



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Banco Central do Brasil Technical Notes

Number 12

January 2002

**Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto
no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais**

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

ISSN 1677-4205
CGC 00.038.166/0001-05

Banco Central do Brasil Technical Notes	Brasília	n. 12	Jan	2002	P. 1 - 60
--	----------	-------	-----	------	-----------

Banco Central do Brasil Technical Notes

The views expressed in this work are the author(s) opinions only and do not reflect the ones of the Banco Central do Brasil, except in what relates to methodological notes.

Coordination:

Economic Department (Depec)

E-mail: depec@bcb.gov.br

Reproduction permitted provided the source is mentioned. Banco Central do Brasil Technical Notes, no. 12, January/2002.

General Control of Subscriptions

Banco Central do Brasil
Demap/Disud/Subip
SBS - Quadra 3 - Bloco B - Edifício-Sede - 2º Subsolo
Caixa Postal 8670
70074-900 - Brasília (DF)
Telephone (5561) 414-3165
Fax (5561) 414-1359

Statistical conventions:

- ... Data unknown.
- Null data or an indication that the corresponding item does not exist.

0 ou 0,0 figure smaller than half the value of the last digit to the right.

* preliminary data.

An hyphen (-) between years (1970-1975) indicates the total of years, including the first and the last. A slash (/) between years indicates the yearly average of such years, including the first and the last, or harvest-year or agreement-year, according to the text.

Any discrepancy between data and totals or percentage variations are due to rounding.

The sources for tables and graphs prepared by the Banco Central itself are not mentioned.

Banco Central do Brasil Information Center

Address: Secre/Surel/Dinfo
Edifício-Sede, 2º subsolo
SBS - Quadra 3, Zona Central
70074-900 - Brasília (DF)

Telephones: (5561) 414 (....) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
Toll-free: 0800 992345 (just in the country)
Fax: (5561) 321 9453

Internet: <http://www.bcb.gov.br>
E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Foreword

The institutionalization of the Banco Central do Brasil Technical Notes, conducted by the Department of Economics, promotes the dissemination of works featuring economic content, attracting both theoretical and methodological interest, giving a view of the short-term developments of the economy and reflecting the work of the Bank's employees in all areas of action. Besides, other works, though external to the Banco Central, may be included in this series provided the Bank has afforded institutional support to their preparation.

Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais

CARLOS HAMILTON VASCONCELOS ARAÚJO

Resumo: neste texto busca-se fazer um breve apanhado da evolução do mercado de títulos públicos federais no Brasil, desde o surgimento do Banco Central do Brasil. Paralelamente, consideram-se aspectos da institucionalização das operações de mercado aberto como instrumento de política monetária. Nesse sentido, dentre outras, são exploradas questões relativas à operacionalização das ofertas públicas de títulos (leilões); às intervenções no mercado aberto (*go around*); à transferência de titularidade e à liquidação financeira no Selic; ao funcionamento do sistema *dealer*; e à precificação dos principais títulos federais.

Sumário

1. Introdução	9
2. Retrospectiva	9
3. Operacionalização das ofertas públicas de títulos do Tesouro Nacional	16
4. Transferência de titularidade e liquidação financeira	18
5. Operacionalização das ofertas públicas de títulos do Banco Central	22
6. Mercado primário <i>versus</i> mercado secundário	22
7. O sistema <i>dealer</i> de mercado aberto	23
8. Operações de mercado aberto	26
9. Leilões informais ou <i>go-around</i> de títulos públicos	30
10. Estrutura a termo e os preços dos títulos públicos federais	32
10.1 – Termo de juros	32
10.2 – Precificação de títulos públicos	37
11. Exemplificação de cálculo de preços de títulos públicos	39
11.1 – Taxa de rentabilidade prefixada	39
11.2 – Taxa de rentabilidade pós-fixada sem pagamento de cupom	40
11.3 – Taxa de rentabilidade pós-fixada com pagamento de cupom (títulos cambiais)	41
11.4 – Taxa de rentabilidade pós-fixada com pagamento de cupom (títulos não cambiais)	42
Referências bibliográficas	45
Anexo I	46
Anexo II	55
Anexo III	58
Anexo IV	59

Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais

CARLOS HAMILTON VASCONCELOS ARAÚJO^{1, 2}

1. Introdução

O objetivo desta nota³ constitui-se na análise da origem e do desenvolvimento do mercado aberto no Brasil, assim como da maneira como são operacionalizados os leilões (ofertas públicas) de compra e venda desses ativos, e suas respectivas emissões e liquidações financeiras. Note-se ainda que são apresentados exemplos de precificação dos principais títulos atualmente negociados.

Além desta introdução, são desenvolvidas dez seções. A primeira mostra, em uma perspectiva histórica recente, o desenvolvimento do mercado de títulos públicos federais e das operações de mercado aberto no Brasil. A segunda disserta sobre o *modus operandi* do Banco Central, quando da execução das ofertas públicas competitivas de títulos públicos de responsabilidade do Tesouro Nacional. A terceira explica o processo de transferência de titularidade e de liquidação financeira das transações com títulos federais. A quarta seção confronta os processos aplicáveis aos leilões de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional com os aplicáveis aos leilões de títulos de responsabilidade do Banco Central. A quinta seção consta de uma breve discussão sobre os conceitos de mercado primário e mercado secundário. A sexta seção descreve o mecanismo de formação do sistema *dealer* de mercado aberto. Na sétima seção as operações de mercado aberto são tratadas tanto do ponto de vista teórico quanto do prático. A oitava seção se ocupa dos leilões informais de títulos públicos (*go-around*). A nona seção conceitua taxa de juros e descreve a formação da estrutura a termo e a precificação de títulos. Finalmente, na última seção é exemplificado de que modo poderiam ser calculados os preços de alguns dos principais títulos públicos federais.

2. Retrospectiva

A Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, em seu artigo 10º, outorgou ao Banco Central a atribuição de efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra

1/ Departamento de Estudos e Pesquisas, do Banco Central do Brasil. Em grande parte, este trabalho foi elaborado quando da experiência do autor à frente da Divisão de Operações, no Departamento de Operações de Mercado Aberto, do Banco Central do Brasil.

2/ O autor gostaria de agradecer os valiosos comentários e sugestões apresentados por Eduardo Nakao, Joaquim José Rodrigues Alves, João Henrique de Paula Freitas Simão e Sérgio Goldenstein – todos colegas de Banco Central do Brasil – mas, ao mesmo tempo, isentá-los de responsabilidade sobre quaisquer erros remanescentes.

3/ Esse texto foi desenvolvido, inicialmente, como parte do curso “Funções do Banco Central”.

e venda de títulos públicos federais, no jargão econômico conhecidas como operações de mercado aberto. Em consequência desse arranjo institucional, perceber-se-á ao longo do texto que, tendo como ponto de partida aquele momento, no Brasil, a evolução do mercado aberto se confunde com a evolução do mercado de títulos públicos federais.

Na primeira metade da década de 1960, em adição à pouca significância no mercado de ativos, a dívida pública federal interna estava com sua credibilidade seriamente comprometida e, por conseguinte, dispunha de demanda restrita às situações em que a legislação tornava obrigatória a aquisição de títulos públicos. A baixa aceitação da dívida pública estava associada precipuamente a atrasos nos pagamentos, falha essa potencializada pela perda real de valor dos títulos. Essa perda de poder aquisitivo advinha da inexistência de mecanismos que garantissem a atualização do valor nominal dos títulos públicos, em um ambiente econômico onde o governo federal com frequência abusiva recorria à emissão de moeda para cobrir seus déficits orçamentários, o que, como ensina a teoria econômica clássica, determina a contínua elevação do nível geral dos preços.

Nesse cenário, em que o tripé segurança-rentabilidade-liquidez, que sustenta as operações de crédito em geral, estava desfeito, o Banco Central introduziu, no início de 1967, sistema alternativo às operações de mercado aberto, sobre o qual merece assinalar:

- a) os procedimentos eram conduzidos dentro do circuito fechado Banco Central/Banco Comercial/Cliente/Banco Comercial/Banco Central;
- b) a iniciativa das operações partia do setor privado, ou seja, o Banco Central era agente passivo;
- c) as operações de recompra baseavam-se em uma “tabela de recompra”, que não necessariamente refletia as condições do mercado monetário.

Esse mecanismo foi meritório no sentido de que dava suporte à indústria nascente, difundia as negociações com títulos públicos e, por conseguinte, treinava os agentes econômicos neste tipo de operação. Entretanto, além das deficiências levantadas no parágrafo acima, a estratégia falhava porque:

- a) resolvia problemas localizados de liquidez – dos bancos comerciais demandantes – não da economia como um todo;
- b) ao vender um título, o Banco Central garantia a operação reversa (recompra), mas, ao comprá-lo de um banco comercial, este não assumia o mesmo compromisso, de modo que a recompra pelo Banco Central era equivalente a um resgate antecipado do título objeto da operação.

No contexto do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), foi promulgada a Lei 4.357, de 16 de julho de 1964, criando as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) e instituindo a correção monetária. Com esta medida, o Governo Federal buscava estimular a poupança doméstica, bem como resgatar a credibilidade dos títulos públicos. Por serem dotadas de cláusula garantindo a correção monetária, as ORTNs estavam protegidas

quanto à perda real de valor⁴. Além disso, o pagamento de cupons semestrais de juros e a conseqüente redução do prazo de retorno do capital investido (menor *duration*), a pontualidade nos resgates, a percepção de atraentes taxas reais de juros positivas e a eficiente campanha de divulgação, dentre outros fatores, contribuíram para o aparecimento de uma salutar demanda voluntária, fortalecendo o incipiente mercado para a dívida pública federal. Nesse sentido, as emissões de ORTNs, após alcançarem Cr\$41 milhões em 1964, totalizaram Cr\$5 bilhões em 1969.

Observada a recuperação da credibilidade dos títulos públicos e após análise do mercado brasileiro de títulos, conduzida por técnicos do Banco Central e do banco central dos Estados Unidos, registrou-se, ao final de 1968, o marco inicial das operações de mercado aberto no Brasil. Na oportunidade, o Banco Central foi autorizado a utilizar, em suas intervenções no mercado monetário, ORTNs de sua carteira com prazo decorrido⁵. Inicialmente, eram negociados títulos de um ano de prazo, contudo, em função da necessidade de se desenvolver uma mentalidade de utilização racional de fundos ociosos de curto e curtíssimo prazos, dava-se preferência aos títulos com vencimento previsto para até 120 dias.

No início de 1973, as emissões de ORTNs com prazo de um ano foram suspensas, mas, em contrapartida, tiveram início as emissões de Letras do Tesouro Nacional (LTN) com 365 dias de prazo. As LTNs foram criadas pelo Decreto-Lei 1.079, de 21 de janeiro de 1970 e, deste então, vinham sendo emitidas, primeiro com prazo de 42 dias e, sucessivamente, com prazos de 91 e 182 dias⁶. Em função da simplicidade de suas características (vide Anexo I), as LTNs eram mais apropriadas às negociações em um “mercado aberto”, por definição “um mercado sem fronteiras”, que funciona sem um ambiente definido para negociação, precisando, portanto, de ativos de fácil manuseio para se institucionalizar. Em curto espaço de tempo, as LTNs conquistaram alto grau de negociabilidade, contribuindo sobremaneira para consolidar o mercado de títulos públicos no Brasil.

Nos primeiros anos de atividade do Banco Central, a condução da política monetária estava ancorada na concessão de empréstimos bancários por intermédio da sistemática de redesconto (assistência financeira de liquidez) e na exigência de recolhimentos compulsórios. Posteriormente, à medida que o mercado de títulos públicos se consolidava, criavam-se condições mínimas para que as operações de mercado aberto fossem introduzidas⁷. Assim, em espaço relativamente curto de tempo, este instrumento passou a ser largamente utilizado nas intervenções que buscavam eliminar desequilíbrios de curto prazo no mercado de reservas bancárias.

4/ Cabe destacar que também existiam ORTNs com cláusula de correção cambial.

5/ Destaque-se que, desde sua criação, em 1964, até agosto de 1974, as ORTNs eram subscritas diretamente nas agências do Banco do Brasil S.A.

6/ O Decreto-Lei 1.079 também autorizou o Banco Central a proceder às emissões de LTNs.

7/ Vale ressaltar que o conceito de mercado aberto, “mercado sem fronteiras”, contrapõe-se ao de mercado fechado, que dispõe de um ambiente específico para funcionar. A título de ilustração, cite-se o mercado de ações, cujos negócios têm lugar nas bolsas de valores. Por sua vez, as operações de mercado aberto conceituam-se como um instrumento de política monetária, que consiste na compra e venda, por um banco central qualquer, de títulos públicos e/ou privados, com o intuito de controlar a oferta de moeda na respectiva economia.

O reconhecimento, pelos formuladores de política, do poder e da versatilidade das operações de mercado aberto, determinou a disseminação de seu uso em escala mundial e não isoladamente na economia brasileira. Dentre outros motivos, as operações de mercado aberto elevam os graus de liberdade na condução da política monetária, pois permitem eventualmente ajustar a liquidez do sistema financeiro independentemente de os bancos com carteira comercial e as caixas econômicas o desejarem.

A eficiência das operações de mercado aberto no controle do volume de reservas em moeda e, por conseqüência, na determinação das taxas de juros vigentes, depende fundamentalmente do dinamismo do mercado secundário de dívida pública. Isso posto, parcialmente vencidas as desconfianças que, na década de 60, determinavam a fragilidade da demanda voluntária por títulos públicos, era necessário avançar no sentido de fortalecer o mercado secundário para os citados ativos. No início da década de 70, a rentabilidade dos títulos públicos havia sido recuperada e, dentro do pressuposto de que as operações de crédito se sustentam no tripé segurança-rentabilidade-liquidez, o equilíbrio seria alcançado com progressos nos quesitos segurança e liquidez.

Quando de sua criação, as LTNs eram emitidas sob a forma de cautelas e as instituições adquirentes eram forçadas a mantê-las sob sua própria custódia. No mercado secundário, as operações eram liquidadas financeiramente por intermédio de cheques. Basicamente, esses procedimentos incorporavam dois grandes problemas:

- a) a possibilidade de falsificação de títulos;
- b) a possibilidade de pagamentos com cheques sem fundos⁸.

O Banco Central, como mantenedor de uma carteira de títulos públicos, também mantinha em custódia as LTNs de sua carteira. Com o intuito de incrementar a segurança das operações envolvendo esses títulos e de assegurar maior controle sobre as operações de mercado aberto, o serviço de custódia do Banco Central foi estendido aos bancos comerciais em 1971. Embora efetivada de forma manual, essa concessão amenizou sobremaneira o problema das falsificações.

