

CAPÍTULO III

MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA BRASILEIRO NO PERÍODO 1995-2008: CAUSAS E DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO RECENTE

Equipe: Luiz Fernando de Paula, Fernando Ferrari Filho, Rogério Sobreira, João Adelino de Faria, Paulo José Saraiva e Aline Gomes

ÍNDICE

III.2.MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA PRIVADA NO BRASIL: ASPECTOS ESTRUTURAIS E EVOLUÇÃO RECENTE.....	4
III.2.1. Introdução.....	4
III.2.2. Contexto macroeconômico e relação entre dívida pública e dívida privada	7
III.2.2.1. Breve contextualização macroeconômica.....	7
III.2.2.2. Relação entre dívida pública e dívida privada: complementaridade ou competição?	11
III.2.3. Características e evolução do MTD no Brasil pós-1994: um panorama geral	18
III.2.4. Análise da Evolução Recente do Mercado de Títulos de Dívida Privada	28
III.2.5 Aspectos Regulatórios do Mercado de Dívida Privada	34
Anexo III.1	44
III.3.EVOLUÇÃO E ANÁLISE DO MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA, PÚBLICA E PRIVADA, DE ALGUNS PAÍSES SELECIONADOS.....	46
III.3.1. Introdução.....	46
III.3.2. O mercado de títulos de dívida em países desenvolvidos: as experiências dos Estados Unidos, da Alemanha e do Reino Unido.....	49
III.3.2.1 . Estados Unidos	49
III.3.2.2. Alemanha e Reino Unido	52
III.3.3. O mercado de títulos de dívida da China e da Coréia do Sul.....	56
III.3.3.2. Coréia do Sul	59
III.3.4. O mercado de títulos de dívida da Argentina e do Chile	61
III.3.4.1. Argentina	63
III.3.4.2. Chile.....	66
III.3.5. Sumário	68
Anexo III.2	69

III.4. MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA PRIVADA NO BRASIL: O COMPORTAMENTO DOS EMISSORES.....	71
III.4.1. Introdução	71
III.4.2. Padrão de financiamento das empresas brasileiras: um panorama geral.....	71
III.4.3. Emissão de títulos privados: a ótica das empresas de capital aberto.....	75
III.4.4. Emissão de títulos privados e estrutura de capital das empresas de capital aberto	80
III.4.4.1. Análise dos resultados	81
Anexo III.3	85
III.5. SUMÁRIO E CONCLUSÕES	87
Referencias bibliográficas:.....	88

CAPÍTULO III

MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA BRASILEIRO NO PERÍODO 1995-2008: CAUSAS E DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO RECENTE

O objetivo principal deste capítulo é efetuar uma análise mais interpretativa da evolução do MTD privada no Brasil, considerando, por um lado, *aspectos mais estruturais que estimulam e restringem o crescimento deste mercado*; e, de outro, a *evolução do período recente*, entendida como importante de ser analisada uma vez que se trata de um primeiro crescimento (ainda que limitado) do mercado de títulos privados no Brasil. Em particular, as principais questões que serão analisadas neste relatório são:

- a) Que fatores impedem ou estimulam o florescimento deste mercado no Brasil?
- b) O que levou ao crescimento recente do mercado de títulos privados de dívida no Brasil?
- c) Em que medida o desenvolvimento do mercado de títulos públicos é pré-condição para o desenvolvimento do mercado de títulos privados? Em que condições isto ocorre? Em que medida o crescimento do mercado de títulos públicos beneficia ou desestimula o mercado de títulos privados?

No que diz respeito à **primeira questão**, procurar-se-á discutir *os determinantes de ordem macroeconômica e microeconômica que impedem e estimulam um maior florescimento deste mercado no Brasil*. Entre os primeiros determinantes destacam-se a estabilidade de preços e o comportamento da taxa de câmbio e da taxa de juros, produto e emprego da economia, ou seja, redução (ou aumento) na volatilidade macroeconômica - que pode estimular ou não o cálculo do custo da emissão dos papéis privados e a criação de um horizonte temporal de longo prazo para as decisões privadas de financiamento.

Em relação aos fatores microeconômicos, os mesmos têm basicamente um caráter regulatório. Neste sentido, cabe analisar, se a regulamentação relativa ao MTD privada tem estimulado o crescimento deste mercado, através, por exemplo, de medidas de simplificação na emissão de títulos, medidas visando a dar mais transparência ao mercado, etc. Cabe analisar, ainda, as restrições ao desenvolvimento mais profundo do mercado secundário para os papéis de dívida corporativa.

Um outro foco de análise nesta questão diz respeito ao comportamento dos diferentes agentes que atuam no mercado de títulos, mais particularmente se eles têm contribuído para estimular ou restringir o crescimento deste mercado. Para tanto, é necessário avaliar o *comportamento dos emissores destes papéis no Brasil*, onde são analisados, em função da

disponibilidade de informações sobre empresas, *os determinantes da sua estrutura de capital*, a fim de se avaliar se existem especificidades na economia brasileira que tornam estas firmas menos propensas a emitir títulos em comparação com as congêneres dos países desenvolvidos. Igualmente importante é avaliar, ainda que não de forma aprofundada, o potencial de crescimento de investidores institucionais como demandantes de títulos privados de dívida, assim como a evolução da aplicação em títulos por parte destes.

No que tange à **segunda questão**, a discussão também será feita sob duas óticas: a ótica macroeconômica e a ótica micro-regulatória. Neste sentido, avalia-se como a evolução do ambiente macroeconômico contribuiu para o desenvolvimento do mercado de títulos privados. Da mesma forma, em termos de ambiente micro-regulatório, são analisadas as medidas tomadas pelos órgãos reguladores visando estimular o desenvolvimento do mercado de debêntures, securitização de títulos etc¹.

Por outro lado, ainda procurando responder às duas questões formuladas acima, será feita uma *análise panorâmica internacional do desenvolvimento recente do mercado de títulos de dívida em países emergentes e desenvolvidos*, para que se possa realizar uma análise comparativa com o caso brasileiro.

Quanto à **última questão**, serão analisados elementos importantes na *relação de complementaridade entre os mercados de dívida pública e privada*, como, por exemplo: (i) se a existência de uma estrutura de dívida pública com predominância de títulos indexados a Selic é um fator que faz com que – embora o volume de dívida pública no Brasil seja elevado – não só o mercado de dívida pública não estimule o desenvolvimento do mercado de dívida privada, como acaba sendo um elemento inibidor; (ii) se as características do mercado secundário de títulos públicos acabam por dificultar o desenvolvimento de seu congêner privado. Por fim, cabe discutir se mudanças recentes na composição e maturidade da dívida pública apresentou impactos significativos sobre o desenvolvimento e perfil dos títulos de dívida corporativa privada.

