1,1 bilhão, foi resgatado em sua totalidade em outubro, com o exercício da opção de recompra (*call*) prevista neles.

As principais vantagens alcançadas pela troca foram: a redução dos pagamentos de principal no curto prazo, com o consequente alongamento do prazo da dívida mobiliária externa; a redução do estoque de *Brady Bonds*, cujos preços são tipicamente piores do que o de títulos globais de prazo médio equivalente, o que distorcia a curva de rendimentos soberana; e o baixo custo da operação, visto que a troca não exigiu desembolso pelo Tesouro.

Tabela 4. Operações de LM no mercado externo – terceira geração

Operações	Valor de face ¹
Dívida mobiliária externa	21,4
<i>Call</i> do <i>C-Bond</i> (out.-05)	1,1
<i>Call</i> dos <i>Brady Bonds</i> (abr.-06)	6,5
<i>Tender offer</i> (jun.-06)	1,3
Programa de Resgate Antecipado ²	12,5
2006	6,0
2007	5,4
2008	1,2

¹ Captura o impacto das operações no estoque da dívida.

² O programa começou em jan.06.

Fonte: Tesouro Nacional

⁵¹ Além dessas operações de passivo, o governo pagou antecipadamente dívidas contratuais com o FMI e com o Clube de Paris no valor de US\$ 22.1 bilhões, reduzindo ainda mais significativamente a exposição da dívida pública a variações cambiais.

Referências

BANCO CENTRAL. *Nota para Imprensa Mercado Aberto*. KRISHNA, V. *Auction theory*. USA, Academic Press, 2002.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. Plano Anual de Financiamento (vários anos).

_____. Relatório Anual da Dívida Pública (vários anos).

RODRIGUES, L. A.; BUGARIAN, M. S. Uma análise dos leilões híbridos do Tesouro Nacional. *Finanças públicas. VIII Prêmio Tesouro Nacional*. Brasília: Esaf, 2003. Monografia Premiada em 3º lugar no tema Ajuste Fiscal e Dívida Pública.

SILVA, A. C.; DIEGUEZ, A.; CARVALHO, L. *Analysis of Brazilian Treasury Auctions: comparison of fixed and floating rate instruments*. Lacea, 2003.

WORLD BANK; IMF. *Developing government bond market: a handbook*. Washington, DC: World Bank: IMF, 2001.

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

Anexo 1. Cronograma de leilões de títulos – março/2008

O Tesouro Nacional informa a programação da administração da dívida pública mobiliária federal interna referente ao mês de março de 2008.

Leilão	Liquidação	Tipo	Título*	Vencimento
03 - 2ª feira	05 - 4ª feira	Leilão de troca	LTN	1/10/2008; 1/4/2009 ¹
			LFT	7/3/2012; 7/3/2014 ²
06 - 5ª feira	07 - 6ª feira	Leilão tradicional	LTN	1/4/2009; 1/7/2010
			NTN-F	1/1/2012; 1/1/2014
11 - 3ª feira	12 - 4ª feira	Leilão tradicional	NTN-B	15/5/2011; 15/5/2013; 15/5/2017; 15/8/2024; 15/5/2035; 15/5/2045
12 - 4ª feira	13 - 5ª feira	Leilão de troca	NTN-B	15/5/2011; 15/5/2013; 15/5/2017; 15/8/2024; 15/5/2035; 15/5/2045
		Resgate antecipado	NTN-B	15/8/2024; 15/5/2035; 15/5/2045
	14 - 6ª feira	Resgate antecipado	LTN	1/4/2008
13 - 5ª feira	14 - 6ª feira	Leilão tradicional	LTN	1/10/2008; 1/7/2010
			NTN-F	1/1/2012; 1/1/2017
18 - 3ª feira	20 - 5ª feira	Leilão de troca	LTN	1/10/2008; 1/4/2009 ¹
19 - 4ª feira	20 - 5ª feira	Leilão tradicional	LTN	1/4/2009; 1/7/2010
			LFT	7/3/2012; 7/3/2014
			NTN-F	1/1/2012; 1/1/2014
25 - 3ª feira	26 - 4ª feira	Leilão tradicional	NTN-B	15/05/2011; 15/5/2013; 15/5/2017
26 - 4ª feira	27 - 5ª feira	Leilão de troca	NTN-B	15/05/2011; 15/5/2013; 15/5/2017
27 - 5ª feira	28 - 6ª feira	Leilão tradicional	LTN	1/10/2008; 1/7/2010;
			NTN-F	1/1/2012; 1/1/2017

* Letras Financeiras do Tesouro (LFT); Letras do Tesouro Nacional (LTN); Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F).

¹ Com a venda pelas instituições financeiras da LTN com vencimento em 01/04/2008.

² Com a venda pelas instituições financeiras das LFTs com vencimentos até 30/06/2008.