As mudanças institucionais do final dos anos 60 e início dos anos 70 dinamizaram de tal forma o mercado de títulos públicos que exigiam contínua racionalização dos serviços. Este processo culminou com a celebração de um convênio, em 1974, entre o Banco Central e a Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima), cujo objetivo era atualizar em tempo real (*on line*) as informações relativas à custódia dos títulos públicos. Como primeiro resultado, em 1975, começou a funcionar o Sistema Gedip de custódia – um sistema de controle escritural da custódia e das transferências relativas às compras e vendas de LTNs.

8/ Para evitar o contínuo transporte dos títulos oferecidos em garantia de operações compromissadas, na prática, as instituições financeiras costumavam deixá-los sob a custódia do próprio vendedor. Esse comportamento abria espaço para, eventualmente, o mesmo lote de títulos ser dado em garantia de mais de uma operação.

No contexto da informatização dos registros concernentes às operações com títulos públicos, em 1978, surgiu o Sistema Escritural de Emissão de Letras do Tesouro Nacional, que permitiu o abandono das emissões físicas de LTNs e o início das escriturais. Com isso, eliminou-se por completo o problema das falsificações. Em 1979, com a implantação do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), o mecanismo de liquidação financeira das operações de compra e venda de LTNs por intermédio de cheques foi substituído pela liquidação por meio eletrônico. Com o estabelecimento do Selic, as vendas de LTNs, antes liquidadas em 24 horas (tempo necessário à liquidação de cheques compensados), passaram a sensibilizar financeiramente as contas de reservas bancárias no mesmo dia e, por conseguinte, extinguiu-se a possibilidade de pagamentos de compra de títulos com cheques sem fundos.

Com a promulgação da Lei 4.595, a atribuição de formular a política da moeda e do crédito fora transferida da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), que a executava desde sua criação em 1945, para o Conselho Monetário Nacional (CMN). Paralelamente, coube ao Banco Central a tarefa de executar as diretrizes traçadas pelo CMN e também a de ser o agente responsável pela manutenção da estabilidade da moeda⁹. De certa forma, aquele instrumento legal previu a implantação das operações de mercado aberto no Brasil, uma vez que autorizou a compra e venda de títulos públicos federais na condução da política monetária.

O Decreto-Lei 263, de 28 de fevereiro de 1967, transferiu da Caixa de Amortização (unidade pertencente à estrutura do Tesouro Nacional) para o Banco Central, a gestão da dívida pública interna. Adicionalmente, a Lei Complementar 12, de 8 de novembro de 1971, autorizou o Banco Central a emitir títulos para a execução da política monetária, observados limites estabelecidos pelo CMN. Além disso, este instrumento legal ratificou a competência do Banco Central para administrar a dívida mobiliária interna da União e assegurar os pagamentos dos títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional nos respectivos vencimentos.

O Banco Central foi, por muito tempo, portanto, responsável direto pela administração da dívida mobiliária interna do Governo Federal. Diante disso, os agentes econômicos acostumaram-se a lidar com emissões primárias de títulos de responsabilidade direta tanto do Tesouro Nacional quanto do Banco Central, em ambos os casos, porém, cabendo ao último a execução das ofertas públicas. Em função desse arranjo institucional, pode-se concluir pela sobreposição de objetivos das políticas monetária e fiscal em duas situações particulares:

- a) rolagem de dívida mobiliária vincenda;
- b) financiamento de déficit público no período corrente.

9/ Essa atribuição foi ratificada pela atual Constituição Federal, que estabelece, em seu artigo 164, que a competência da União para emitir moeda deve ser exercida exclusivamente pelo Banco Central.

Ainda como reflexo do arranjo institucional acima descrito e também da premência em alcançar, isolada ou cumulativamente, os citados objetivos, a partir da implantação do programa de estabilização econômica denominado Plano Cruzado, em 1986, o mercado financeiro conviveu com grande variedade de títulos federais. A propósito, os Anexos I e II mostram a existência de paralelismo perfeito entre alguns títulos, respectivamente, de responsabilidade direta do Banco Central e do Tesouro Nacional, por exemplo:

- a) Bônus do Banco Central e Letras do Tesouro Nacional;
- b) Letras do Banco Central e Letras Financeiras do Tesouro;
- c) Notas do Banco Central e Notas do Tesouro Nacional¹⁰.

É de se reconhecer que há forte ligação entre as operações de natureza fiscal e monetária. Por exemplo, tudo o mais constante, a venda de títulos pelo Tesouro Nacional determina rearranjo na composição do portfólio dos agentes econômicos, que, segundo a teoria econômica, promove uma elevação na taxa de juros. Identicamente, ao promover compra de títulos públicos no mercado secundário, ainda que exclusivamente com objetivos de política monetária, o Banco Central favorece o alargamento do mercado para colocação de títulos públicos.

Mesmo reconhecendo a dificuldade de separar as implicações de natureza fiscal das de natureza monetária em algumas situações específicas, em princípio, as emissões do Tesouro Nacional carregam consigo exclusivamente objetivos fiscais – rolagem de dívida mobiliária vincenda ou financiamento de déficit público no período corrente. No caso do Banco Central, essa distinção é dificultada pelo exercício, ao longo do tempo, de algumas atividades de natureza fiscal¹¹ e, paralelamente, de atividades relativas à execução da política monetária

Embora no passado o Banco do Brasil também mantivesse a posição de autoridade monetária, desde 1986, com o encerramento da “Conta Movimento”, o Banco Central, com exclusividade, é o agente encarregado de manter a estabilidade da moeda. Para tanto, estão sob sua responsabilidade as ações voltadas para o controle tanto da taxa de juros doméstica e para o monitoramento da taxa de câmbio, as quais muitas vezes consubstanciam-se na compra e venda de títulos. Porém, como as compras e vendas podem envolver títulos de emissão própria, eventualmente fica comprometida a tentativa de separar as operações de natureza fiscal das de natureza monetária e/ou cambial.

Em função de possíveis interpretações errôneas, que a referida duplicidade de atribuições poderia acarretar, da parte dos agentes econômicos, é imperativo reconhecer que tal sistemática se constituía em fonte potencial de distorções de preços dos ativos

10/ Um argumento em favor da emissão de títulos pelo Banco Central seria o de que, em um ambiente de alta instabilidade, isso se justificava pelo ganho em agilidade.

11/ Decreto-Lei 263 e Lei Complementar 12.

negociados no mercado financeiro de um modo geral. Isso posto, o Governo Federal desenvolveu esforços no sentido de solucionar definitivamente o problema. Assim, em 10 de março de 1986, o Decreto 92.452 criou a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), dentre outras, com as seguintes atribuições:

- a) controlar as operações realizadas por conta e ordem do Tesouro Nacional e nas quais o Tesouro Nacional figure como mutuário ou financiador;
- b) controlar as responsabilidades assumidas pelo Tesouro Nacional, em decorrência de contratos de empréstimo e financiamentos, para assegurar o pagamento dos compromissos nas datas de vencimento.

Conforme adiantado anteriormente, em paralelo à criação da STN, registrou-se outro grande avanço institucional: a extinção da “Conta Movimento”. Até então, essa “Conta Movimento” institucionalizava a existência de duas autoridades monetárias: o Banco Central e o Banco do Brasil. Com isso, o desenho institucional era de tal forma confuso, que não se podia identificar com clareza as fronteiras entre as ações de política fiscal, de política monetária e de banco comercial.

O encerramento da “Conta Movimento” acabou com a existência de duas autoridades monetárias e o início das atividades da STN deu início ao processo de transferência das atividades de natureza fiscal até então sob a responsabilidade do Banco Central. O Decreto 94.443, de 12 de junho de 1987, determinou a transferência, do Banco Central para o Ministério da Fazenda, a partir de 1.1.1988, da atribuição de administrador da dívida mobiliária da União. Atualmente, essa atividade está a cargo da STN.

Como corolário do esforço empreendido no sentido de organizar as contas do setor público brasileiro, em maio de 2000 foi promulgada a Lei Complementar 101 (Lei de Responsabilidade Fiscal), que, em seu artigo 34, impede o Banco Central de fazer emissão de dívida mobiliária a partir de 5 de maio de 2002. Dentro desse novo arranjo institucional, em breve estarão completamente segmentadas, sob os pontos de vista legal e administrativo, as operações de compra e venda de títulos públicos relacionadas à condução das políticas monetária e cambial, das operações de compra e venda de títulos públicos vinculadas ao controle da dívida mobiliária federal interna.

Feito esse breve levantamento da evolução do mercado de títulos públicos no Brasil, assim como a apresentação sucinta dos objetivos que movem o Banco Central e Tesouro Nacional em suas respectivas transações com títulos públicos, no que se segue vem a descrição de como são operacionalizadas as ofertas públicas competitivas de títulos federais. De antemão, pode-se definir os leilões formais (como também são conhecidas as ofertas públicas competitivas, de agora em diante apenas ofertas públicas ou leilões) como eventos em que o Banco Central executa operações de compra ou de venda definitiva, ao público em geral, de títulos da dívida pública mobiliária federal interna, sejam de emissão própria ou de emissão da STN.

3. Operacionalização das ofertas públicas de títulos do Tesouro Nacional

Em princípio, qualquer pessoa física ou jurídica pode adquirir ou vender títulos nos supracitados eventos. As instituições financeiras – bancos comerciais, caixas econômicas, bancos de investimento, bancos múltiplos, corretoras e distribuidoras de valores – podem fazê-lo diretamente ou por intermédio de outra instituição financeira. Por sua vez, as pessoas físicas e as pessoas jurídicas não financeiras necessariamente participam dos leilões indiretamente, isto é, por intermédio de uma das instituições financeiras acima.

No passado, as propostas de compra e venda de títulos públicos eram remetidas ao Banco Central em envelopes lacrados e qualquer instituição financeira estava habilitada a participar. O desenvolvimento da informática e das telecomunicações trouxe mudanças apreciáveis, de modo que, atualmente, todo o processo se desenvolve em ambiente eletrônico. Neste novo contexto, para participar diretamente das ofertas públicas, é necessário que a instituição financeira esteja registrada no Sistema Oferta Pública Formal Eletrônica (Ofpub), conforme estabelecido na Circular 2.727, de 14 de novembro de 1996, que regulamenta o funcionamento do Selic.

Antes de prosseguir, cabem dois registros:

- a) a liquidação, em moeda doméstica, de qualquer operação tendo como contrapartes o Banco Central e uma instituição financeira nacional deve acontecer em uma conta “Reservas Bancárias Livres e Compulsórias sobre Depósitos à Vista – em Espécie”;
- b) nos termos do regulamento do Selic, somente essas instituições – bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e caixas econômicas – podem manter contas de custódia no Selic.

Isso posto, as outras instituições financeiras podem participar do Selic como mantenedores de contas de sub-custódia e, nesse sentido, precisam se vincular a uma instituição custodiante.

Retornando ao Ofpub, trata-se de um sistema interligado ao Selic que registra e processa propostas das instituições participantes, bem como apura e divulga os resultados das ofertas públicas formais de títulos federais registrados no Selic. Embora qualquer instituição financeira que mantenha conta de custódia no Selic, ou conta de sub-custódia, possa ser habilitada a acessar o Ofpub, isso não ocorre automaticamente, mas, sim, mediante requerimento específico encaminhado ao Banco Central.

Como a denominação indica, os leilões seguem algumas formalidades, dentre as quais a divulgação de edital de conhecimento público – portaria, nos eventos de responsabilidade direta da STN; comunicado, nos eventos de responsabilidade direta do Banco Central (Vide Anexos I e II).

No caso dos leilões de títulos do Tesouro Nacional, segundo as condições gerais publicadas na Portaria 341, de 14 de julho de 2000, as portarias que anunciam as ofertas públicas devem conter as condições específicas para cada evento, dentre as quais:

- a) tipo, características e quantidade de títulos;
- b) taxa de juros, quando couber;
- c) a data-base, que serve como referência para atualização do valor nominal dos títulos, quando couber;
- d) data e intervalo de tempo em que devem ser apresentadas as propostas;
- e) data e hora da divulgação do resultado;
- f) data da liquidação financeira e da atualização das posições de custódia;
- g) critério de seleção das propostas.

Com base na portaria que anuncia a oferta pública, segue-se sua execução propriamente dita no sistema Ofpub, compreendendo as seguintes fases:

- a) cadastramento da(s) oferta(s);
- b) no(s) horário(s) previsto(s), liberação do sistema para as instituições participantes, devidamente cadastradas e habilitadas, efetuarem os lançamentos de suas propostas diretamente por suas estações de teleprocessamento;
- c) processamento, pelo sistema, da apuração da oferta pública;
- d) divulgação dos resultados, tornando-os disponíveis, por meio de estações de teleprocessamento, para as instituições participantes.

No preenchimento de proposta, a instituição habilitada no sistema Ofpub, além da quantidade desejada, que pode ser equivalente a toda a oferta e deve ser no mínimo de 50 unidades, precisa informar o preço unitário (PU) com seis casas decimais nos leilões de títulos com taxa de rentabilidade prefixada (Anexos I e II) ou a cotação com quatro casas decimais, nos leilões de títulos com taxa de rentabilidade pós-fixada (Anexos I e II). Neste contexto, a palavra cotação deve ser entendida como um percentual do valor nominal atualizado do título envolvido na negociação. Conforme será esclarecido mais à frente, essas informações constituem a base para o cálculo da valor financeiro envolvido na transação.

O processamento da apuração do resultado de um leilão depende da operação em curso, sempre observando o critério de melhor preço para o patrocinador do evento. Assim, na ocorrência de venda (compra), as propostas são classificadas em ordem decrescente (crescente) de preço unitário ou cotação de venda (compra). Alcançada a quantidade máxima a ser vendida (comprada), segundo os critérios estabelecidos pelo patrocinador do leilão, a última proposta considerada é passível de sofrer um “corte”, de modo que o somatório das quantidades de títulos contidas nas propostas vencedoras se iguale ao total que o patrocinador do leilão deseja negociar.

As Tabelas I a III ilustram, respectivamente, o resultado final oriundo do processamento da apuração de leilão de venda de LTN, de leilão de compra de títulos da mesma espécie e de leilão de venda de Letras Financeira do Tesouro (LFT). Nos leilões de LTN, títulos com taxa de rentabilidade prefixada, as propostas contemplam um preço unitário, ao passo que, nos leilões de LFT, título com taxa de rentabilidade pós-fixada, contemplam uma cotação. No caso do leilão de compra, não houve “corte” porque o parâmetro de decisão considerado pelo patrocinador do leilão foi a taxa de rentabilidade (cotação) e não a quantidade de títulos. Note-se, finalmente, que, nos leilões de preço único, todas as propostas credenciadas pagarão (receberão) o mesmo valor nas vendas (compras) de títulos pelo Tesouro Nacional.