O capítulo III deste relatório está dividido em quatro seções, além desta introdução. A seção III.2 avalia as características e determinantes da evolução recente do MTD privada no Brasil, enfocando em particular os seus determinantes macroeconômicos e regulatórios, assim como a relação entre dívida pública e dívida privada. A seção III.3 examina a experiência de desenvolvimento do MTD em alguns países desenvolvidos (EUA, Alemanha e Reino Unido) e países em desenvolvimento (China, Coréia do Sul, Argentina e Chile). A

¹ Alguns aspectos da regulamentação do MTD já foram analisados no RP1.

seção III.4, por sua vez, analisa o comportamento das emissões de títulos privados – notadamente debêntures – sob o ponto de vista dos emissores corporativos (excluindo-se, portanto, os bancos e outras empresas financeiras) de modo a se avaliar o papel dos determinantes da estrutura de capital dessas empresas. Por fim, a seção III.5 conclui o capítulo.

III.2.MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA PRIVADA NO BRASIL: ASPECTOS ESTRUTURAIS E EVOLUÇÃO RECENTE

III.2.1. Introdução

Esta seção analisa fatores estruturais e conjunturais que impedem ou estimulam o crescimento do mercado de títulos de dívida privada (MTD) no Brasil, assim como avalia a evolução recente deste mercado, com ênfase no período 2004-2008, período marcado tanto por um certo “boom” no mercado de títulos de dívida privada quanto por uma desaceleração neste mercado ao final do período. A ênfase desta seção será dada ao mercado de debêntures, que, além de ser o título de dívida corporativa mais importante no Brasil, é o que possui mais informações disponíveis.

O quadro referencial de análise aqui utilizado procura considerar os seguintes aspectos:

a) Contexto macroeconômico: a relação entre o MTD e a evolução do contexto macroeconômico, já que o comportamento da atividade econômica e da política econômica (em especial a política de juros) define o ambiente no qual o MTD cresce e reflui².

b) Contexto institucional: de particular importância é importante entender a relação entre o mercado de dívida pública e dívida privada corporativa no Brasil, constituindo esta relação um aspecto estrutural de grande importância para o desenvolvimento do MTD privada.

c) Contexto regulatório: normas e regulamentações estimulam ou constroem o desenvolvimento do MTD, como a criação de novos instrumentos financeiros, brechas

² É importante destacar que no caso do MTD, ao contrário do mercado de ações brasileiro, o setor externo tem tido um papel limitado neste mercado, já que as aplicações de investidores externos são bem pequenas quando comparadas as aplicações em ações e em títulos públicos. O canal mais relevante é a emissão de títulos de empresas brasileiras no exterior, que atinge a valor médio de US\$ 20,6 bilhões em 2004/2007 (que a um câmbio de R\$ 1,80 corresponde a US\$ 37,1 bilhões), contra o valor médio de R\$ 77,6 bilhões no mesmo período em termos de emissão de títulos corporativos no Brasil.

regulatórias, mecanismos de auto-regulação, regulamentação específica relativa a determinado instrumento financeiro, etc.

O quadro referencial teórico de análise foi desenvolvido no capítulo I deste relatório. Como visto na seção I, segundo a teoria da preferência pela liquidez a demanda dos ativos financeiros não monetários é influenciada fundamentalmente pelo estado de expectativas dos agentes, sob condições de incerteza, que define as condições de retorno (ajustado ao risco) e de liquidez destes ativos. Deste modo, quanto maior a incerteza percebida os agentes passam a valorizar os atributos de maior liquidez dos ativos em detrimento da rentabilidade, e com isto aumenta o prêmio de risco cobrado para aquisição de títulos de maior maturidade e/ou de baixa liquidez. Alternativamente, quanto menor a incerteza percebida, aumenta a propensão ao risco do investidor, sendo os atributos de rentabilidade privilegiado em relação a liquidez dos ativos financeiros. Tais “preferências” determinam não só a composição de portfólio dos agentes investidores como o prêmio de risco que cobram para adquirir ativos financeiros.

Um das implicações importantes desta abordagem teórica para análise do MTD é que as condições de oferta de títulos corporativos são, em boa medida, determinadas pela percepção de risco e retorno dos investidores. Como já sugerido, o ambiente macroeconômico e a política econômica – crescimento da economia, inflação, política de juros, movimento da taxa de câmbio, etc. – tem um papel fundamental na determinação da demanda e oferta por títulos e nas condições (montante emitido, remuneração, maturidade, etc.) pelos quais os títulos são ou poderão ser emitidos. Do lado do ofertante de títulos corporativos (a empresa), o crescimento econômico (que aumenta a possibilidade de aumento de vendas e lucros, permitindo gerar renda para saldar compromissos financeiros assumidos) e o comportamento das taxas de juros (custo do crédito bancário e custo de oportunidade do capital) e de câmbio (preço fundamental na determinação das relações externas da empresa, por exemplo, para exportações e na determinação do custo de dívida externa) são fundamentais para definir a oferta de títulos. Do lado dos demandantes de títulos, além do ambiente macroeconômico em geral, a política de juros do banco central afeta de forma importante o grau de aversão a riscos dos investidores: uma expectativa de juros futuros elevados aumenta a preferência por moeda e ativos de alta liquidez, enquanto que uma expectativa de queda aumenta a preferência por títulos de renda fixa.

A existência de mercados secundários organizados para títulos privados também é um fator importante no desenvolvimento do mercado de títulos ao proporcionar maior liquidez aos ativos financeiros de maturidade mais longa e, com isto, podendo estimular (e

no caso da ausência de mercados secundários, desestimular) a demanda por tais ativos. Por outro lado, deve-se considerar a relação entre dívida pública e dívida privada de empresas não-financeiras, já que o desenvolvimento do primeiro permitiria o desenvolvimento do segundo, ao estabelecer uma infra-estrutura necessária para a comercialização de títulos de dívida. Ao mesmo tempo o mercado de dívida pública pode estabelecer um *benchmark* para o mercado privado, ao permitir formar uma curva de rendimentos que contribua para identificar o custo de oportunidade de fundos para os investidores e poupadores. Como pode ser visto na seção III.5 deste relatório, a experiência de países desenvolvidos e em desenvolvimento nem sempre mostra uma relação clara e inequívoca entre os dois mercados.