No mês em referência, estão previstos vencimentos de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional no montante de R\$ 31,9 bilhões, sendo R\$ 31,4 bilhões de títulos com rentabilidade definida pela taxa *Selic*, dentre outros.

A oferta total dos títulos públicos para os leilões tradicionais, com liquidação ao longo do referido mês, estará limitada a R\$ 38,0 bilhões.

Cabe observar que os valores referentes aos resgates antecipados poderão ser acrescidos ao volume da oferta total de títulos públicos mencionados anteriormente.

O Tesouro Nacional informa também que poderá realizar resgate antecipado de Cupom de Juros de NTN-B caso haja manifestação de interesse por parte das instituições financeiras.

Este cronograma está sujeito a modificações de acordo com as condições de mercado.

Brasília, 29 de fevereiro de 2008.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL
PORTARIA Nº 162, DE 27 DE MARÇO DE 2008

O SECRETÁRIO-ADJUNTO DO TESOURO NACIONAL, no uso das atribuições que lhe conferem a Portaria MF nº 183, de 31 de julho de 2003, e a Portaria STN nº 143, de 12 de março de 2004, e tendo em vista as condições gerais de oferta de títulos públicos previstas na Portaria STN nº 410, de 04 de agosto de 2003, resolve:

Art. 1º Tornar públicas as condições específicas a serem observadas na oferta pública de Letras do Tesouro Nacional - LTN, cujas características estão definidas no Decreto nº 3.859, de 04 de julho de 2001:

- I - data do acolhimento das propostas e do leilão: 27.03.2008;
- II - horário para acolhimento das propostas: de 12h às 13h;
- III - divulgação do resultado do leilão: na data do leilão, a partir das 14h30, por intermédio do Banco Central do Brasil;
- IV - data da emissão: 28.03.2008;
- V - data da liquidação financeira: 28.03.2008;
- VI - critério de seleção das propostas: melhor preço para o Tesouro Nacional;
- VII - sistema eletrônico a ser utilizado: exclusivamente o sistema Oferta Pública Formal Eletrônica (OPFUB), nos termos do Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC);
- VIII - quantidade máxima de propostas por instituição: 5 (cinco) para cada um dos títulos ofertados; e
- IX - características da emissão:

Título	Prazo (dias)	Quantidade (em mil)	Valor Nominal (em R\$)	Data do Vencimento	Adquirente
LTN	187	1.000	1.000.000.000	01.10.2008	Público
LTN	825	2.000	1.000.000.000	01.07.2010	Público

Art. 2º Na formulação das propostas deverá ser utilizado preço unitário com seis casas decimais, devendo o montante de cada proposta contemplar quantidades múltiplas de cinquenta títulos.

Art. 3º As instituições credenciadas a operar com o DEMAB/BCB e com a CODIP/STN, nos termos da Decisão Conjunta nº 14, de 20 de março de 2003, poderão realizar operação especial, definida pelo art. 1º, inciso I, do Ato Normativo Conjunto nº 15, de 14 de janeiro de 2008, que consistirá na aquisição de LTN com as características apresentadas abaixo, pelo preço médio apurado na oferta pública de que trata o art. 1º desta Portaria:

- I - data da operação especial: 27.03.2008;
- II - horário para acolhimento das propostas: de 15h às 15h30;
- III - divulgação da quantidade total vendida: na data do leilão, a partir das 16h, por intermédio do Banco Central do Brasil;
- IV - data da liquidação financeira: 28.03.2008; e
- V - características da emissão:

Título	Prazo (dias)	Quantidade (em mil)	Valor Nominal (em R\$)	Data do Vencimento
LTN	187	150	1.000.000.000	01.10.2008
LTN	825	300	1.000.000.000	01.07.2010

Parágrafo único. Somente será realizada a operação especial prevista neste artigo, se a totalidade do volume ofertado ao público, nos termos do art. 1º desta Portaria, for vendida.

Art. 4º A quantidade de títulos a ser ofertada na operação especial a que se refere o art. 3º será alocada em conformidade com o disposto no art. 4º do mencionado Ato Normativo:

- I - 50% (cinquenta por cento) às instituições denominadas "dealers" primários; e
- II - 50% (cinquenta por cento) às instituições denominadas "dealers" especialistas.

Parágrafo único. Dos títulos destinados a cada grupo, a quantidade máxima que poderá ser adquirida por cada instituição observará os critérios estabelecidos no art. 4º, § 1º, do mencionado Ato Normativo, e será informada à instituição por meio do Sistema OPFUB.

Art. 5º Esta Portaria entra em vigor na data de sua publicação.