4. Transferência de titularidade e liquidação financeira

Terminadas as fases executadas no sistema Ofpub, por meios estritamente eletrônicos, as informações pertinentes de todas as propostas vencedoras são transferidas para o Selic, quando se processam as transferências de titularidade entre o Tesouro Nacional e as instituições financeiras. Para colocações, essas movimentações equivalem a transferências dos títulos da conta de custódia transitória que o Tesouro Nacional mantém no Selic, para as contas de custódia ou de sub-custódia dos adquirentes. No caso de leilões de compra, o movimento ocorre em sentido inverso, com os títulos sendo objeto de baixa imediata, haja vista que o Tesouro Nacional não mantém carteira de títulos.

Tabela I				
Representação Esquemática de Apuração de Leilão de Venda				
Título: LTN Vencimento: 5.9.2001				
Total da Oferta : 1.000.000				
Leilão: 1.3.2001 Liquidação Financeira: 2.3.2001				
Número da Proposta	Preço Unitário	Taxa % a.a.	Quantidade mil	Quantidade Acumulada
1	927,1582	15,79	20	20
2	927,1168	15,80	40	60
3	927,0755	15,81	40	100
4	927,0100	15,83	70	170
5	927,0020	15,83	70	240
6	926,9930	15,83	20	260
7	926,9890	15,83	70	330
8	926,9650	15,84	70	400
9	926,9599	15,84	20	420
10	926,9520	15,84	20	440
11	926,9269	15,85	20	460
12	926,9228	15,85	50	510
13	926,9110	15,85	20	530
14	926,9110	15,85	20	550
15	926,9104	15,85	10	560
16	926,9020	15,85	200	760
17	926,8980	15,85	50	810
18	926,8939	15,85	20	830
19	926,8820	15,86	200	1 030

Corte: 15%.

Tabela II				
Representação Esquemática de Apuração de Leilão de Compra				
Título: LTN Vencimento: 2.5.2001				
Total da Oferta : 560.250				
Leilão: 5.3.2001 Liquidação Financeira: 6.3.2001				
Número da Proposta	Preço Unitário	Taxa % a.a.	Quantidade mil	Quantidade Acumulada
1	978,220000	15,29	30,00	30,00
2	978,221059	15,29	30,00	60,00
3	978,233999	15,28	10,00	70,00
4	978,234191	15,28	30,00	100,00
5	978,246999	15,27	20,00	120,00
6	978,247000	15,27	49,50	169,50
7	978,247325	15,27	49,15	218,65
8	978,253000	15,27	25,00	243,65
9	978,257832	15,26	50,00	293,65
10	978,260459	15,26	175,60	469,25
11	978,262923	15,26	30,00	499,25
12	978,268339	15,25	10,00	509,25
13	978,269655	15,25	1,00	510,25
14	978,273000	15,25	20,00	530,25
15	978,273595	15,25	30,00	560,25

Corte: NÃO HOUVE CORTE.

Tabela III				
Representação Esquemática de Apuração de Leilão de Venda				
Título: LFT Vencimento: 15.2.2006				
Total da Oferta : 2.000.000				
Leilão: 1.3.2001 Liquidação Financeira: 2.3.2001				
Número da Proposta	Preço Unitário	Taxa % a.a.	Quantidade mil	Quantidade Acumulada
1	99,8551	0,03	100	100
2	99,8543	0,03	100	200
3	99,8461	0,03	100	300
4	99,8381	0,03	100	400
5	99,8340	0,03	50	450
6	99,8335	0,03	100	550
7	99,8293	0,03	10	560
8	99,8266	0,04	50	610
9	99,8211	0,04	5	615
10	99,8149	0,04	10	625
11	99,8127	0,04	105	730
12	99,8106	0,04	50	780
13	99,8044	0,04	10	790
14	99,8023	0,04	50	840
15	99,8002	0,04	20	860
16	99,7961	0,04	10	870
17	99,7939	0,04	10	880
18	99,7921	0,04	150	1 030
19	99,7919	0,04	185	1 215
20	99,7800	0,04	10	1 225
21	99,7770	0,05	500	1 725
22	99,7761	0,05	150	1 875
23	99,7711	0,05	30	1 905
24	99,7510	0,05	105	2 010

Corte: 9,52%.

Em qualquer das situações anteriores, a transferência de titularidade implica que o vendedor está passando para o comprador a posse e a propriedade dos títulos. As instituições sub-custodiadas não podem fazer lançamentos diretamente no Selic, os mecanismos de controle restringem-lhes o acesso, disponibilizando apenas as consultas a registros e contas que lhes envolvam diretamente. Isso posto, os lançamentos de interesse de uma sub-custodiada devem ser executados pela respectiva instituição custodiante¹².

É importante salientar que todos os registros aceitos pelo Selic obedecem à sistemática de duplo lançamento. Nesse sentido, se uma instituição “A” faz um lançamento a crédito (débito) de sua conta de custódia ou de reservas bancárias e a débito (crédito) da conta de custódia ou de reservas bancárias de uma instituição “B”, esta última necessariamente deve confirmar o lançamento para dar-lhe eficácia. No caso de leilões patrocinados pelo Tesouro Nacional, os lançamentos de sua responsabilidade ficam a cargo do Banco Central.

Uma característica fundamental do processo em análise é que cada lançamento em uma conta de custódia ou de sub-custódia deve vir acompanhado do lançamento correspondente, relativo à liquidação financeira da operação. Para leilões de venda, a liquidação financeira segue os procedimentos discriminados a seguir, que se processam no sentido inverso caso a operação seja de compra.

- a) se a instituição adquirente for custodiante, sua conta “Reservas Livres e Compulsórias sobre Depósitos à Vista – em Espécie” será debitada em montante igual ao total de títulos adquiridos multiplicado pelo respectivo PU de venda; em contrapartida, a Conta Única que o Tesouro Nacional mantém no Banco Central é creditada;
- b) se a instituição adquirente for sub-custodiada, a conta “Reservas Livres e Compulsórias sobre Depósitos à Vista – em Espécie” do custodiante ao qual está vinculada receberá um débito em valor equivalente ao total de títulos adquiridos multiplicado pelo respectivo PU de venda e, atendendo ao princípio das partidas dobradas, a Conta Única do Tesouro Nacional recebe um crédito no mesmo montante.

O cálculo do PU de venda ou de compra em leilões e, por consequência, do montante da respectiva operação, depende das características do título envolvido na negociação¹³. Para títulos com taxa de rentabilidade prefixada, a própria rotina de preenchimento das propostas no sistema Ofpub exige da instituição financeira a informação de um PU com seis casas decimais. O cálculo do valor financeiro fica então bastante simplificado:

- a) multiplica-se o PU informado pela quantidade de títulos a ser transacionada, que também é informada por ocasião do preenchimento da proposta;

12/Esse procedimentos serão alterados com a entrada em vigor do novo sistema de pagamentos brasileiro, atualmente em processo de implantação pelo Banco Central do Brasil.

13/Sobre cálculo de PU, vide Seção 9.

- b) trunca-se o montante na segunda casa decimal, para obter o valor financeiro exato da proposta, medido em unidades monetárias.

Nas ofertas competitivas de títulos com taxa de rentabilidade pós-fixada, no preenchimento das propostas, as instituições financeiras informam apenas uma cotação, entendida como o percentual do valor nominal atualizado do título a ser negociado. Para se chegar ao financeiro relativo a uma proposta, seguem-se duas etapas:

- a) multiplica-se a cotação pelo valor nominal atualizado, divide-se esse produto por cem e trunca-se na sexta casa decimal, de modo a encontrar o PU do título;
 b) multiplica-se o PU pela quantidade de títulos da proposta e trunca-se o produto na segunda casa decimal, sendo o valor final equivalente ao financeiro da proposta, medido em unidades monetárias.

Os procedimentos acima valem como regra geral para propostas vencedoras, quer sejam apresentadas em leilões de títulos com taxa de rentabilidade prefixada, quer em leilões de títulos com taxa de rentabilidade pós-fixada, porque o critério de apuração mais freqüentemente utilizado é o do melhor preço para o patrocinador da oferta pública, situação que a literatura denomina “leilão de preços múltiplos”. Eventualmente, de modo particular nos eventos em que são negociados títulos que, supostamente, apresentam grande dispersão na formação de seus preços, o critério de apuração considera apenas o preço da última proposta vencedora, ou seja, o menor (maior) preço pelo qual o patrocinador da oferta pública se dispõe a vender (comprar) o título. Portanto, nesta situação, que a literatura sobre leilões denomina “leilão de preço único”, a liquidação financeira de todas as propostas vencedoras é feita com base em um só preço – o menor nos leilões de venda e o maior nos leilões de compra.

Tabela IV			
Ofertas Públicas de Títulos Públicos Federais			
Cálculo do Equivalente Financeiro			
Rentabilidade do Título	Preenchimento da Proposta	Preço de Liquidação	Valor Financeiro da Liquidação
Prefixada	Preço unitário, com seis casas decimais, e quantidade pretendida	Preço informado	Multiplica-se o preço informado pela quantidade informada, truncando-se o produto na segunda casa decimal
Pós-fixada	Cotação, com quatro casas decimais, e quantidade pretendida	Multiplica-se a cotação informada pelo valor nominal atualizado, divide-se o produto por cem e trunca-se o produto final na sexta casa decimal	Multiplica-se o preço de liquidação informado pela quantidade informada, truncando-se o produto na segunda casa decimal

5. Operacionalização das ofertas públicas de títulos do Banco Central

Os leilões de títulos do Banco Central, em linhas gerais, seguem a mesma sistemática operacional descrita na Seção 3, que é válida para os leilões de títulos patrocinados pela STN. Algumas diferenças, entretanto, merecem ser destacadas:

- a) a divulgação ocorre por intermédio da emissão de comunicado;
- b) na liquidação financeira das propostas vencedoras em leilões de venda, obedecendo ao princípio das partidas dobradas, ao mesmo tempo em que são debitadas as contas “Reservas Livres e Compulsórias sobre Depósitos à Vista – em Espécie” é creditada a conta “Subsistema de Liquidação Financeira” do Banco Central; de maneira simétrica, para os leilões de compra, simultaneamente ao lançamento a crédito nas contas “Reservas Livres e Compulsórias sobre Depósitos à Vista – em Espécie” é debitada a conta “Subsistema de Liquidação Financeira”.

Assinale-se que, nos leilões da STN:

- a) o documento de divulgação é uma portaria;
- b) a contrapartida aos lançamentos nas contas de “Reservas Livres e Compulsórias sobre Depósitos à Vista – em Espécie” se dá por intermédio de lançamentos recíprocos na Conta Única do Tesouro Nacional.

6. Mercado primário *versus* mercado secundário

As vendas em nome da STN somente acontecem por ocasião da emissão dos títulos, uma vez que este Órgão não mantém carteira de títulos. Por outro lado, as vendas realizadas em nome do Banco Central podem ter como objeto títulos previamente emitidos que eventualmente pertençam a sua carteira. No que se refere aos leilões de compra, quando feitos por ordem da STN, os títulos comprados simplesmente deixam de existir, mas, se a compra for de responsabilidade do Banco Central, os títulos adquiridos passam para a sua carteira, podendo, inclusive, ser objeto de qualquer outra operação no futuro ou no próprio dia.

O paralelo desenvolvido no parágrafo acima cumpriu o propósito de introduzir o conceito de mercado primário. Este compreende as ofertas públicas de venda em que a transferência dos títulos para o comprador ocorre na própria data de emissão, bem como as ofertas públicas de compra em que os títulos são destruídos pelo emissor, na mesma data em que são transferidos para a sua custódia.

Por conseguinte, o mercado secundário compreende as demais operações com títulos públicos:

- a) sempre que não há participação do Banco Central ou do Tesouro Nacional;

- b) quando o Banco Central vende títulos de sua carteira;
- c) quando o Banco Central compra títulos para sua carteira, exceto as feitas nos leilões de venda do Tesouro Nacional.

Conforme se depreende do último item, o Banco Central pode comprar títulos diretamente do Tesouro Nacional. Nos termos da Lei Complementar 101 (Lei de Responsabilidade Fiscal), além de serem feitas por ocasião de ofertas públicas de venda, esse tipo de compra deve, necessariamente, destinar-se ao refinanciamento da dívida mobiliária vincenda de responsabilidade direta do Tesouro Nacional, e que esteja na carteira do Banco Central.

Na prática, observada a existência de margem em função de vencimentos efetivamente liquidados, o Banco Central procede às aquisições com o intuito de recompor sua carteira. O preço de aquisição deve ser igual ao preço médio alcançado no leilão de venda do Tesouro Nacional e as condições de pagamento são as mesmas aplicáveis aos demais compradores. De modo contrário, ao Tesouro Nacional é proibido adquirir títulos da dívida pública federal existentes na carteira do Banco Central, ainda que com cláusula de reversão, salvo se a operação se destinar à redução da dívida mobiliária.

7. O sistema *dealer* de mercado aberto

A palavra *dealer* pode ser traduzida como a pessoa ou empresa que negocia um determinado bem, mais precisamente, um especialista em transações com esse bem. Nesse sentido, um *dealer* de títulos públicos deve ser entendido como uma pessoa física ou jurídica especializada em transações com títulos públicos. No Brasil, o termo *dealer* tem significado menos abrangente, de modo particular, o *dealer* de mercado aberto é uma instituição financeira que, além de especialista em operações de compra e venda de títulos públicos, está habilitada a participar de negócios da espécie diretamente com o Banco Central.

Nos momentos iniciais de suas transações com títulos públicos, ainda na década de 1960, o Banco Central operava sob um sistema alternativo às operações de mercado aberto, no qual os procedimentos eram conduzidos dentro do circuito fechado Banco Central/Banco Comercial/Cliente/Banco Comercial/Banco Central. Dentre outros pontos frágeis, nessa sistemática as iniciativas das operações partiam do setor privado e os cálculos das taxas de juros ou, equivalentemente, dos preços dos títulos, tinham por base uma “tabela de recompra” que não necessariamente refletia as condições do mercado monetário.

Ao final do ano de 1968, o Banco Central foi autorizado a utilizar ORTNs de sua carteira para eventuais intervenções no mercado monetário. Em um mercado ainda incipiente, era possível à Autoridade Monetária operar diretamente com todas instituições financeiras. Com o intuito de incentivar o crescimento do mercado para a dívida de sua responsabilidade, o Governo Federal adotou algumas medidas que, em última instância, elevaram o retorno dos títulos públicos. A esse respeito, cabe destacar a permissão para

que os bancos comerciais efetuassem parcialmente em títulos públicos, os recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista, que deveriam manter junto ao Banco Central. Nos termos da Resolução 79, emitida pelo Conselho Monetário Nacional e datada de 6 de dezembro de 1967, até 20% dos recolhimentos poderiam ser mantidos em títulos, percentual que chegou a atingir 55%.