No caso do Brasil deve-se considerar alguns características peculiares do país, que têm implicações importantes do ponto de vista do desenvolvimento do MTD privada. Em primeiro lugar, o histórico de instabilidade macroeconômica que marcou a economia brasileira desde os anos 1980 é o fator principal na formação do perfil de dívida de curto prazo e com parcela significativa constituída por títulos atrelados à taxa Selic e a DI. As incertezas que têm cercado o comportamento da economia brasileira, caracterizado por ciclos de “stop and go”, tem sido grandes o suficiente para desestimular horizontes maiores de expectativas para investidores e empresas no país. Em segundo lugar, em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa parte da dívida pública sob a forma de títulos indexados a Selic (LFTs), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade. Isto resulta em uma alta demanda por investimentos nos chamados fundos de depósitos interbancários (DI) ou diretamente por títulos públicos federais. Portanto, a forma de gestão da dívida pública no Brasil acaba sendo determinante nas “preferências” do investidor, ao moldar uma combinação risco-retorno que privilegia aplicações indexadas a taxa Selic e sua “prima” taxa DI ou aplicações de renda fixa de curto prazo.

Esta parte do relatório está organizada da seguinte forma. A seção III.4.2 analisa o contexto macroeconômico brasileiro recente e a relação entre dívida pública e dívida privada no Brasil. A seção III.4.3, por sua vez, efetua um panorama geral das características e evolução do MTD a partir de 1995. Já a seção III.4.4 analisa a evolução recente do MTD, isto é, o período 2004/2008. A seção III.4.5 mostra a evolução das normas regulatórias do MTD com ênfase nos anos 2000. A seção III.4.6 resume as principais conclusões obtidas neste trabalho.

III.2.2. Contexto macroeconômico e relação entre dívida pública e dívida privada

III.2.2.1. Breve contextualização macroeconômica

Desde o começo dos anos 80 a economia brasileira vem apresentando um crescimento baixo e volátil: entre 1981 e 2008 a média do crescimento do PIB foi de 2,6%, contrastando com o crescimento médio de 7,1% entre 1947 e 1980, durante o período de industrialização por substituição de importações (ISI). O baixo crescimento entre 1990 e 2008 foi resultado do fenômeno de alta inflação (até 1994), de uma elevada vulnerabilidade externa e também dos efeitos de uma elevada taxa de juros real (cerca de 11% no período 1990-2006). De fato, as taxas de investimento tem se mantido baixa durante anos, menos do que 20% do PIB desde 1996 contra uma taxa de investimento de cerca de 25% nos anos 70. Esses resultados contrastam com o dinamismo de outras economias emergentes de maior porte, como China e Índia, que tiveram um crescimento, respectivamente, de 10% a.a. e 6,4% no período 1990-2007³.

Tabela III. 1 – Brasil: Principais Indicadores Macroeconômicos

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Crescimento real do PIB (% a.a.)	4,4	2,2	3,4	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	5,7	5,1
Formação bruta de capital fixo (%/PIB)	20,5	19,3	19,9	16,7	15,6	14,1	17,0	16,4	15,3	16,1	15,9	16,4	17,5	19,0
Inflação (%a.a.)	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9
Resultado fiscal (%/PIB)	-7,3	-5,9	-6,1	-7,9	-10,0	-4,5	-4,8	-9,4	-3,3	-2,3	-2,8	-2,9	-2,1	-1,5
Dívida pública (%/PIB)*	28,0	30,7	31,8	38,9	44,5	45,5	48,4	50,5	52,4	47,0	46,5	44,0	42,0	38,8
Taxa de câmbio - média (R\$/US\$)	0,91767	1,0051	1,07799	1,161	1,814	1,829	2,350	2,920	3,077	2,925	2,434	2,17533	1,947	1,83
Reservas cambiais(excl.ouro, US\$ milhões)	49708	58323	50827	42580	35279	32434	35563	37462	48847	52462	53245	85561	179433	192.844
Conta corrente (%/PIB)	-2,7	-3,1	-3,9	-4,2	-4,3	-4,0	-4,1	-1,8	0,7	1,6	1,5	1,2	0,1	-2,3
Reservas cambiais (% importações)	100,1	109,4	84,9	73,7	71,6	58,1	64,0	79,3	101,2	83,5	72,3	93,2	148,8	111,3
Dívida externa (%/PIB)	20,7	21,4	23,0	28,6	41,2	36,6	40,8	45,1	42,5	33,2	21,3	18,6	18,3	16,9
Dívida externa/exportações	3,4	3,8	3,8	4,7	5,0	4,3	3,9	3,8	3,2	2,3	1,6	1,4	1,5	1,4
Renda de investimentos (% exportações)	-31,3	-36,6	-40,8	-48,0	-47,4	-39,0	-39,5	-35,6	-30,0	-24,6	-24,6	-24,6	-25,4	-26,8
Balança comercial (US\$ milhões)	-3157	-5453	-6652	-6603	-1261	-698	2650	13121	24794	33666	44703	46458	40031	24.745
Conta corrente (US\$ milhões)	-18136	-23248	-30491	-33829	-25400	-24225	-23215	-7637	4177	11738	13984	13620	1550	-28299

Fonte: IMF (2009) e IPEADATA (crescimento do PIB, inflação, resultado fiscal, dívida pública e dívida externa).

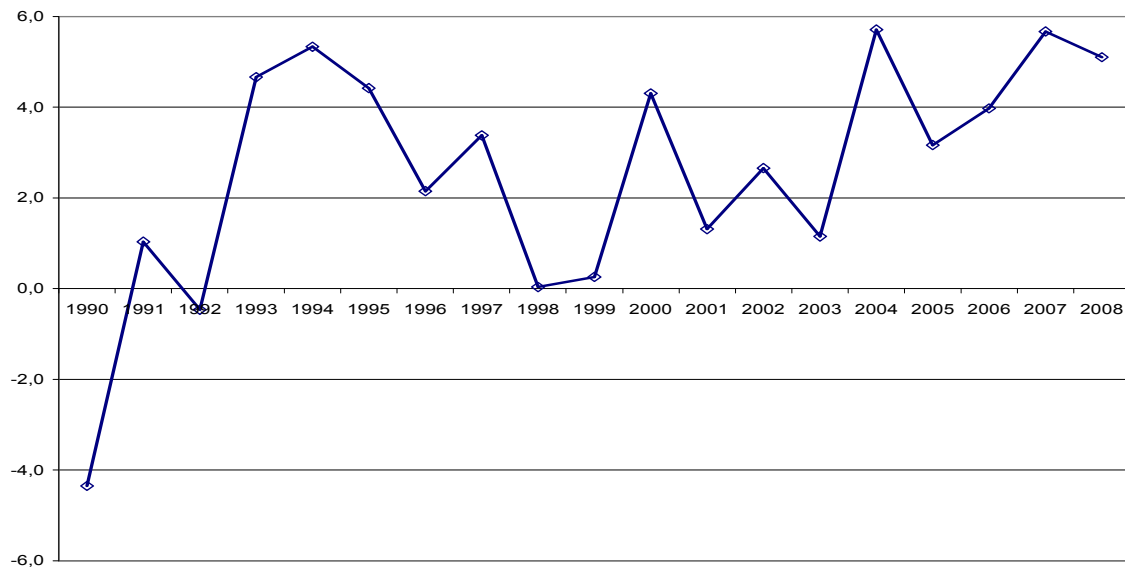
(*) Dezembro de cada ano.