Anexo 3. Modalidades de leilões de títulos públicos

Existem duas modalidades principais de leilões de títulos públicos:⁵² leilões discriminatórios ou de preços múltiplos; e leilões de preço uniforme ou de preço único.⁵³

No leilão discriminatório, os lances são classificados em ordem descendente de preços, sendo diversas unidades vendidas aos preços mais elevados até que a quantidade ofertada seja exaurida, enquanto no leilão uniforme os lances mais altos serão aceitos a um preço uniforme, correspondente ao preço apresentado pela mais alta proposta rejeitada ou última proposta aceita.

Além dos modelos de venda mencionados, existem os leilões de compra que podem ser de preço discriminatório ou uniforme. No mercado externo, os leilões de compra de preço discriminatório são usualmente conhecidos como holandês reverso, e os de preço uniforme, como holandês reverso modificado.

Leilões holandeses reversos são tipos específicos que visam a lidar com os casos em que há um comprador, que tem um número de itens que deseja comprar, e mais de um vendedor. O comprador pode estipular o preço máximo e o número exato de ativos que deseja comprar àquele preço. Os vendedores, por sua vez, oferecem um preço igual ou inferior ao preço máximo estipulado para o número de ativos que desejam vender. Ao final do leilão, a menor proposta do vendedor é a vencedora, e o comprador obtém os ativos desejados pelo melhor preço.

Nos leilões reversos modificados, os demandantes fazem suas propostas aos emissores, e estas variam tanto em volume quanto em preço. Todos os demandantes beneficiados na operação irão levar o ativo leiloado a um preço único para todos, que corresponde ao menor preço ou, da mesma forma, a maior *yield*.

A literatura de leilões fornece ainda um tipo adicional de classificação segundo as avaliações feitas pelos licitantes dos objetos à venda, distinguindo-se entre leilões de “valor privado” e “valor comum”. Nos leilões de valor privado, a avaliação dada por cada licitante aos itens é subjetiva e independente das avaliações dos outros licitantes. Nos leilões de valor comum, cada licitante mensura o valor dos bens leiloados utilizando o mesmo valor objetivo. Se os licitantes adquirem um bem com o objetivo de revenda e não para consumo pessoal, a suposição do valor comum torna-se bem razoável.

Esse tipo de classificação é importante para a determinação do modelo ótimo de leilão. Os leilões de títulos públicos são geralmente usados como exemplos de leilões de valor comum, visto que o valor para cada licitante é comum, e o preço de revenda será o valor cotado no mercado secundário de títulos públicos, que não é conhecido no momento do leilão. No entanto, há alguns estudos que consideram a existência de

⁵² Essas modalidades são tipicamente tratadas como semelhantes aos modelos de 1º preço e 2º preço nos leilões de objeto único, respectivamente. Essa analogia acaba por influenciar o debate sobre o mecanismo ótimo de emissões de títulos públicos. No caso do leilão discriminatório, a semelhança ao leilão de 1º preço é observada, pois os compradores pagam seu próprio preço. Em relação ao leilão uniforme, este é visto como análogo ao leilão de 2º preço, uma vez que os compradores acabam pagando o preço equivalente à primeira proposta perdedora. Essa proposta, por sua vez, pode ter sido uma das apresentadas pelos próprios ganhadores, já que cada participante em leilões de bens múltiplos geralmente apresenta mais de uma proposta. Cabe ressaltar, contudo, que a analogia entre os leilões de 2º preço e uniforme não é correta, uma vez que os participantes nos leilões uniformes ensejam comportamentos estrategicamente diferenciados daqueles apresentados pelos participantes dos leilões de 2º preço. Conceitualmente, são os leilões de Vickrey que, de fato, são análogos aos de 2º preço, pois nesse tipo de leilão um participante que ganha certa quantidade do bem paga a mais alta proposta perdedora de outro participante, excluindo sua própria proposta. Na prática, por ser um leilão bastante complexo, o leilão de Vickrey não é utilizado. Para maiores detalhes, ver Krishna (2002).

⁵³ Também conhecido, pelos operadores de mercado, como leilão holandês, e no mercado externo, como leilão holandês modificado.

componentes privados na avaliação dos licitantes (por exemplo, demandas compulsórias dos investidores ou exigências de participação mínima de *dealers* primários), o que leva a estratégias diferenciadas quando se consideram diversos tipos de investidores. Nesse sentido, há controvérsias quanto ao fato de os títulos públicos serem puramente de valor comum para todos os licitantes.

No leilão de valor comum, há o risco da maldição (praga) do vencedor ou *winner's curse*. Os licitantes possuem o mesmo valor para o objeto em questão, porém só irão tomar conhecimento do verdadeiro valor após o término do leilão. Dessa forma, cada participante tem uma estimativa do valor do objeto e o vencedor geralmente é aquele que estimou um valor maior para o objeto em relação aos demais licitantes. Se um comprador ganha o leilão colocando a maior proposta, pode estar dando um valor maior que o preço de revenda do título, o que pode gerar perdas no mercado pós-leilão.