Os recolhimentos parciais de compulsórios cumpridos em títulos públicos implicavam que parcela dos ativos dos bancos comerciais, antes não remunerada, passou a ser positivamente remunerada. Não se pode desconhecer que tal procedimento determinou a abertura da possibilidade de obtenção, por parte das instituições que a ela se adequaram, de considerável adicional de retorno, não havendo justificativa para que qualquer dos bancos comerciais não se ativesse ao percentual máximo.

O aumento do número de participantes e o alargamento do mercado de dívida pública contribuíram para o surgimento das instituições especializadas, como aliás, ocorre em qualquer mercado de bens e serviços. Na situação em causa, deve-se ressaltar que os objetivos das instituições especialistas estavam circunscritos aos negócios com títulos públicos. De um lado, essas empresas constituíam carteira de títulos com recursos próprios; de outro, agiam simplesmente como intermediário financeiro propriamente dito, tomando emprestado recursos junto a terceiros e os transferindo ao Banco Central ou ao Tesouro Nacional, por intermédio da aquisição de títulos públicos. Em qualquer das duas situações, entretanto, as referidas empresas estavam assumindo os riscos implícitos em suas operações, consubstanciados na possibilidade de variações inesperadas dos preços dos títulos de sua propriedade, em virtude de oscilações nas taxas de juros.

De fato, em prazo relativamente curto, o crescimento do número de participantes no mercado de títulos públicos tornou inviável que o Banco Central realizasse operações diretamente com cada um. Para resolver o problema, em 1972, do universo das empresas que se especializaram em negócios com títulos públicos – *dealers* – foi selecionado um subconjunto que, a partir de então, estava, com exclusividade, credenciado a operar diretamente com a Autoridade Monetária. As negociações de títulos públicos ligadas diretamente aos objetivos da política monetária não deveriam ter sua eficácia comprometida em virtude da opção por atuar diretamente apenas com um subgrupo de instituições financeiras. Isso porque, nesse subgrupo, sempre estiveram as instituições mais atuantes no mercado de títulos públicos (os fazedores do mercado ou *market makers*).

Até 1978, entretanto, o Banco Central continuou participando de operações bilaterais e, nesse sentido, eram escolhidos os *dealers* credenciados por intermédio dos quais a intervenção da Autoridade Monetária no mercado aberto era executada. Esse sistema, contudo, incorporava um vício de porte: somente aquelas instituições escolhidas para proceder a intervenção tinham conhecimento do fato. Além disso, sempre existia a possibilidade de realização de operações com títulos, uma vez que não vigia a impessoalidade. Além de se constituir em um privilégio indevido, essa assimetria de informação carregava consigo uma potencial fonte de distorção nos mercados de ativos em geral.

Como forma de eliminar a aludida fonte de distorções, em 1978, foram introduzidos os *go around* – leilões informais de títulos dos quais participam apenas o subgrupo dos *dealers* credenciados. Essa sistemática persiste até hoje e, ao menos em parte, a longevidade se explica por se tratar de operações competitivas, às quais o Banco Central procura dar o máximo de publicidade. A participação de todos os *dealers* traz transparência no que diz respeito à formação dos preços e garante a impessoalidade da transação. A publicidade, por sua vez, permite que toda e qualquer instituição financeira tenha oportunidade de, eventualmente, tomar parte desses eventos, mesmo que para algumas isso aconteça indiretamente, com a interveniência de um *dealer* credenciado.

Atualmente, no cotidiano das instituições financeiras – bancárias ou não bancárias – a referência ao termo *dealer* conduz àquelas empresas credenciadas a operar diretamente junto ao Banco Central. A propósito, existem dois subconjuntos, não necessariamente excludentes: um opera diretamente junto à mesa de câmbio; outro, junto à mesa de mercado aberto.

Conforme estabelecido na Circular 3.053, de 09 de agosto de 2001, para que uma instituição possa ser considerada um potencial candidato ao posto de *dealer* de mercado aberto, alguns requisitos preliminares devem ser atendidos:

- a) manter cotação de negociabilidade para compra e venda de três ou mais títulos de emissão do Banco Central e do Tesouro Nacional;
- b) apresentar frequência marcante em operações com títulos de emissão do Banco Central e do Tesouro Nacional, de forma a dar liquidez a esses ativos;
- c) manter presença ativa e equilibrada no conjunto de operações conduzidas pela mesa de operações de mercado aberto;
- d) manter o Banco Central do Brasil constantemente informado das ocorrências que, direta ou indiretamente, afetem o equilíbrio e a liquidez do mercado financeiro;
- e) fornecer ao Banco Central do Brasil, diariamente, informações sobre suas atividades operacionais que possibilitem avaliar a instituição de per si e sua participação relativa no mercado;
- f) conceder atenção prioritária às negociações de títulos com o Banco Central e aos contatos, de rotina e especiais, mantidos com este Órgão.

O atendimento dos quesitos acima enumerados é uma condição necessária, mas não suficiente. Haja vista a importância que o posto de *dealer* representa para a maioria das instituições financeiras, observa-se acirrada disputa para consegui-lo. Buscando privilegiar o mérito operacional, o Banco Central promove, continuamente, avaliação das instituições financeiras, com base em critérios objetivos, onde são mensurados:

- a) volumes de títulos comprados e vendidos pela instituição nos leilões formais;
- b) volume de operações definitivas de compra e venda de títulos públicos realizadas em condições competitivas, no mercado secundário;
- c) saldo de títulos públicos que a instituição mantém em sua carteira;

- d) saldo dos financiamentos concedidos pela instituição, com recursos próprios, para outras instituições manterem títulos públicos em carteira;
- e) saldo das compras e vendas de títulos públicos realizadas pela instituição com clientes – pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras, exclusive os fundos de investimento financeiro.

Assinale-se, ainda, que os itens levados em conta na avaliação das instituições financeiras são públicos e previamente conhecidos. Além disso, o processo é dinâmico e, a cada seis meses, sempre com base nos respectivos desempenhos no semestre, no mínimo uma e no máximo duas das instituições são excluídas do quadro de *dealers* credenciados, sendo o grupo, que, em março de 2001, era formado por 25 instituições, recomposto. Note-se, por fim, que o Banco Central pode, a qualquer tempo e a seu critério, excluir instituições do quadro de *dealers* e incluir ou não outras.

8. Operações de mercado aberto

O Banco Central, agente encarregado de manter a estabilidade da moeda, desenvolve ações voltadas para o controle da taxa de juros doméstica. Segundo o desenho institucional em vigor desde março de 1999, a taxa de juros a ter seu comportamento monitorada é a taxa Selic – taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no sistema Selic na forma de operações compromissadas.

Assim, o Banco Central acompanha a evolução de taxa de juros válida para o prazo de um dia (*overnight*), que depende, fundamentalmente, da disponibilidade de “Reservas Livres e Compulsórias sobre Depósitos à Vista – em Espécie” (de agora em diante reservas bancárias) mantidas junto ao Banco Central pelos bancos com carteira comercial e pelas caixas econômicas. A disponibilidade de reservas bancárias indica a “liquidez do sistema” e está vinculada ao comportamento dos fluxos decorrentes de:

- a) demanda por moeda manual;
- b) operações cambiais;
- c) recolhimentos compulsórios e operações de redesconto;
- d) operações do Tesouro Nacional.

Esses quatro fluxos podem impactar diretamente a demanda por reservas bancárias. Isso porque as contas de reservas bancárias podem e devem ser vistas como contas-correntes onde são lançados todos os créditos e débitos oriundos das operações que seus detentores realizam com seus similares, com o Tesouro Nacional e com o próprio Banco Central.

O Banco Central é constitucionalmente responsável pelo exercício do monopólio da União, no que diz respeito à emissão de moeda manual. Adicionalmente, é responsável pela formulação e gestão das políticas monetária e cambial, bem como responde pela

administração das reservas do país em moedas estrangeiras. Para o exercício eficiente dessas atribuições, o Banco Central eventualmente necessita promover intervenções no mercado doméstico de câmbio, por meio de compras e vendas de moedas estrangeiras, em geral o dólar dos Estados Unidos, com a liquidação financeira em moeda doméstica transitando pelas contas de reserva bancária.

Ao longo do tempo, a legislação tem determinado o recolhimento, junto ao Banco Central, de valores calculados com base em alguns componentes do passivo das instituições financeiras. Atualmente, esse recolhimentos, conhecidos como depósitos compulsórios, incidem sobre depósitos à vista e o *float* bancário (recursos em trânsito de terceiros, depósitos sob aviso, cobrança e arrecadação de tributos e cheques administrativos) e sobre depósitos em caderneta de poupança. Esse tipo de exigência presta-se a impedir que as instituições financeiras transformem os recebimentos de depósitos à vista do público, na íntegra, em fonte para multiplicação de recursos para a expansão de seus empréstimos ao público¹⁴.

Os percentuais fixados para os recolhimentos compulsórios não necessariamente são cumpridos diariamente, haja vista que a própria legislação outorga às instituições margens para administração dos fluxos de recursos ao longo do período de recolhimento, contanto, que, ao final, na média os valores recolhidos atendam ao limite mínimo estabelecido. Cumpre informar, ainda, que os registros da movimentação dos fundos relativos aos recolhimentos compulsórios também são efetuados nas contas de reservas bancárias. Em função das margens de movimentação – nos recolhimentos sobre depósitos à vista, o saldo mínimo não pode ser inferior ao limite de 80% – os bancos dispõem de mobilidade na administração dos respectivos fluxos de reservas.

O parágrafo 3º do artigo 164 da Constituição de 1988 determina que as disponibilidades de caixa da União sejam depositadas no Banco Central. No cumprimento desse dispositivo constitucional, o Tesouro Nacional mantém a denominada Conta Única, na qual são lançados quaisquer débitos ou créditos provenientes de suas transações. O procedimento acontece da seguinte maneira: o público liquida as transações junto a uma instituição financeira, que por intermédio da conta de reservas bancárias repassa o débito ou crédito para o Banco Central que, em última instância, transfere o lançamento para a Conta Única.

Essa breve exposição serviu ao propósito de permitir ao leitor formar um juízo de fato a respeito de como a demanda por moeda manual, as operações cambiais, os recolhimentos compulsórios e as operações do Tesouro Nacional impactam as contas de reservas bancárias. O ponto crucial para uma eventual intervenção do Banco Central, entretanto, são as situações em que as oscilações no estoque total de reservas bancárias estejam determinando bruscas variações na taxa de juros de curtíssimo prazo. Havendo um

14/ As alíquotas em vigor são 45% (incidentes sobre depósitos à vista); e 15% (incidente sobre depósitos em caderneta de poupança). Há, ainda a exigência de recolhimento de 10% sobre depósitos a prazo, que, por serem cumpridos em títulos não tem impacto direto sobre a disponibilidade de recursos das instituições.

aumento excessivo no estoque (mercado líquido), a taxa de juros de equilíbrio se desloca para baixo; de modo contrário, uma diminuição excessiva no estoque (mercado ilíquido) leva a taxa de juros de equilíbrio a se deslocar para um nível mais elevado. Como monopolista dos instrumentos de criação e destruição de reservas bancárias, somente o Banco Central dispõe de instrumentos para neutralizar os eventuais desequilíbrios nesse mercado.

Assim, o Banco Central poderia alterar o estoque de reservas disponíveis tanto por intermédio de alterações nos depósitos compulsórios, quanto por intermédio de contratação de operações de redesconto. Embora sejam instrumentos clássicos de política monetária, ambos apresentam eficácia limitada. A existência de defasagem entre o período de cálculo e o período de recolhimento propriamente dito faz com que mudanças nos depósitos compulsórios tenham impacto retardado sobre o comportamento das taxas de juros. Além disso, seus efeitos diretos circunscrevem-se às instituições com carteira comercial. As operações de redesconto, por seu turno, podem resolver um problema de desequilíbrio no mercado de reservas bancárias somente quando se trata de excesso de demanda, com o agravante de que o Banco Central é agente passivo no processo.

Em função das limitações dos dois outros instrumentos clássicos, o Banco Central tem priorizado as operações de mercado aberto como principal instrumento na condução da política monetária. Em poucas palavras, o potencial das operações de mercado aberto reside no fato de possibilitarem ao Banco Central uma intervenção direta no mercado aberto de títulos públicos. Em um sentido amplo, a expressão “mercado aberto” deve ser entendida como um mercado de haveres monetários ou não monetários que funciona em ambiente indefinido. Dessa forma, contrapõe-se aos mercados que funcionam em um lugar específico, por exemplo, o mercado de ações, que tem nas bolsas de valores seu ambiente de negociações.

A origem das operações de mercado aberto remonta aos primórdios do Século XIX, quando o Banco da Inglaterra iniciou a transacionar títulos da dívida pública inglesa. Na oportunidade, porém, esse mecanismo era visto como instrumento auxiliar das operações de redesconto¹⁵. A partir da primeira metade do Século XX, o banco central dos Estados Unidos passou a utilizar mais intensamente as operações de mercado aberto, que se constituíram no principal instrumento de controle monetário, com as operações de redesconto e os recolhimentos compulsórios na condição de auxiliares.

Ao longo do Século XX, o fenômeno da difusão do uso das operações de mercado aberto se deu em escala mundial, o que, no Brasil veio a se registrar somente a partir do final de 1968, quando o Banco Central foi autorizado a utilizar, em suas intervenções no mercado monetário, ORTN existentes em sua carteira e com prazo decorrido.

As ORTN eram títulos cuja taxa de rentabilidade se constituía de juros, correção monetária e ágio ou deságio. Essa complexidade dificultava o cálculo de seu preço, haja

15/ A título de curiosidade, a dívida pública inglesa, tida como a mais antiga do mundo, existe desde 15.12.1693, quando a Câmara dos Comuns autorizou a emissão de 1 milhão de libras esterlinas em anuidades.

vista que os recursos tecnológicos então existentes não viabilizavam a realização tempestiva de sofisticados cálculos financeiros. Esses obstáculos contribuíram para o desenvolvimento insatisfatório do mercado primário de ORTN, que em grande parte se compunha de demanda compulsória¹⁶. Desnecessário explicar porque, mas, qualquer ativo sem um mercado primário forte certamente não disporá de mercado secundário, e com as ORTN não foi diferente. Sem mercado secundário, a eficácia das operações de mercado aberto ficava comprometida. Isso posto, havia a necessidade de dotar o mercado de um título com características mais simples. Após estudos desenvolvidos pelos bancos centrais do Brasil e dos Estados Unidos, foram criadas as LTN, por meio do Decreto-Lei 1.070, de 29.1.1970, e regulamentadas pela Resolução 150, de 22 de junho do mesmo ano.

Pouco tempo depois, as LTN passaram a ser absorvidas voluntariamente no mercado primário, abrindo caminho para o desenvolvimento do mercado secundário e para sua utilização como objeto das operações de mercado aberto. Deve ser destacado que, além de um mercado secundário dinâmico, as LTN possuem uma característica que pode impactar positivamente a eficácia das operações de mercado aberto: o preço de resgate fixo (Anexo I). O preço de resgate fixo é importante porque, ao vender (comprar) uma LTN com qualquer vencimento no mercado aberto, o Banco Central contribui para a queda (elevação) do seu preço ou valor de mercado. Nesse sentido, diminui (aumenta) a riqueza e, por conseguinte, o consumo de seus detentores – “efeito riqueza”.