O gráfico III.1 mostra o comportamento a la “stop and go” que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos: curtos ciclos de crescimento são seguidos de uma desaceleração econômica. Os períodos de maior crescimento do MTD privada, como 1994-1995 e 2004-2007, coincidem, grosso modo, com períodos de maior crescimento econômico, uma vez que é de se esperar que as firmas busquem novas fontes de financiamento para

³ Conforme dados do International Financial Statistics do FMI.

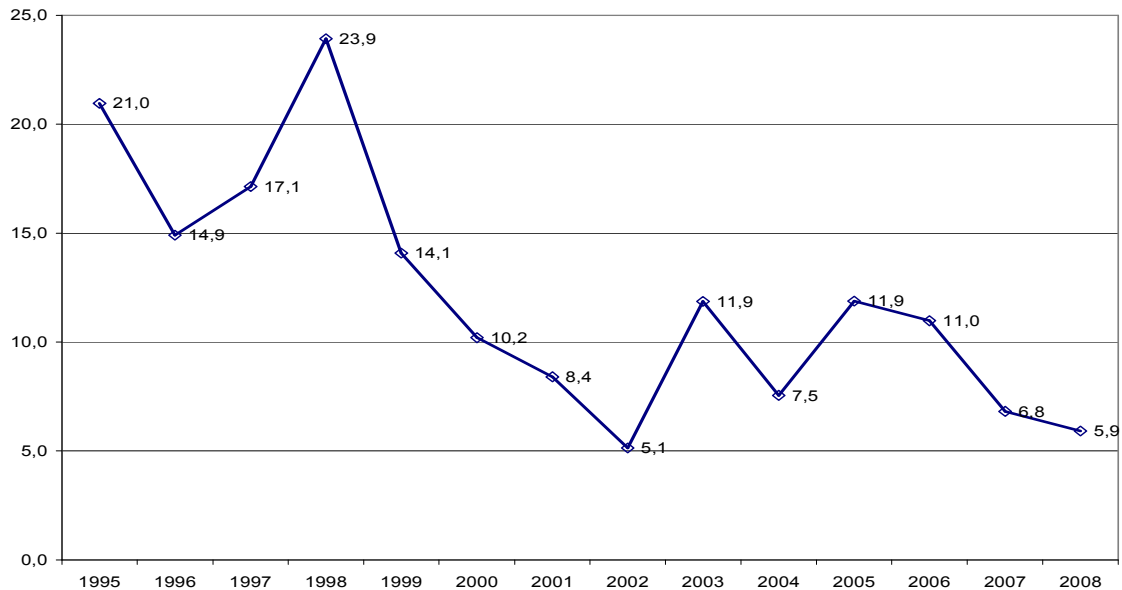
expansão de suas atividades durante as fases de crescimento da renda e do nível de atividade econômica. Isto parece evidenciar a importância que um ambiente de crescimento econômico mais duradouro e de maior estabilidade macroeconômica pode ter sobre o desenvolvimento do MTD privada. Uma diferença importante entre o período 1994-1995 e o período 2004-2007 é que no primeiro, no contexto de um processo de estabilização de preços com um câmbio semi-fixo, as taxas reais de juros eram extremamente elevadas, enquanto que no segundo houve uma redução nessas taxas, mas que ainda se mantiveram em patamares elevados, considerando que a política econômica passou a ser operada com um regime de câmbio flutuante a partir de 1999 (gráfico III.2). A taxa real de juros é uma variável chave para a demanda por financiamento das empresas, seja diretamente por afetar o custo do dinheiro, seja indiretamente por influenciar o próprio processo de crescimento econômico.

Gráfico III.1 - Taxa de Crescimento do PIB real (%)



Fonte: IPEADATA

Gráfico III.2 - Taxa Real de Juros (% a.a.)

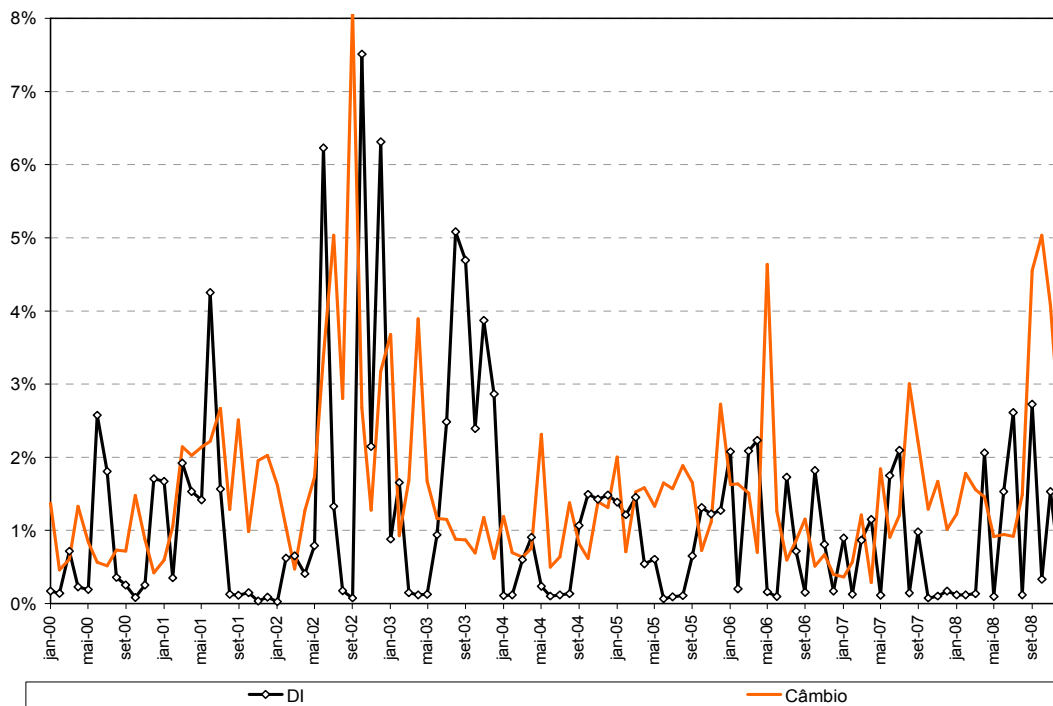


Fonte: IPEADATA. Elaboração própria

(*) Taxa Selic acumulada no ano menos IPCA anual.

Após a crise cambial de janeiro de 1999, resultante, entre outros fatores, da elevada vulnerabilidade externa do país (déficit em conta corrente de 4,0% do PIB em 1998), o Brasil adotou um novo modelo de política econômica, baseado nas seguintes características: regime de câmbio flutuante, sistema de metas de inflação e geração de constantes superávits primários, que resultaram em taxas de juros menores que no período anterior (1995-1998), mas ainda alta. Ademais, o *modus operandi* do sistema de metas de inflação, somado ao regime de câmbio flutuante e operando sob condições de abertura (quase) total da conta de capital, resultou em grande instabilidade da taxa de câmbio nominal. A volatilidade da taxa de câmbio evidentemente é maior em momentos de saída de capitais do país, como ocorreu em 2002-2003 e em 2008, como pode ser visto no gráfico III.3. Nota-se, contudo, que a taxa DI - que é a taxa definida no mercado interbancário, e que guarda uma forte vinculação com a taxa básica de juros Selic - é também bastante volátil. A taxa DI é importante para o MTD privada pois nos anos 2000 tem sido o principal indexador dos principais títulos de dívida privada e de instrumentos de securitização, como debêntures e FIDC.

Gráfico III.3 - Volatilidade do Câmbio e da Taxa DI*



Fonte: BCB. Elaboração própria.

(*) Volatilidade calculada com base no coeficiente de variação.

O ambiente de instabilidade macroeconômica de uma economia em *stop-and-go* têm afetado o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar risco de mercado (perda de valor de um título perante a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência na emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa. De modo geral, a operação da política monetária após a adoção do regime de metas de inflação no Brasil tem se caracterizado pelo conservadorismo, que gera freqüentemente, a qualquer sinal de um aumento no crescimento econômico (e na demanda agregada), expectativas de aumento na taxa básica de juros por parte do Banco Central para controlar a inflação⁴. A presença de expectativas altistas quanto a taxa de juros eleva o prêmio exigido pelos demandantes por títulos de maturidade mais longa, em particular se o aumento de juros se confirma e se mantém por um período longo (Hermann, 2003), ou alternativamente aumenta a demanda por títulos indexados a DI, que embute um

⁴ Modenesi (2008) mostra evidências de que a formação da taxa Selic é pautada por uma convenção pró-conservadorismo na condução da política monetária, com um comportamento assimétrico do BCB que eleva mais fortemente a taxa de juros por ocasião de aumento no hiato do produto e/ou no hiato inflacionário, e reduzindo pouco quando diminui tais hiatos.

risco de taxa de juros nulo. Sob essas condições, os investidores mantêm sua preferência pela liquidez aguçada, ao mesmo tempo em que procuram, ao aplicarem em títulos de maturidade mais longa, se prevenir do risco de mercado, demandando para tanto títulos indexados. Em outras palavras, os agentes demandam títulos de dívida (público ou privado) prefixados de curto prazo e de alta remuneração (notas promissórias, CDBs pré, LTNs, etc.) ou títulos públicos indexados a Selic de prazo médio e remuneração mais baixa que os títulos pré, ou ainda títulos de maturidade mais longa indexados a DI (debêntures-DI, FIDC, CDBs pós, etc.) ou a inflação (debêntures indexadas a inflação, NTN-B e NTN-C). Sob tais condições a emissão de títulos prefixados, inclusive títulos públicos (que não tem risco de default), de maturidade mais longa fica quase que completamente inviabilizado, pois sua colocação iria requerer a incorporação de um prêmio de risco extremamente elevado na remuneração do título⁵.

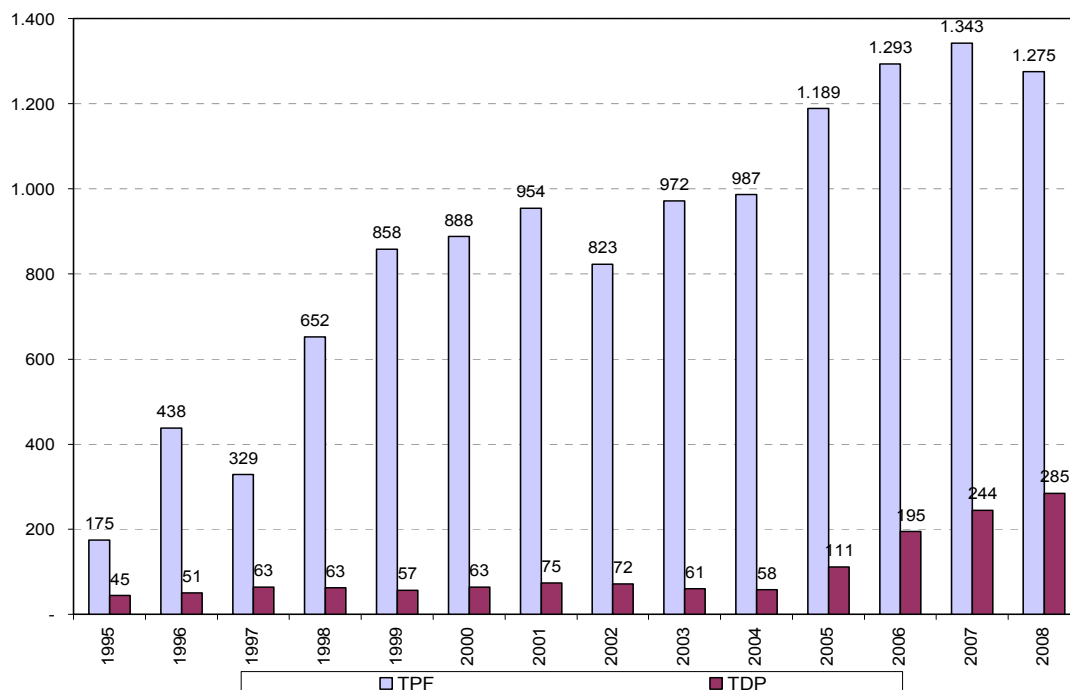
III.2.2.2. Relação entre dívida pública e dívida privada: complementaridade ou competição?

Frequentemente tem sido destacado na imprensa especializada que o estoque de papéis privados tem se igualado ao estoque de títulos públicos no Brasil, em função do forte crescimento ocorrido no MTD privada em 2008 e 2009⁶. Contudo, o crescimento de títulos de dívida privada no período foi determinado fundamentalmente pelo crescimento das CDBs, títulos emitidos pelos bancos em um momento em que houve um certo “empocamento” de liquidez no mercado interbancário. Quando se compara o crescimento do estoque de títulos públicos federais com o estoque de títulos de dívida corporativa doméstica, a diferença entre os dois tipos de títulos é significativa. Ademais, o gráfico III.4 mostra que parece não haver no Brasil uma relação de causalidade mais definida entre títulos públicos e títulos corporativos no Brasil, não havendo evidências de que o crescimento do mercado de títulos públicos venha estimulando o crescimento do mercado de títulos corporativos.