Conforme adiantado ao longo do texto, as operações de mercado aberto se sobrepuseram aos demais instrumentos clássicos de política monetária em função de quatro motivos principais:

- a) não há retardo na observância de seus efeitos, o impacto sobre a taxa de juros é imediato;
- b) podem ser utilizadas para neutralizar (ou potencializar) movimentos das taxas de juros em ambas as direções;
- c) o Banco Central é agente ativo no processo;
- d) o alcance de seus efeitos se estende a todas instituições financeiras, ao passo que o redesconto e os depósitos compulsórios têm seus impactos restritos às instituições mantenedoras de contas de reservas bancárias.

Introduzido o conceito das operações de mercado aberto e feita ligeira discussão sobre sua importância como instrumento de política monetária, a próxima seção ocupar-se-á em mostrar de que maneira o Banco Central operacionaliza suas intervenções no mercado aberto de títulos públicos.

16/ Por exemplo, o Artigo 2º, da Lei 4.357, regulamentada pelo Decreto 54.252, definiu que toda pessoa jurídica contribuinte do imposto de renda deveria adquirir ORTN, compulsoriamente, para composição dos recursos do Fundo de Indenização Trabalhista (FIT).

9. Leilões informais ou *go-around* de títulos públicos

No mercado monetário, o Banco Central pode escolher entre a fixação de preços (a taxa de juros ou os preços dos títulos), deixando para os agentes econômicos a determinação da quantidade de reservas, e o controle do estoque de reservas (ao menos no curto prazo, equivalente ao controle do estoque de moeda escritural e fiduciária), deixando a cargo dos agentes econômicos a tarefa de determinar a taxa de juros.

A propósito, em conformidade com o arranjo institucional hoje vigente, prevalece o controle da taxa de juros. Em linhas gerais, o processo obedece às seguintes etapas:

- a) o Governo Federal define uma meta para a taxa de inflação anual, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA);
- b) no curto prazo, fixando-se principalmente no objetivo acima o Comitê de Política Monetária (Copom) estabelece, para um período específico, uma meta para a taxa Selic;
- c) o Banco Central atua no sentido de conferir eficácia às decisões tomadas pelo Copom.

Com vistas ao controle da taxa *overnight*, diariamente – em pelo menos duas oportunidades e por dois métodos distintos – o Banco Central estima o nível de liquidez. Nesse processo, são considerados os fluxos esperados em função de variações na demanda por moeda manual e nos recolhimentos compulsórios, bem como da realização de operações no mercado de câmbio e da movimentação da Conta Única do Tesouro Nacional. Há, ainda, o fluxo originário das próprias intervenções no mercado aberto ocorridas no passado e que, de alguma forma, ainda possam provocar efeitos financeiros.

Com base nas informações disponíveis, é possível avaliar a magnitude dos desequilíbrios esperados no mercado de reservas bancárias e identificar a necessidade de eventuais intervenções do Banco Central no mercado monetário. Por seu turno, as intervenções podem ocorrer por intermédio de operações com acordo de reversão ou de operações definitivas¹⁷.

Diz-se que uma operação é do tipo definitiva quando implica a transferência, em caráter definitivo, da posse e da propriedade dos títulos objeto da negociação. Por sua vez, nas operações com acordo de reversão (mais conhecidas como operações compromissadas), a transferência dos títulos é temporária, pois, ao mesmo tempo em que as partes acertam uma venda ou compra de um título, também acertam um compromisso firme de realização, em data futura, da operação inversa – recompra ou revenda. Adicionalmente, observe-se que as operações compromissadas podem ser contratadas com prazo e preço de retorno certos ou com prazo de retorno certo e o preço em aberto.

¹⁷/Em termos teóricos, os títulos objeto poderiam ser de responsabilidade de agentes privados, mas, na prática, são públicos e de responsabilidade do Banco Central ou do Tesouro Nacional.

Os *go arounds* de títulos, como são conhecidas as intervenções, por meio de leilões informais, no mercado aberto, podem ser divididos em dois grandes grupos:

- a) **defensivos** – os que objetivam, basicamente, manter o equilíbrio do mercado de reservas bancárias, em geral, nos horizontes de curto ou curtíssimo prazo, e, por conseguinte, proporcionar as condições de liquidez adequadas ao bom funcionamento do sistema econômico. Nesse caso, o Banco Central procura neutralizar efeitos indesejados sobre o nível de reservas disponíveis, resultantes de fenômenos sazonais ou de comportamentos inesperados dos agentes;
- b) **dinâmicos** – os conduzidos com a finalidade de atingir objetivos mais amplos, como, por exemplo, alterar o nível da taxa de juros, prevalente nos mercados para horizontes de médio e longo prazos¹⁸.

As intervenções defensivas, em geral, são conduzidas via operações compromissadas, que, em uma avaliação preliminar, poderiam ser substituídas por duas definitivas, uma de compra e outra de venda. Haveria, porém, dois inconvenientes nesta permuta:

- a) o primeiro de natureza operacional, já que, grosso modo, seria duplicada a utilização de recursos humanos e materiais;
- b) o segundo de natureza técnica, já que, na prática, ter-se-ia duas intervenções, indo de encontro ao princípio que recomenda a minimização da interferência do poder público nas decisões do setor privado. Além disso, como as duas operações não seriam anunciadas simultaneamente abrir-se-ia a possibilidade de interpretações errôneas, da parte dos agentes privados, quanto aos reais objetivos da Autoridade Monetária¹⁹.

Entende-se que, nas operações dinâmicas, a Autoridade Monetária busca modificar as expectativas e as preferências dos agentes, com reflexos imediatos na taxa de juros de médio e longo prazos. Para sinalizar uma elevação na taxa de juros desejada, o Banco Central, em geral, opta pela venda de títulos, em operações compromissadas com prazos mais longos do que os usualmente praticados nas operações defensivas. O mesmo raciocínio se aplica às operações defensivas, entretanto, por se tratar de intervenções cujo objetivo é simplesmente manter a liquidez do sistema e evitar oscilações excessivas das taxas de juros no curto prazo, o Banco Central em geral recorre a operações compromissadas de curtíssimo prazo.

18/No contexto atual, os *go-around*s dinâmicos estão em desuso, afinal, a sinalização sobre o nível desejado para a taxa de juros de curtíssimo prazo (taxa Selic) é transmitida aos agentes econômicos por intermédio de pronunciamentos públicos do Copom, não mais por intermédio de intervenções no mercado aberto.

19/Ainda que a divulgação fosse simultânea, permeneceria as incertezas sobre os preços a serem praticados na última das operações definitivas.

Feitas essas considerações preliminares, e considerando os aspectos explorados nas duas últimas seções, que, respectivamente, tratam do funcionamento do sistema *dealer* e do conceito das operações de mercado aberto, parte-se agora para o conhecimento de como o Banco Central executa uma operação da espécie.

Como a denominação indica, os leilões informais seguem um ritual bem simplificado, se comparado ao seguido na implementação das ofertas públicas. Para as operações compromissadas, as seguintes etapas são observadas:

- a) certificação sobre a real necessidade de intervenção, com base no comportamento da taxa de juros de curtíssimo prazo ou na impossibilidade, em termos quantitativos, de o mercado de reservas se equilibrar;
- b) decisão sobre a intervenção;
- c) registro, pelo Banco Central, da operação no Sistema Leilão Informal Eletrônico (Leinf), constando o tipo de operação (compra ou venda de títulos), prazo de retorno, horários limite para registro, pelo *dealer* credenciado, da taxa de juros proposta e do volume financeiro;
- d) comunicação eletrônica ao grupo de *dealers* credenciados e ratificação da informação por telefone;
- e) apuração do leilão;
- f) divulgação do resultado por meio eletrônico.

10. Estrutura a termo e os preços dos títulos públicos federais

Essa seção cumpre o objetivo de analisar de que maneira os participantes de mercado calculam os preços dos títulos federais. Antes, porém, fazem-se considerações sobre taxa de juros e, de modo particular, sobre curva de juros.

10.1 – Termo de juros

Em uma linguagem simplificada, pode-se definir a taxa de juros como o prêmio pelo qual os agentes econômicos, em favor de acréscimos no consumo futuro de bens e serviços, aceitam suprimir parcela do consumo presente de bens e serviços. Nesse sentido, parcela dos agentes aceitam guardar (poupar) uma fração de sua renda presente. De modo simétrico, a taxa de juros pode ser entendida como a taxa que os agentes econômicos estão dispostos a pagar para antecipar consumo futuro de bens e serviços.

A título de ilustração, imagine-se que todos os agentes fossem igualmente ricos, então, com o intuito de consumir imediatamente, aqueles com mais impaciência pagariam um preço aos menos impacientes que, por sua vez, retardariam o próprio consumo. Nesse sentido, é plausível admitir que quanto maior o nível médio de impaciência da sociedade, mais gente desejará consumir imediatamente e menos desejará consumir no futuro. Pela lei da oferta e da demanda, é imediato que o preço do consumo presente aumentará e o do consumo futuro diminuirá.

Admitindo, como ainda no Século XVIII o fez pioneiramente Daniel Bernoulli, que a satisfação (nível de utilidade) das pessoas cresce com a quantidade que consomem, quanto maior o adicional de consumo presente desejado por alguém que pretende antecipar o consumo futuro de bens e serviços, maior será a preço a ser pago. Além disso, como todas os agentes desejam consumir – apenas alguns são mais impacientes que outros – quanto maior o prazo de adiamento do consumo presente proposto aos menos impacientes, maior o preço (o prêmio) a ser sugerido para que aceitem o negócio. Isso posto, quanto maior o prazo da transação envolvendo a troca de recursos, maior o preço do consumo presente relativamente ao preços do consumo futuro.

Nos dias de hoje, as pessoas não trocam diretamente consumo presente por consumo futuro, embora, diga-se de passagem, no passado longínquo tenha sido prática comum. Na realidade, essa troca acontece de maneira indireta, por intermédio da compra e venda de moeda: os poupadores vendem moeda hoje e compram moeda futura (vendem consumo presente e compram consumo futuro); paralelamente, os gastadores vendem moeda futura e compram moeda presente (compram consumo presente e vendem consumo futuro).

Por mais que se procure, entretanto, dificilmente encontrar-se-á algum agente vendendo ou comprando moeda futura, por exemplo, ainda que se visite uma bolsa de valores, certamente não será viável comprar ou vender um Real do ano 2005 ou um Real do ano 2006. Esse problema foi contornado pelo aparecimento dos títulos representativos de direitos e obrigações. Uma LTN com vencimento em 4.4.2005, por exemplo, representa um contrato em que o Tesouro Nacional se compromete a entregar ao detentor do título, naquela data, R\$1.000,00. O raciocínio se estende a qualquer título de crédito, sejam de responsabilidade do poder público ou de agentes privados.

Diante do exposto, a taxa de juros associada a um título qualquer nada mais é do que uma medida do valor, em unidades monetárias, que os agentes gastadores (mutuários) transferem aos agentes poupadores (mutuantes) nas operações de crédito, como pagamento por estes últimos terem aceitado adiar os respectivos consumos. Nesse sentido, a taxa de juros equivale ao preço relativo do consumo presente - razão entre o preço do consumo presente e o preço do consumo futuro²⁰.

Nos sistemas econômicos modernos, onde interagem milhões de agentes econômicos, é impossível haver a conciliação da diversidade de interesses, no que se refere a prazo e volume de recursos pretendidos por mutuantes e mutuários. Essa dificuldade certamente contribuiu para o aparecimento e fortalecimento de intermediários financeiros, especialistas em atender os interesses tanto de poupadores quanto de mutuários, transformando prazos e quantidades. Ainda como consequência da aludida impossibilidade de atender a diversidade de interesses, foram desenvolvidos, ao longo do tempo, e hoje são negociados nos mercados financeiros, diversos tipos de ativos.

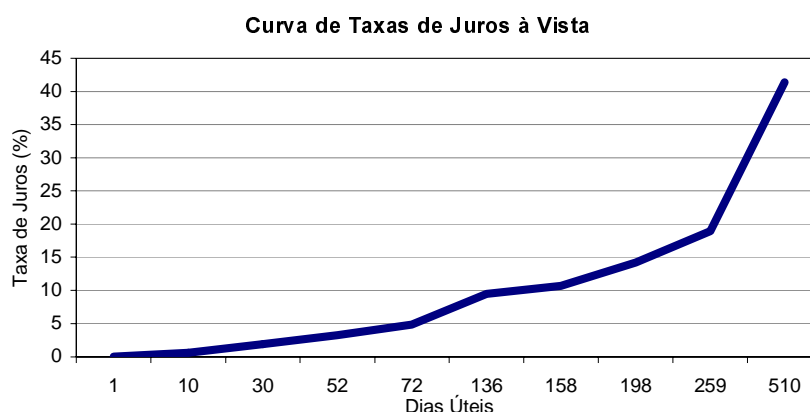
20/ É preciso observar também que, poupadores operam sob um fluxo de caixa esperado e, eventualmente, podem se encontrar na condição de tomadores de recursos, ou seja, o descasamento entre as entradas e saídas de recursos levam esses agentes a enfrentar um problema localizado de liquidez. Dessa forma, também se pode entender a taxa de juros como a taxa pela qual os agentes econômicos aceitam renunciar à liquidez presente em favor da liquidez futura.

Diante ao acima exposto e entendido que existe uma relação direta entre taxa de juros e preço relativo do consumo presente, frente ao consumo futuro, intuitivamente se justificam:

- a) a relação positiva entre a taxa de juros e o prazo (preferência pela liquidez);
- b) a relação positiva entre a taxa de juros e o volume de recursos envolvido em uma operação financeira.

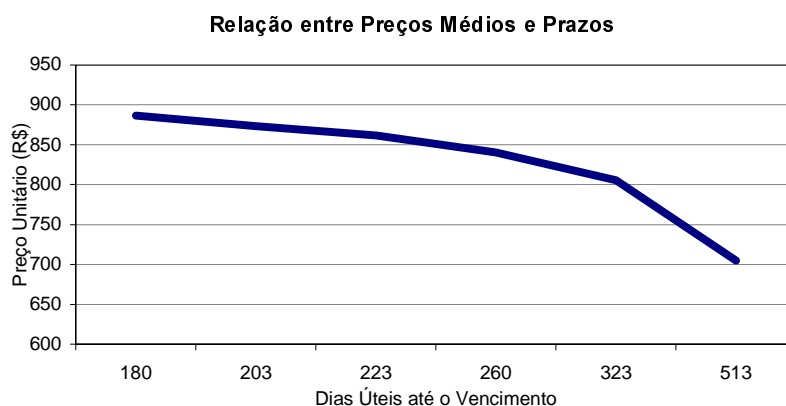
O Gráfico 1 mostra, para o dia 19.3.2001, a relação entre as taxas de juros à vista observadas na economia brasileira para alguns prazos selecionados de contratos de depósitos interfinanceiros (DI) negociados na Bolsa de Mercadorias e de Futuros (BM&F)²¹.

Gráfico 1



Com base nos mesmos dois argumentos citados ainda há pouco, entende-se porque é negativa a relação entre o preço de um título com o seu valor de face e com o seu prazo de maturação. Fixado o valor de face, o preço de um título equivale ao produto de seu valor de face pelo recíproco da taxa de juros vigente para o seu prazo de validade. Por outro lado, fixado o prazo de resgate, o preço é função inversa do seu valor de face. O Gráfico 2 ilustra, para o dia 19.3.2001, a relação entre os preços médios dos negócios com LTNs registrados no Selic e os respectivos prazos de maturação.

Gráfico 2

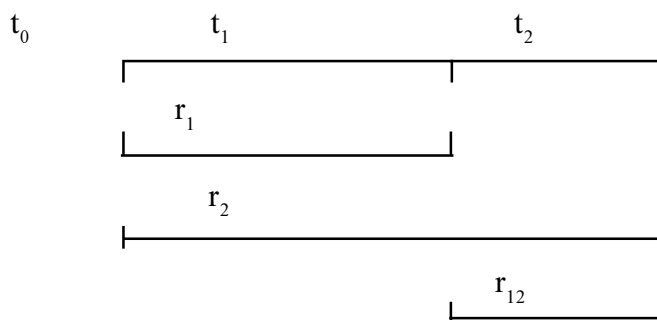


21/ Contratos de Opções de Compra/Venda sobre Índice de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros. Para maiores informações, consultar, <http://www.bmf.com.br>.

Até o momento, tratou-se de taxas de juros à vista, isto é, aplicáveis aos contratos com vigência imediata. Nos mercados financeiros modernos, entretanto, corriqueiramente são transacionados ativos envolvendo taxas de juros para períodos futuros, conhecidas como taxas a termo. Conceitualmente, as taxas de juros a termo são as taxas à vista válidas para períodos futuros, implícitas nas taxas à vista válidas para o período atual. Nesse sentido, as taxas a termo são aquelas taxas de juros que os agentes econômicos esperam que prevaleçam nos mercados à vista em períodos futuros.

O Diagrama 1 foi construído para auxiliar no entendimento do conceito de taxa a termo. Para tanto, admite-se que: (1) a taxa “ r_1 ” representa a taxa à vista o período “ t_1 ”; (2) a taxa “ r_2 ” representa a taxa à vista o período “ t_2 ”; e (3) a taxa “ r_{12} ” representa a taxa a termo para o período compreendido entre as datas “ t_1 ” e a data “ t_2 ”.

Diagrama 1



Em termos algébricos, conhecidas as taxas de juros à vista para dois períodos distintos, é imediata a identificação da taxa a termo nelas implícita, para o intervalo de tempo que tem início no final do período mais curto e se estende até o final do período mais longo. Seguindo a nomenclatura sugerida há pouco:

$$(1 + r_1)(1 + r_{12}) = (1 + r_2)$$

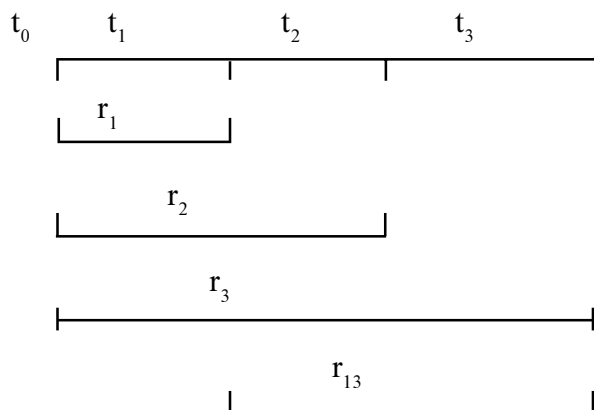
$$r_{12} = \frac{(1 + r_2)}{(1 + r_1)} - 1$$

Mesmo nos mercados financeiros mais importantes do mundo, como o norte-americano ou o inglês, não se encontram contratos para qualquer data intensamente negociados (com muita liquidez). Em geral, a diversidade os ativos com forte liquidez é reduzida e, em vista dessa escassez, para calcular uma taxa de juros supostamente válida para um prazo intermediário ao vencimento de dois ativos com muita liquidez, utiliza-se um estratagema simples. Respeitando a nomenclatura do Diagrama 2, para calcular a taxa válida para um período “ t_2 ” [$t_1 < t_2 < t_3$]:

- a) calcula-se taxa a termo (r_{13});
- b) a partir de (r_{13}) encontra-se a taxa (r_{12}) proporcional (*pro rata*) ao intervalo que inicia em “ t_1 ” e termina em “ t_2 ”;

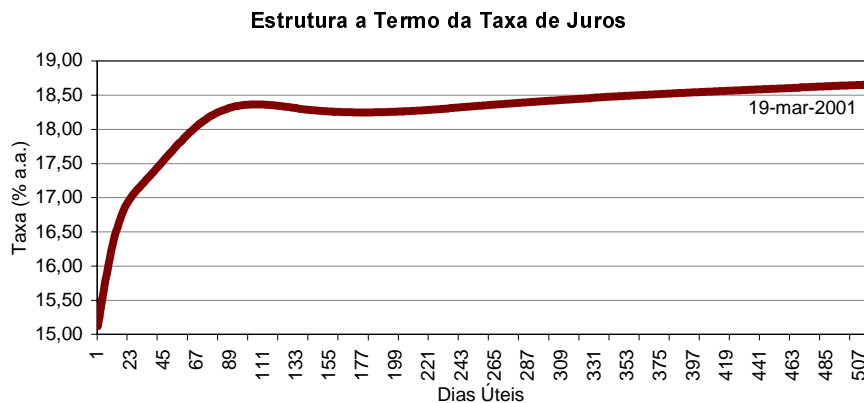
- c) subtrai-se uma unidade do produto $[(1 + r_1)(1 + r_{12})]$ para chegar ao valor (r_2) da taxa procurada.

Diagrama 2



No cotidiano dos mercados financeiros, conhecidas as taxas de juros para o pequeno número de contratos que se apresentam líquidos, para todos os prazos localizados entre o mais curto e o mais longo, calculam-se as taxas de juros supostamente aplicáveis. Esse procedimento resulta na conhecida estrutura a termo da taxa de juros (ou curva de juros). O Gráfico 3 mostra, para o dia 19.3.2001, o comportamento da estrutura a termo da taxa de juros na economia brasileira, com base nas mesmas informações utilizadas para construir o Gráfico 1 (contratos de DI negociados na BM & F).

Gráfico 3



Conforme argumentado anteriormente, deve-se esperar que a inclinação da curva para taxas à vista seja positiva (vide Gráfico 1). A propósito, note-se que a taxa à vista para o médio prazo (r_2), resulta do produtório da taxa de juros a vista para o curto prazo (r_1) pelo valor esperado da taxa de juros a vista para o período futuro (r_{12}). Identicamente, a taxa a vista para o longo prazo (r_3), surge da multiplicação da taxa de juros a vista para o médio prazo (r_2), pelo valor esperado da taxa de juros a vista para o período futuro (r_{23}). Admitindo que os intervalos $[t_0, t_1]$, $[t_1, t_2]$ e $[t_2, t_3]$ sejam iguais e que **as taxas de juros sejam medidas na mesma base e pelo mesmo critério**, se o valor esperado de (r_{12}) for inferior a (r_1), a taxa de juros de médio prazo (r_2) será inferior à taxa de curto prazo (r_1). Isso posto, a curva das taxas de juros a vista apresentaria inclinação negativa.

É preciso esclarecer a aparente contradição mostrada no parágrafo acima. Em valores absolutos, (r_2) é superior a (r_1) , haja vista que economicamente não faz sentido taxa nominal de juros negativa. Assim, $[(1 + r_{12}) > 1]$ e, como $[(1 + r_1)(1 + r_{12}) = (1 + r_2)]$, fica evidente que $[r_2 > r_1]$. Por outro lado, a transferência desses valores para a mesma base - anual, semestral, trimestral, bimestral, mensal, diária, etc. - mantido o mesmo critério de capitalização - linear, exponencial, etc. - indicará uma inversão na desigualdade: $[r_2 < r_1]$. Voltando-se para a curva de juros, esta representa o conjunto das taxas à vista para o conjunto de todos os dias do futuro, contudo, limitado ao prazo do contrato mais longo intensamente negociado no mercado. Ao contrário da inclinação positiva que se deve esperar para a curva de taxa de juros à vista, em princípio, para curva das taxas de juros a termo não há um padrão.

Na realidade, a inclinação da estrutura a termo se altera em função de uma variável até o momento não explorada: as expectativas dos agentes. Por exemplo, se os agentes esperam que no tempo “ t_1 ” prevalecerá uma taxa a vista (r_{12}) inferior a (r_1) , então, sendo **as taxas de juros medidas na mesma base e pelo mesmo critério**, a estrutura a termos será decrescente. Simetricamente, se as expectativas apontam para a prevalência de uma taxa (r_{12}) superior a (r_1) , a curva de juros será crescente. A propósito da influência das expectativas dos agentes sobre o comportamento das taxas de juros, cabe informar que, na condução da política monetária, o Banco Central eventualmente intervém nos mercados de ativos exatamente com o intuito de modificar a percepção prevalecente sobre o futuro.

Nesta seção foi explorado o vínculo entre o preço relativo dos consumos presente e futuro e as taxas de juros. Além disso, tratou-se da relação entre taxas de juros e preços de títulos de crédito. Isso posto, na próxima seção serão apresentados alguns exercícios de cálculo de preços de títulos, assim como alguns conceitos aplicáveis ao mercado brasileiro de títulos públicos.

10.2 – Precificação de títulos públicos

A prática do mercado de títulos públicos determinou o aparecimento de diversos métodos para precificação dos títulos públicos. De certo, os diferentes preços apurados - preço de mercado, preço par, preço da curva, preço de carregamento, preço de lastro - prestam-se a diferentes propósitos. Cada um desses conceitos será apresentado com detalhes.

- **Preço de mercado** é o preço que equilibra a demanda e a oferta por um título específico, quer para transações no mercado primário, quer no secundário. Em princípio, esse é o preço que reflete com mais fidelidade qual é o verdadeiro valor de um título. Por esse motivo é utilizado nos procedimentos de marcação a mercado (*market to market*) do portfólio das instituições detentoras de títulos públicos.

- **Preço par ou valor nominal atualizado** é obtido pela atualização do valor de face de um título desde sua data base (para os emitidos a partir de 1.7.2000) ou a partir de sua data de emissão (para os emitidos antes de 1.7.2000). Os títulos com taxa de rentabilidade prefixada têm valor nominal constante, que se confunde com o valor de emissão e o valor de resgate. Conforme pode ser inferido do Anexo I, os títulos com taxa de rentabilidade pós-fixada têm o valor par atualizado por diversos critérios, em intervalos mensais ou diários. O valor nominal das LFT é atualizado diariamente pela taxa Selic e o das NBCE pela variação da taxa de câmbio; por sua vez, o preço par das NTN-C é atualizado mensalmente pela variação do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M), medido pela Fundação Getulio Vargas.
- **Preço da curva** é alcançado por intermédio de uma operação de desconto, segundo o critério exponencial de descapitalização, do fluxo de caixa do título em questão. Para cada saída ou entrada do fluxo, a taxa de desconto a ser considerada deve ser equivalente, para a respectiva data de vencimento, à taxa calculada a partir da estrutura a termo (curva de juros).
- **Preço de carregamento** é obtido por intermédio da atualização do valor efetivamente pago por ocasião da compra de um título. O fator de atualização deve ser igual ao custo de financiamento da compra desse título no mercado de dinheiro (mercado de reservas bancárias). Como regra geral, esse custo de carregamento é medido pela taxa Selic²².
- **Preço de lastro**, conhecido como PU da 550, é definido como preço pelo qual o Banco Central aceita vender ou comprar um título em uma operação compromissada (venda com compromisso de recompra ou compra com compromisso de revenda) de que eventualmente participe. Esse preço é constituído de acordo com parâmetros estimados e que se espera prevaleçam no mercado de títulos públicos registrados no Selic. Atualmente o Banco Central divulga preço de lastro para aproximadamente onze mil títulos. Embora não sejam obrigadas a fazê-lo, de modo geral, nas operações compromissadas entre si, as instituições financeiras praticam o preço de lastro sugerido pelo Banco Central.

Para os títulos que, entre suas características, inclui-se o pagamento periódico de juros de cupom, atualmente existe a possibilidade de haver um desmembramento (*strip*), isto é, cada cupom de juros e o principal passariam a constituir um “novo” título que, inclusive, poderia ser negociado separadamente. Essa facilidade, contudo, em nada compromete as especificações acima mencionadas, que valem para todo e qualquer título registrado no Selic e, excetuado o preço de lastro, para todo e qualquer título público federal.

22/O preço de carregamento é equivalente ao conceito econômico de custo de oportunidade.

11. Exemplificação de cálculo de preços de títulos públicos

Com o objetivo de esclarecer a metodologia usual de precificação de títulos públicos, serão apresentados exemplos para títulos com taxa de rentabilidade prefixada, para títulos com taxa de rentabilidade associada à taxa Selic e para títulos com pagamento periódico de juros de cupom e taxa de rentabilidade atrelada à variação cambial ou a índice de preços.

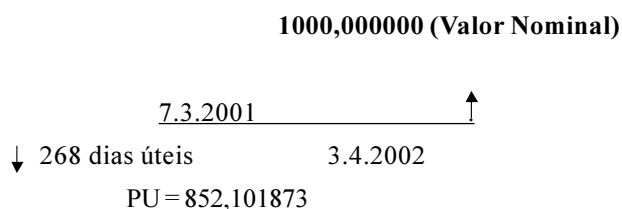
11.1 – Taxa de rentabilidade prefixada

Os exemplos mais significativos são a LTN e o Bônus do Banco Central (BBC) (vide Anexo I). Os títulos da espécie são negociados com desconto em relação ao valor de face, no caso, equivalente ao valor nominal e ao valor de resgate. Dessa forma, ao seu detentor é permitido o conhecimento prévio da rentabilidade do capital investido na compra do ativo.