⁵ Retornamos a este ponto na próxima seção.

⁶ Ver, por exemplo, a reportagem “Estoque de papéis empata com títulos públicos”, Valor, 24/06/2009.

Gráfico III.4 - Estoque de Títulos Públicos Federais (TPF) e Títulos de Dívida Privada (TDP)*



Fonte: STN para TPF e CETIP para TDP.

Nota: Valores em bilhões de reais de dez/2008.

(*) Considera apenas os títulos corporativos.

Em realidade, não apenas parece não haver complementaridade entre os dois mercados, como parece haver evidências da existência de concorrência entre os mesmos. As condições vantajosas oferecidas pelos títulos públicos federais indexados a variáveis mais voláteis do mercado – taxa de juros, taxa de câmbio e/ou taxa de inflação – ao mesmo tempo em que oferece ao demandante de título uma proteção contra os riscos de juros, cambial ou de perda inflacionária, lhe proporciona papéis que combinam rentabilidade, liquidez e baixo risco. A tabela III.2 mostra a estrutura da dívida pública federal no Brasil por indexador: até 2005 os títulos indexados a Selic (LFTs) respondiam por mais de 50% do estoque de títulos públicos, sendo que apenas a partir de 2006 reduz sua participação, alcançando um patamar ao redor de 35% em 2007/2008. A política de alongamento de dívida através da emissão de títulos pré-fixados foi estimulada em certa medida pelo otimismo propiciado pela

perspectiva de queda de inflação e de redução na taxa básica de juros a partir de meados de 2003 (Ferreira et al, 2004).

Tabela III 2: Estrutura da Dívida Pública por Indexador (% do total)

Data	Câmbio	TR	IGP	Selic	Prefixado	IPC-A	Outros	Total
jun/00	21,1	5,4	5,4	54,7	13,3	0,0	0,1	100,0
dez/00	22,3	4,7	5,9	52,2	14,8	0,0	0,1	100,0
jun/01	26,8	5,0	7,2	50,2	10,8	0,0	0,0	100,0
dez/01	28,6	3,8	7,0	52,8	7,8	0,0	0,0	100,0
jun/02	29,9	2,2	7,5	50,4	8,6	1,4	0,0	100,0
dez/02	22,4	2,1	11,0	60,8	2,2	1,6	0,0	100,0
jun/03	13,5	2,0	11,3	67,2	4,5	1,6	0,0	100,0
dez/03	10,8	1,8	11,2	61,4	12,5	2,4	0,0	100,0
jun/04	8,9	1,8	11,9	57,5	16,8	3,0	0,0	100,0
dez/04	5,2	2,7	11,8	57,1	20,1	3,1	0,0	100,0
jun/05	3,6	2,5	10,6	57,1	23,0	3,3	0,0	100,0
dez/05	2,7	2,1	8,2	51,8	27,9	7,4	0,0	100,0
jun/06	2,3	2,0	7,7	42,5	31,5	14,1	0,0	100,0
dez/06	1,3	2,2	7,2	37,8	36,1	15,3	0,0	100,0
jun/07	1,1	2,3	6,4	34,1	38,7	17,5	0,0	100,0
dez/07	1,0	2,1	6,5	33,4	37,3	19,8	0,0	100,0
jun/08	0,8	2,1	5,7	34,5	34,8	22,2	0,0	100,0
dez/08	1,1	1,6	5,7	35,8	32,2	23,6	0,0	100,0

Fonte: Banco Central do Brasil

Os títulos indexados ao câmbio, por sua vez, tiveram uma participação importante no total da dívida pública até 2002, quando atingiram em junho 30% do total, declinando sua participação a partir daí, até ter uma participação de cerca de 1% na estrutura da dívida pública. Os títulos prefixados (LTNs) cresceram sua participação relativa a partir de 2004, alcançando em 2006 mais de 30% da dívida pública. Por fim, observa-se uma certa troca de títulos indexados ao IGP (NTN-C) por títulos indexados ao IPCA (NTN-B) a partir de 2006. De fato o IGP é um índice mais sensível ao comportamento da taxa de câmbio, e, deste modo, a tendência a valorização cambial, e conseqüente expectativa de uma queda do IGP em relação ao IPCA, estimulou a demanda pelas NTN-B. Os títulos indexados a inflação - que pagam também uma taxa de juros real - são particularmente demandados por fundos

de pensão, que procuram uma proteção a inflação em suas aplicações. Observa-se, assim, que após uma piora na composição da dívida pública até 2003, houve uma melhoria na sua estrutura, em um contexto em que o ambiente macroeconômico ficou relativamente mais estável, destacando em particular a forte redução dos títulos indexados ao câmbio e o aumento dos prefixados. Em que pese a redução relativa dos títulos indexados a Selic (LFTs), esses ainda compõem mais de 1/3 do total da dívida pública.

A maior deformação na dívida pública brasileira é a existência de títulos públicos indexados a Selic – as chamadas LFTs (Letras do Tesouro Nacional), criadas no auge do Plano Cruzado para diminuir a vulnerabilidade do sistema financeiro às mudanças na política monetária. Tal título tem a característica de ter “duration” zero. Duration é o tempo em que o capital retorna ao investidor para que este possa se reposicionar perante a nova taxa de juros de mercado. A duration da LFT é de um dia ou zero, dado que o título remunera o valor aplicado pela taxa de juros a cada dia, ou seja, é como se o investidor estivesse a cada dia (durante todo o prazo do título) reaplicando o principal e o juro ganho à nova taxa de juros de mercado. Para o demandante do título público, isto significa não haver risco de taxa de juros na detenção deste título, risco este que fica a cargo do emissor (Tesouro Nacional). O investidor tem, em princípio, a alternativa de resgatar a dívida no dia-a-dia, possuindo assim a garantia de liquidez imediata⁷. A recontração do preço da LFT se realiza na prática em bases diárias, pela taxa média do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, que é apurada pelo BCB com base nos preços de negociação de todos os títulos públicos federais no mesmo dia, havendo assim uma precificação diária (Moura, 2006, p.247-248). No outro extremo, temos os títulos prefixados, como LTN, que tem a duration igual ao seu prazo de vencimento, isto é, apenas ao final deste prazo pode o investidor se posicionar perante a mudanças na taxa de juros⁸. Um detentor de um título prefixado sofre perdas por ocasião de uma elevação na taxa de juros, o que não acontece com o detentor de um título indexado a Selic. Assim, as LFTs protegem o investidor do risco de mercado, já que mudanças

⁷ Deve-se assinalar que a transformação diária das LFTs em depósitos a vista não é feita sem custos para os detentores de títulos, já que o BCB aplica taxas punitivas aos agentes com excesso ou falta de reservas.