Admitindo uma LTN com as seguintes características:

Data da liquidação financeira da compra:	7.3.2001
Data do vencimento:	3.4.2002
Prazo:	268 dias úteis
Preço unitário (PU):	852,101873
Valor nominal (VN) ou valor de resgate ²³ :	1000,000000

Representação do fluxo:



Cálculo da taxa de rentabilidade:

$$i = [(VN/PU)^{(252/268)} - 1] \times 100 = 16,24\% \text{ a.a.}$$

Identicamente, pode-se partir de uma taxa de rentabilidade encontrar o PU:

$$PU = \{ VN / [(1 + 16,24/100)^{(268/252)}] \} = 852,101873$$

²³/Nos termos do Decreto 3.540, de 11 de julho de 2000, as LTN devem ser emitidas com valor nominal sendo um múltiplo de R\$1.000,00. Atualmente, as emissões vêm observando valor nominal de R\$1.000,00.

Alguns pontos merecem ser destacados:

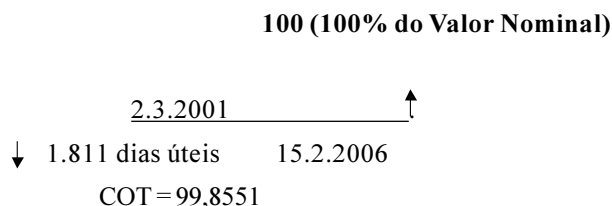
- a) o PU com seis casas decimais foi considerada porque esse formato é necessário para registro da operação no Selic;
- b) o cálculo é efetuado na base dias úteis (252 dias ao ano), porque é a prática do mercado financeiro doméstico, entretanto, nada impediria que fosse implementado segundo a base dias corridos (365 dias ao ano) ou outra convenção qualquer.

11.2 – Taxa de rentabilidade pós-fixada sem pagamento de cupom

Admitindo uma LFT com as seguintes características:

Data da liquidação financeira da compra:	2.3.2001
Data do vencimento:	15.2.2006
Prazo:	1.811 dias úteis
Cotação (COT):	99,8551
Valor Nominal (VN) na data base ²⁴ :	1000,000000

Representação do fluxo:



Cálculo do ágio (deságio) - redutor (adicional) de rentabilidade sobre a taxa Selic acumulada entre a data da liquidação financeira (2.3.2001) e a data de resgate do título pelo Tesouro Nacional (15.2.2006):

$$i = - \left[\left(\frac{100}{\text{COT}} \right)^{\left(\frac{252}{1.811} \right)} - 1 \right] \times 100 = 0,02\% \text{ a.a.}$$

Identicamente, pode-se partir de um ágio e encontrar a COT:

$$\text{COT} = \left\{ 100 / \left[\left(1 + 0,02/100 \right)^{\left(1.811/252 \right)} \right] \right\} = 99,8551$$

O preço unitário (PU) de liquidação da operação é dado por:

$$\text{PU} = [\text{COT}/100] \times \text{VN}, \text{ onde}$$

$$\text{VN} = [\text{valor de face na data-base}(1.7.2000)] \times [\text{taxa Selic acumulada entre a data-base e a data da liquidação financeira}(2.3.2001)]$$

$$\text{VN} = 1000,000000 \times 1,104245564 = 1.104,245564$$

$$\text{PU} = [99,8551/100] \times 1.104,245564 = 1.102,645512$$

²⁴/Nos termos do Decreto 3.540, de 11 de julho de 2000, as LFT devem ser emitidas com valor nominal sendo um múltiplo de R\$1.000,00 na data-base. Atualmente, as emissões vêm observando valor nominal de R\$1.000,00 na data-base.

11.3 – Taxa de rentabilidade pós-fixada com pagamento de cupom (títulos cambiais)

Admitindo uma NBCE com as seguintes características:

Data da liquidação financeira da compra:	8.3.2001
Data do vencimento:	14.8.2003
Prazo:	1.107 dias úteis
Cotação (COT):	105,9060
Valor Nominal (VN) na data-base ²⁵ :	1000,000000

Representação do fluxo:

6,000000	6,000000	6,000000	6,000000	106,000000
08.03.01	156 D.C.↑	336 D.C.↑	516 D.C.↑	696 D.C.↑
↓	14.8.2001	14.2.2002	14.8.2002	14.2.2003
105,9060				14.8.2003

O cálculo da taxa de rentabilidade de uma NBCE (dos títulos com cláusula de correção pela variação cambial – vide Anexo I) é feito segundo a convenção 30/360 (vide Comunicado 7.818, de 31.8.2000). Grosso modo, esse critério de cálculo considera o intervalo de um ano sempre com 360 (trezentos e sessenta) dias corridos. Nesse sentido, o número de dias pode ser contado pela fórmula:

$$d = (A2 - A1) \times 360 + (M2 - M1) \times 30 + (D2 - D1), \text{ onde}$$

d = número de dias entre a data de liquidação financeira e a data em que o Banco Central resgatará a NBCE;

D1, M1 e A1 = dia, mês e ano relativos à data de liquidação financeira do negócio; e

D2, M2 e A2 = dia, mês e ano relativos à data de resgate.

Além disso, o Banco Central não divulga a taxa de desconto efetiva do fluxo (TIR), mas, sim, a taxa correspondente dada pela fórmula (vide Comunicado 7.818, de 31.8.2000):

$$i = \{ [(1 + TIR)^{(1/2)} - 1] \times 2 \} \times 100$$

Isso posto, a cotação é dada pela fórmula:

$$COT = \sum \{ P_j / [(1 + TIR)^{(d_j/360)}] \}, \text{ onde:}$$

P_j = j-ésimo pagamento do título (cupom de juros e/ou principal), expresso como percentual do valor nominal atualizado, com seis casas decimais;

²⁵/Nos termos do Decreto 3.540, de 11 de julho de 2000, as NBCE devem ser emitidas com valor nominal sendo um múltiplo de R\$1.000,00 na data-base. Atualmente, as emissões vêm observando valor nominal de R\$1.000,00 na data-base.

d_j = número de dias entre a data da liquidação financeira da operação e a data vencimento (data calendário) do j-ésimo pagamento, calculado segundo a convenção 30/360 (vide fórmula há pouco desenvolvida).

Feitas as considerações anteriores, para $[COT = 105,9060]$ se tem:

$TIR = 9,82\% \text{ a.a. e } i = 9,59\% \text{ a.a.}$

À semelhança da LTF, o preço unitário é dado por:

$PU = [COT/100] \times VN$, onde:

$VN = [\text{valor de face na data-base}(1.7.2000)] \times [\text{variação da taxa de câmbio entre o dia útil imediatamente anterior à data-base (30.6.2000) e o dia útil imediatamente anterior à data da liquidação financeira (7.3.2001)}].$

$VN = 1000,000000 \times (2,0391/1,8000) = 1.132,833333$

$PU = [105,9060/100] \times 1.132,833333 = 1.199,738469$

11.4 – Taxa de rentabilidade pós-fixada com pagamento de cupom (títulos não cambiais)

Admitindo uma NTN-C com as seguintes características:

Data da liquidação financeira da compra:	1.7.2001
Data do vencimento:	2.12.2002
Prazo:	608 dias úteis
Cotação (COT):	100,9975
Valor Nominal (VN) ²⁶ :	1000,000000

Representação do fluxo:

	5,830502	5,830502	5,830502	5,830502	105,830502
	1.7.2000	106 D.U.↑	230 D.U.↑	356 D.U.↑	479 D.U.↑
	↓ 12.2000	1.6.2001	3.12.2001	3.6.2002	2.12.2002
	100,9975				

²⁶/Nos termos do Decreto 3.540, de 11 de julho de 2000, as NTN-C devem ser emitidas com valor nominal sendo um múltiplo de R\$1.000,00 na data-base. Atualmente, as emissões vêm observando um valor nominal de R\$1.000,00 na data-base.

Para todos os demais títulos (títulos cuja taxa de rentabilidade não está vinculada à variação da taxa de câmbio) com taxa de rentabilidade pós-fixada e com pagamento periódico de juros de cupom, vale a fórmula:

$$COT = \sum \left\{ P_j / \left[(1 + TIR)^{(du_j/252)} \right] \right\}, \text{ onde:}$$

P_j = j-ésimo pagamento do título (cupom de juros e/ou principal), expresso como percentual do valor nominal atualizado, com seis casas decimais;

du_j = número de dias úteis entre a data da liquidação financeira da operação (inclusive) e a data efetiva de recebimento (exclusive) do j-ésimo pagamento.

Sobre o cálculo da rentabilidade dos títulos em questão cabem duas observações:

- a) não segue a convenção 30/360 e, nesse sentido, diferencia-se do cálculo relativo aos títulos cambiais;
- b) assemelha-se do cálculo relativo aos títulos com taxa de rentabilidade prefixada, por ter a taxa interna de retorno (TIR) expressa na base 252 dias úteis para o intervalo de um ano.

Referências bibliográficas

BARROS, J. A. L. (1975), Operações de Mercado Aberto – A Experiência Brasileira, Banco Central.

Diário Oficial da União, diversas edições.

Manual do Usuário do Selic – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, Banco Central, Rio de Janeiro.

SILVA, J. L. A. (1999), Aspectos Teóricos e Práticos do Mercado Aberto Brasileiro, mimeo, Banco Central, Rio de Janeiro.

SILVA, P. A. (1983), Técnicas de Mercado Aberto, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Informes Especiais em Economia e Finanças nº 1, Rio de Janeiro.

Anexo I

Títulos de Responsabilidade do Tesouro Nacional em Mercado¹ Principais Características²

BTN – Bônus do Tesouro Nacional

Prazo: até 25 anos.

Modalidade: nominativa e negociável.

Valor nominal: NCz\$1,00 (um cruzado novo), em fevereiro de 1989.

Atualização do valor nominal: opções no resgate: (1) correção monetária aplicada aos demais títulos da espécie ou (2) variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias das datas de emissão e de vencimento do título.

Taxa de juros: 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado monetariamente.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: cronograma original de vencimento dos respectivos Bônus da Dívida Externa utilizados na operação de troca.

Referência legal: artigos 5º e 7º da Lei 7.777, de 19.6.1989; artigos 3º, inciso II, e 5º da Lei 8.177, de 1.3.1991; Portaria MF/GM 169, de 22.8.1989; e Comunicado STN/Codip 61, de 27.11.1989.

Código no Selic³: 71XXYY.

LFT – Letras Financeiras do Tesouro

Prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁴.

Valor nominal na data-base: múltiplo de R\$1.000,00.

Rendimento: taxa Selic.

Resgate: valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

Referência legal: artigo 2º do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 21XXYY e 50XXYY.

LFT-A – Letras Financeiras do Tesouro Série A

Prazo: 15 anos.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado.

Valor nominal: R\$1.000,00.

Rendimento: taxa Selic acrescida de 0,0245% a.m.

Resgate: em 180 parcelas mensais consecutivas, vencendo a primeira no mês seguinte ao da emissão, sendo cada uma delas de valor correspondente ao resultado obtido pela divisão do saldo remanescente, atualizado e capitalizado, na data do vencimento de cada uma das parcelas pelo número de parcelas vincendas, inclusive a que estiver sendo paga.

Referência legal: artigo 11 da Lei 9.496, de 11.9.1997; artigo 3º da Medida Provisória 2.119-61, de 26.1.2001; e artigo 4º do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 23XXYY.

LFT-B – Letras Financeiras do Tesouro Série B

Prazo: até 15 anos.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado.

Valor nominal na data-base: R\$1.000,00.

Rendimento: taxa Selic.

Resgate: valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

Referência legal: artigo 11 da Lei 9.496, de 11.9.1997; artigo 3º da Medida Provisória 2.119-61, de 26.1.2001; e artigo 5º do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 24XXYY.

LTN – Letras do Tesouro Nacional

Prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁴.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Rendimento: deságio sobre o valor nominal.

Resgate: valor nominal.

Referência legal: artigo 1º do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 10XXYY.

NTN-A₁ – Notas do Tesouro Nacional Subsérie A₁

Prazo: até 16 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do *Brazil Investment Bond* (BIB) utilizado na operação de troca.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser colocadas ao par, com ágio ou deságio⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: nas mesmas condições observadas para o pagamento do BIB que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Referência legal: artigo 7º, § 1º, do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 94XXYY.

NTN-A₂ – Notas do Tesouro Nacional Subsérie A₂

Prazo: até 4 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do *Interest Due and Unpaid Bond* (IDU) utilizado na operação de troca.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser colocadas ao par, com ágio ou deságio⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: libor semestral, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de 0,8125% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de 12% a.a.

Pagamento dos juros: todo dia primeiro dos meses de janeiro e julho, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: nas mesmas condições observadas para o pagamento do IDU que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Referência legal: artigo 7º, § 2º, do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 93XXYY.

NTN-A₃ – Notas do Tesouro Nacional Subsérie A₃

Prazo: até 27 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do *Par Bond* utilizado na operação de troca.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser colocadas ao par, com ágio ou deságio⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: aplicada sobre o valor nominal atualizado:

- até 14.4.1998: 5,25% a.a.;
- de 15.4.1998 a 14.4.1999: 5,50% a.a.;
- de 15.4.1999 a 14.4.2000: 5,75% a.a.; e
- de 15.4.2000 até o vencimento: 6% a.a.

Pagamento dos juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: nas mesmas condições observadas para o pagamento do *Par Bond* que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Referência legal: artigo 7º, § 3º, do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 72XXYY.

NTN-A₆ – Notas do Tesouro Nacional Subsérie A₆

Prazo: até 17 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do *C-Bond* utilizado na operação de troca.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser colocadas ao par, com ágio ou deságio⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: aplicada sobre o valor nominal atualizado:

- até 14.4.1998: 4,50% a.a.;
- de 15.4.1998 a 14.4.2000: 5% a.a.;
- de 15.4.2000 até o vencimento: 8% a.a.;
- a diferença entre as taxas de juros vigentes até 14.4.2000 e a taxa de 8% a.a. será capitalizada nas datas de pagamento.

Pagamento dos juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: nas mesmas condições observadas para o pagamento do *C-Bond* que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Referência legal: artigo 7º, § 6º, do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 96XXYY.

NTN-A₁₀ – Notas do Tesouro Nacional Subsérie A₁₀

Prazo: até 9 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do MYDFA.

Modalidade: nominativa e inegociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: libor semestral, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de 0,8125% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de 12% a.a.

Pagamento dos juros: todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: nas mesmas condições observadas para o pagamento do MYDFA, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Referência legal: artigo 7º, § 10, do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 92XXYY.

NTN-C – Notas do Tesouro Nacional Série C

Prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal na data-base: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação do IGP-M desde a data-base do título.

Taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.

Resgate: em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: artigo 8º do Decreto 3.540, de 11.7.2000, e Portaria STN 490, de 29.11.1999.

Código no Selic³: 77XXYY.

NTN-D – Notas do Tesouro Nacional Série D

Prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal na data-base: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.

Taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.

Negociação do cupom de juros: os cupons de juros dos títulos com prazo igual ou superior a cinco anos emitidos em oferta pública entre 1º de outubro de 1997 e 17 de julho de 2000 poderão ser negociados separadamente do principal, permanecendo com suas características de emissão.

Resgate: em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: artigo 9º do Decreto 3.540, de 11.7.2000, e artigo 3º da Portaria MF/GM 214, de 14.7.2000.

Código no Selic³: 73XXYY e 78XXYY.

NTN-F – Notas do Tesouro Nacional Série F

Prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Rendimento: deságio sobre o valor nominal.

Taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.

Resgate: Valor nominal, na data do vencimento.

Referência legal: artigo 10 do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 75XXYY.

NTN-H – Notas do Tesouro Nacional Série H

Prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal na data-base: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: índice calculado com base na Taxa Referencial (TR) desde a data-base até a data do vencimento do título.

Resgate: em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: artigo 11 do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 79XXYY.

NTN-I – Notas do Tesouro Nacional Série I

Prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: emissões até 30 abril de 1997, nominativas e inalienáveis; posteriores a essa data, nominativas e negociáveis.

Forma de colocação: direta, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocadas por valor inferior ao par.

Valor nominal na data-base: múltiplo de R\$1,00 (valor nominal múltiplo de CR\$1.000,00 em abril de 1994).

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.

Taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal.

Pagamento dos juros: nas mesmas condições do resgate do principal.

Resgate: até a data de vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação.

Referência legal: artigo 3º do Decreto 1.108, de 13.4.1994; artigo 2º, § 1º, do Decreto 1.732, de 7.12.1995; artigo 2º, § 1º, do Decreto 2.414, de 8.12.1997; artigos 12 e 17, inciso III, do Decreto 3.540, de 11.7.2000; Decreto 2.941, de 18.1.1999; Portaria MF/GM 121, de 11.6.1997; e Portaria MF/GM 18, de 17.1.1998.

Código no Selic³: 88XXYY e 89XXYY.

NTN-M – Notas do Tesouro Nacional Série M

Prazo: 15 anos.

Modalidade: nominativa e inegociável.

Forma de colocação: direta, em favor do interessado e mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocada por valor inferior ao par, em quantidade equivalente ao necessário para atender à demanda decorrente do Contrato de Troca e Subscrição do Bônus de Dinheiro Novo e de Conversão da Dívida, datado de 29 de novembro de 1993.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00 (múltiplo de CR\$1.000,00 em abril de 1994 e múltiplo de R\$1,00 em julho de 1994).

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: libor semestral, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de 0,875% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de 12% a.a.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: em 17 parcelas semestrais consecutivas, a partir do sétimo aniversário, a contar de 15 de abril de 1994, inclusive.

Referência legal: artigo 5º do Decreto 1.108, de 13.4.1994; artigo 13 do Decreto 3.540, de 11.7.2000; e Portaria MF/GM 400, de 30.6.1994.

Código no Selic³: 85XXYY e 86XXYY.

NTN-P – Notas do Tesouro Nacional Série P

Prazo: mínimo de 15 anos.

Modalidade: nominativa e inegociável⁶.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1,00 (múltiplo de Cr\$1.000,00 em julho de 1993 e múltiplo de CR\$1.000,00 em setembro de 1993).

Atualização do valor nominal: índice calculado com base na Taxa Referencial (TR).

Taxa de juros: 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: na data do resgate do título.

Resgate: em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: artigo 1º do Decreto 870, de 13.7.1993; artigo 6º do Decreto 916, de 8.9.1993; e artigo 14 do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 74XXYY e 81XXYY.

NTN-R₂ – Notas do Tesouro Nacional Subsérie R₂

Prazo: 10 anos.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00 (múltiplo de CR\$1.000,00 em dezembro de 1993).

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: 12% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: mensalmente.

Resgate: em 10 parcelas anuais, iguais e sucessivas.

Referência legal: artigo 11 do Decreto 1.019, de 23.12.1993; e artigo 15, § 2º, do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 84XXYY.

NTN-U – Notas do Tesouro Nacional Série U

Prazo: até 15 anos.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado⁵.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: índice calculado com base na Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Taxa de juros: 6,53% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: nas mesmas condições do resgate do principal.

Resgate: em parcelas mensais consecutivas, sendo cada uma delas de valor correspondente ao resultado obtido pela divisão do saldo remanescente, atualizado e capitalizado, existente na data do seu vencimento pelo número de parcelas vincendas, inclusive a que estiver sendo paga.

Referência legal: artigo 16 do Decreto 3.540, de 11.7.2000.

Código no Selic³: 91XXYY.

Anexo II

Títulos de Responsabilidade do Banco Central do Brasil em Mercado⁷ Principais Características

BBC – Bônus do Banco Central do Brasil

Prazo: mínimo de 28 dias.

Modalidade: nominativa.

Forma de colocação: oferta pública.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Rendimento: desconto sobre o valor nominal.

Resgate: valor nominal.

Referência legal: Resolução CMN 1.780, de 21.12.1990; e Circular BCB 2.437, de 30.6.1994.

Código no Selic³: 11XXYY.

NBCA – Notas do Banco Central do Brasil Série A

Prazo: composto de dois períodos, sendo o primeiro de no mínimo 1 mês e o segundo de no mínimo 2 meses.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: no primeiro período, variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas de emissão e de término do primeiro período.

Taxa de juros: no primeiro período, 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Rendimento: no segundo período, taxa Selic, aplicada sobre o valor nominal, acumulada a partir de data estabelecida, em cada edital de oferta pública, para início do segundo período do título.

Resgate: em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: Resolução: CMN 2.571, de 17.12.1998.

Código no Selic³: 16XXYY.

NBCE – Notas do Banco Central do Brasil Série Especial

Prazo: definido pelo Banco Central do Brasil, quando da emissão do título.

Modalidade: nominativa e negociável.

Forma de colocação: oferta pública.

Valor nominal na data-base: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.

Taxa de juros: definida pelo Banco Central do Brasil, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste de prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.

Resgate: em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: Resolução CMN 2.760, de 27.7.2000; Circular BCB 2.960, de 19.1.2000; e Carta-Circular 2.893, de 19.1.2000.

Código no Selic³: 13XXYY e 18XXYY.

NBCF – Notas do Banco Central do Brasil Série Flutuante

Prazo: mínimo de 3 meses.

Modalidade: nominativa.

Forma de colocação: oferta pública.

Valor nominal: múltiplo de R\$1.000,00.

Atualização do valor nominal: variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas flutuantes, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.

Taxa de juros: 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate: em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: Resolução CMN 2.545, de 9.9.1998.

Código no Selic³: 14XXYY.

1/ As condições gerais a serem observadas nas ofertas públicas de títulos de emissão do Tesouro Nacional, as fórmulas para atualização do valor nominal de Notas do Tesouro Nacional (NTN) e das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) emitidas a partir de 1.7.1994, e os critérios para pagamento de juro de cupom das NTN emitidas até 1º de setembro de 2000 encontram-se, respectivamente, nas Portarias da Secretaria do Tesouro Nacional 341, de 14.7.2000, 324, de 27.12.1995, e 506, de 15.12.1994. As regras do cálculo para pagamento de juro de cupom dos títulos do Tesouro Nacional emitidos a partir de 1º de setembro de 2000 encontram-se na Portaria da Secretaria do Tesouro Nacional 442, de 5.9.2000.

2/ Trata-se de apresentação esquemática e resumida das principais características dos títulos com registro e posição de custódia no Selic, exceto quanto às Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F) e aos Bônus do Banco Central do Brasil (BBC) que não têm, atualmente, posição de custódia. Em caso de dúvida, ou de necessidade de informações adicionais.

3/ Os códigos dos títulos públicos registrados no Selic a partir de 31.7.2000 apresentam o formato "NNXXYY", onde "NN" identifica o tipo/série do título e os demais dígitos seguem a regra de codificação divulgada no Comunicado Demab 7.744, de 31.7.00.

- 4/ As LTFs e as LTNs serão emitidas adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda: (I) oferta pública, com a realização de leilões, podendo ser ao par, com ágio ou deságio e (II) direta, em operações com autarquia, fundação, empresa pública ou sociedade de economia mista, integrantes da Administração Pública Federal, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocadas por valor inferior ao par.
- 5/ De acordo com o disposto no artigo 17 do Decreto 3.540, de 11.7.2000, as NTNs serão emitidas adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda: (I) oferta pública, com a realização de leilões, podendo ser ao par, com ágio ou deságio; (II) direta, em operações com autarquia, fundação, empresa pública ou sociedade de economia mista, integrantes da Administração Pública Federal, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocadas por valor inferior ao par; (III) direta, em operações com interessado específico e mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocadas por valor inferior ao par quando se tratar de emissão para atender ao Programa de Financiamento às Exportações (Proex) e nas operações de troca por Brazil Investment Bonds (BIB), de que trata o inciso III do artigo 1º da Lei 10.179, de 6.2.2001, e (IV) direta, em operações com interessado específico e mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocadas por valor inferior ao par nas operações de troca para utilização em projetos de incentivo ao setor audiovisual brasileiro e doações ao Fundo Nacional da Cultura, de que trata o inciso V do artigo 1º da Lei 10.179, de 6.2.2001, e colocadas ao par, com ágio ou deságio nas demais operações de troca por títulos emitidos em decorrência dos acordos de reestruturação da dívida externa.
- 6/ Os detentores das NTN-Ps poderão utilizá-las, ao par, para, mediante expressa anuência do credor: (I) pagamento de dívidas próprias vencidas ou vincendas para com a União ou com entidades integrantes da Administração Pública Federal; (II) pagamento de dívidas de terceiros vencidas ou vincendas para com a União ou com entidades integrantes da Administração Pública Federal, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda e dos Ministros de Estado sob cuja supervisão se encontrem as entidades envolvidas e (III) transferência, a qualquer título, para entidade integrante da Administração Pública Federal.
- 7/ De acordo com a Lei Complementar 101, de 4.5.2000 (DOU. 5.5.2000), o Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a data de sua publicação (artigo 34).

Anexo III

Um Exemplo de Portaria de Leilão do Tesouro Nacional

MINISTÉRIO DA FAZENDA
SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL

PORTARIA 71, DE 9 DE MARÇO DE 2001.

O SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL, no uso de suas atribuições, e tendo em vista as condições gerais da oferta de títulos públicos previstas na Portaria STN 341, de 14 de julho de 2000, 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 3.540, de 11 de julho de 2000:

- I – data do acolhimento das propostas e do leilão: 13.3.2001;
- II – horário para acolhimento das propostas: de 12:00 horas às 13:00 horas;
- III – divulgação do resultado do leilão pelo Banco Central do Brasil: na data do leilão, a partir das 14:30 horas;
- IV – data da emissão: 14.3.2001;
- V – data da liquidação financeira: 14.3.2001;
- VI – critério de seleção das propostas: melhor preço para o Tesouro Nacional;
- VII – sistema eletrônico a ser utilizado: exclusivamente por meio do Sistema Oferta Pública Formal Eletrônica (OFPUB), nos termos do Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic);
- VIII – características da emissão:

Título	Prazo	Quantidade (em mil)	Valor nominal (em R\$)	Data do vencimento	Adquirente
LTN	175 dias	1.000	1.000,00	5.9.2001	público

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

Art. 3º – Esta Portaria entra em vigor na data de sua publicação.

Anexo IV

Um Exemplo de Comunicado de Leilão do Banco Central do Brasil

SECRETÁRIO DO TESOUREIRO NACIONAL

COMUNICADO Nº

Divulga condições para acolhimento de propostas para compra de Notas do Banco Central do Brasil – Série Especial (NBCE).

O Banco Central do Brasil, tendo em vista o disposto no artigo 10, inciso XII, da Lei 4.595, de 31.12.1964, torna público que acolherá, das 12:00 às 13:00 horas do dia __.__.____, propostas das instituições financeiras participantes do Sistema Oferta Pública Formal Eletrônica (OFPUB), cadastradas de acordo com o Comunicado 5.377, de 18.11.1996, para compra de Notas do Banco Central do Brasil – Série Especial (NBCE), de sua carteira, de que trata a Resolução 2.760, de 27.7.2000, a preços competitivos, conforme as características abaixo:

Código data-base	Data da emissão	Data do vencimento	Taxa de juros (% a.a.)	Quant. (mil)	Valor nominal na data-base
18____.____.____	____.____.____	____.____.____	12,00	____	R\$1.000,00
18____.____.____	____.____.____	____.____.____	12,00	____	R\$1.000,00

2. De acordo com o art. 1º, inciso VII, e art. 3º da Resolução 2.760, de 27.7.2000, e com o parágrafo 2º do Comunicado __.____, de __.__.____, os títulos objeto da presente oferta pública poderão ter o principal e os respectivos cupons de juros negociados separadamente, mantendo suas características originais de emissão.
3. As pessoas físicas e as demais pessoas jurídicas poderão participar da oferta de que trata este Comunicado por intermédio das instituições referidas no parágrafo primeiro.
4. A presente Oferta Pública será realizada exclusivamente por meio do Sistema Oferta Pública Formal Eletrônica (OFPUB), nos termos do Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), aprovado pela Circular 2.727, de 14.11.1996.
5. Na formulação de propostas deverá ser utilizada a cotação com quatro casas decimais.
6. O número de propostas por instituição é limitado a cinco, sendo consideradas, exclusivamente, aquelas mais favoráveis ao emissor, dentre as confirmadas pela instituição e recebidas pelo Sistema.
7. O Banco Central venderá os títulos a preço único para todas as propostas aceitas. As instituições financeiras farão lances de cotações máximas por quantidade. O

Banco Central acatará aqueles com cotações iguais ou maiores à mínima por ele aceita, que será aplicada a todas as propostas vencedoras.

8. A liquidação das propostas aceitas será efetivada por intermédio do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), previsto no MNI-6-3, devendo as instituições que tiverem suas propostas aceitas, total ou parcialmente, promover a atualização de suas contas de custódia no dia __.__.____, impreterivelmente, implicando a perda do direito à aquisição o não cumprimento do disposto neste parágrafo.

9. O preço unitário (PU) a ser utilizado na liquidação financeira será considerado com seis casas decimais, desprezando-se as restantes, sendo adotada a seguinte sistemática de cálculo:

$$\text{preço unitário (PU)} = \frac{\text{cot}}{100} \times \text{valor par}$$

onde:

cot = cotação com quatro casas decimais; e

$$\text{valor par} = \frac{\text{tct}}{\text{tct0}} \times \text{valor nominal na data-base}$$

sendo: tct = cotação de venda do dólar dos Estados Unidos do dia útil imediatamente anterior ao da liquidação; e

tct0 = cotação de venda do dólar dos Estados Unidos do dia útil imediatamente anterior à data-base.

Rio de Janeiro, ____ de _____ de _____

DEPARTAMENTO DE OPERAÇÕES
DO MERCADO ABERTO – DEMAB

Chefe