⁸ Para um maior detalhamento do cálculo da duration de um título prefixado, ver o anexo I.

nas taxas de juros podem ocorrer de forma gradual ou em razão de choques externos imprevistos na economia. Isto não quer dizer que tais títulos não possam ter sua remuneração reduzida frente a outros títulos prefixados ou indexados a outras variáveis, como de fato acontece por ocasião de uma redução na taxa Selic. O que os torna atraentes é a possibilidade de reposicionamento diário frente a taxa de juros, o que permite um hedge contra choques imprevistos na taxa de juros, além - e não menos importante - do benefício de taxas de juros nominal e real generosas, como pode ser visto no gráfico III.2 estas variaram de 5 a 12% em 2000-2008.

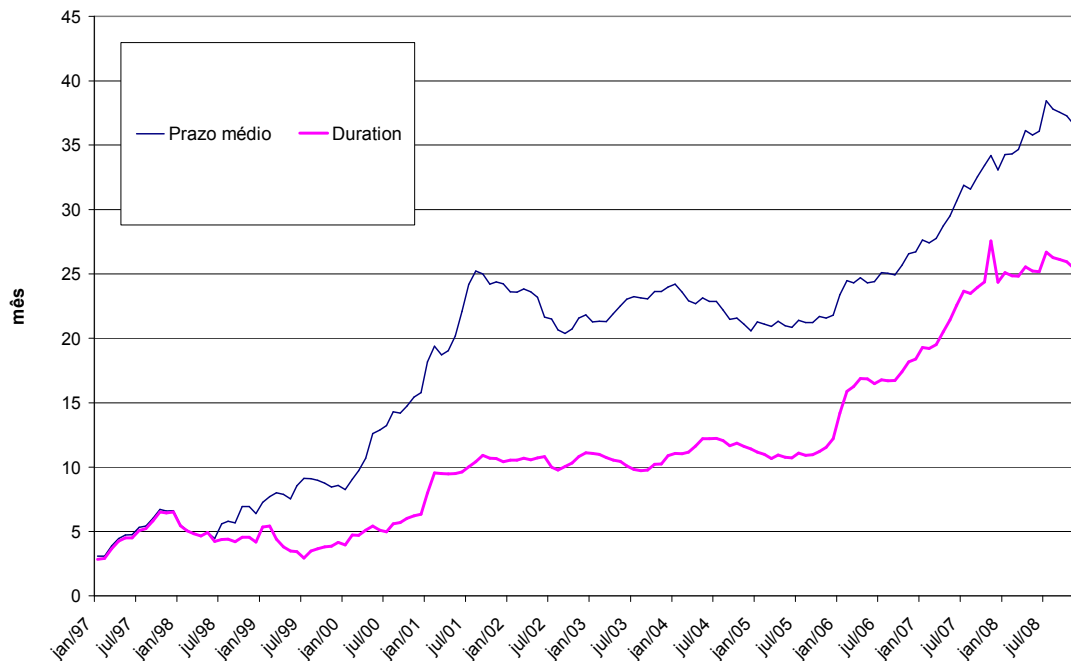
A existência de títulos indexados a taxa Selic acaba por contaminar a emissão primária de títulos de dívida privada com a lógica de overnight⁹. Mais especificamente, as LFTs influenciam as condições de emissão dos TDP, em função do fato de que tais títulos: (i) como qualquer outro título público, tem risco de default praticamente nulo, por serem garantidos pelo Tesouro; (ii) especificamente, no caso das LFTs é o único título de dívida livre do risco de mercado, por não sofrer apreciação/depreciação em seu preço - ou seja, não têm embutido como qualquer título prefixado um risco de mercado; (iii) como se não bastasse, tais títulos têm oferecido taxas de remuneração elevadas, ainda que inferiores aos títulos prefixados, em função da política de juros altos que tem sido praticada pelo BCB, mesmo sob o regime de metas de inflação.

O gráfico III.5 mostra o prazo médio e a duração média da dívida pública federal de 1997 a 2008. Até meados de 1998, prazo e duration coincidiam em função da predominância de títulos prefixados, ainda que com prazo muito curto (não mais do que 7 meses). A partir de então o crescimento de títulos públicos indexados, em particular as LFTs, faz com que se alongue o prazo da dívida, mas ao mesmo tempo aumente a diferença entre prazo e duration médios. A duration média da dívida pública foi inferior a um ano até início de 2006, por conta da predominância das LFTs na composição da dívida pública. A diminuição na emissão de títulos públicos indexados a Selic (e aumento das emissões de títulos prefixados) a partir de 2006, acompanhado desta vez por um concomitante aumento no prazo médio dos títulos públicos, fez com que essa diferença diminuísse substancialmente, ao mesmo tempo

⁹ Este ponto é destacado por Franco (2006), ainda que sua interpretação sobre a relação entre dívida pública e dívida privada seja diferente da que é feita neste trabalho.

em que aumentou a duration média da dívida pública de cerca de 1 ano para mais de 2 anos (gráfico III.5). Em 2008, entretanto, observa-se uma estagnação no alongamento da duration média. A dominância de uma dívida pública com baixa duration tem implicações importantes para emissão de títulos de dívida privada, já que dificulta sobremaneira a oferta de títulos prefixados com prazos relativamente longos.

Gráfico III.5 - Prazo e Duration Média da Dívida Pública Federal (mês)

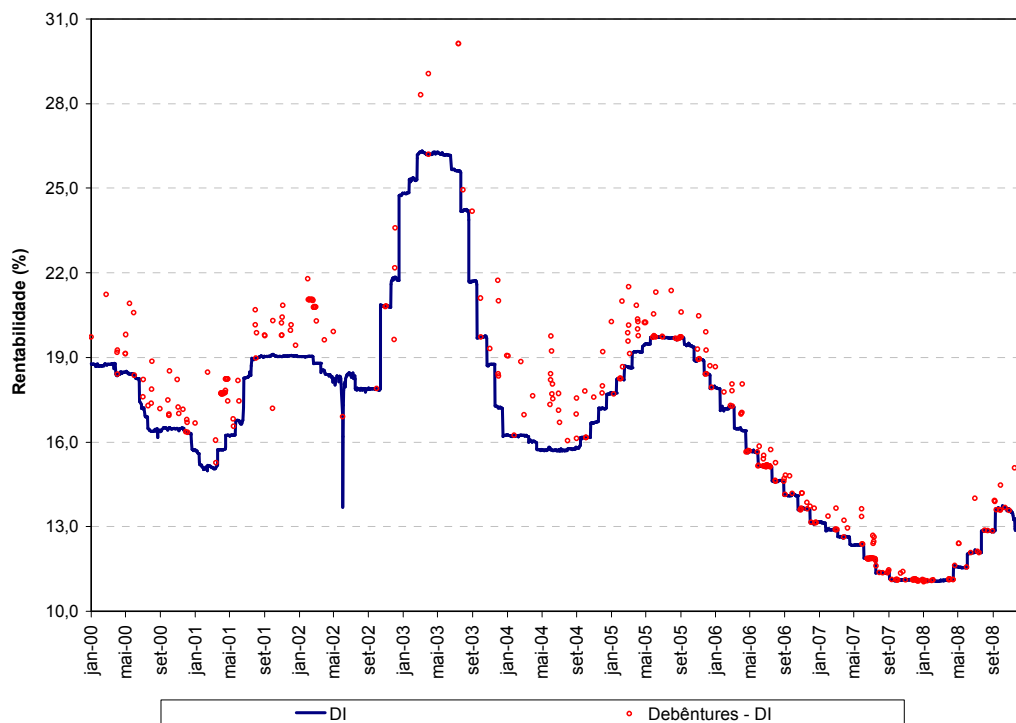


Fonte: Banco Central do Brasil

Portanto, as características das LFTs acabam por contaminar a emissão primária de títulos de dívida privada ao serem um forte concorrente a esses. Neste contexto, para serem emitidos títulos corporativos prefixados de maturidade mais longa, estes teriam que pagar um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face a baixa duration dos títulos públicos) e maior risco de default, o que tornaria muito cara e/ou com maturidade muito curta sua emissão, fato este incompatível com a rentabilidade no negócio de uma firma produtiva. Neste contexto, os emissores de títulos de dívida privada passam a ter duas opções: (i) emissão de títulos de dívida privada prefixados

com alta remuneração e prazo curto (por exemplo, notas promissórias); (ii) emissão de debêntures de remuneração média e prazo médio (assim como FIDC), mas com características relativamente semelhantes as LFT (remuneração vinculada a taxa DI e duration nula, isto é, sem risco de mercado), mas ainda assim com um prêmio de risco maior do que essas. O Gráfico III.6 mostra as taxas de remuneração das debêntures indexadas a DI, que pagam ou uma percentagem da DI ou a taxa DI mais um spread.

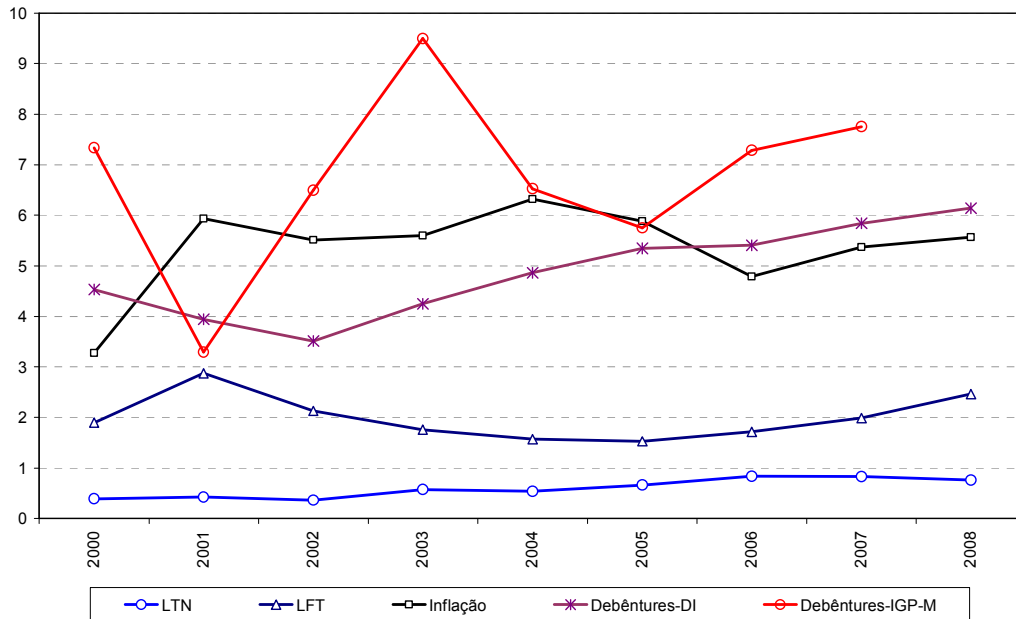
Gráfico III.6 - Taxa DI e Taxa DI-Debêntures (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil e Sistema Nacional de Debêntures.

O emissor de títulos indexados a DI viabiliza a colocação de papéis corporativos em prazos um pouco mais longos, mas fica com o risco de taxa de juros. Como pode ser visto no gráfico III.7 o prazo médio das debêntures indexadas a DI, ainda que superior a das LFTs, é ainda curto, variando de 4 a 6 anos, tendo melhorado nos últimos anos por conta de um cenário econômico mais benigno. Já as debêntures atreladas a inflação têm um prazo médio maior, mas tem tido uma oferta bem inferior, evidenciando as dificuldades de colocação deste tipo de papel.

Gráfico III.7 - Prazo Médio dos Títulos Públicos Federais e Debêntures sem Leasing (anos)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

III.2.3. Características e evolução do MTD no Brasil pós-1994: um panorama geral

Como visto no 1º Relatório Parcial, considerando a evolução do contexto macroeconômico brasileiro, a evolução do MTD privada no Brasil pode ser dividido no pós-Real em 4 períodos: 1995/1998; 1999/2003; 2004/2007; e 2008.

No período 1995/1998, caracterizado pela operação de uma política econômica centrada em um câmbio semi-fixo, o volume médio de títulos corporativos de dívida (debêntures e notas promissórias) foi em média de cerca de R\$ 37 bilhões anuais (valores de dezembro de 2008), bem superior a emissão primária de ações (R\$ 14,4 bilhões), de acordo com a tabela III.3. Este período de câmbio semi-fixo e apreciado favoreceu também a captação de títulos no mercado externo, que teve o total de emissão média de US\$ 24,4 bilhões anuais no período, com destaque para “notes e commercial papers de longo prazo”.

O período 1999/2003, de modo geral, é marcado pela instabilidade macroeconômica, com destaque para duas crises cambiais, uma no início de 1999 e outra ao final de 2002. Esta forte instabilidade macroeconômica afetou o comportamento tanto do mercado de títulos

doméstico quanto externo, sendo que em determinados momentos o primeiro compensou a retração maior do segundo e ainda a forte contração na emissão de ações. Considerando todas as emissões de títulos e valores mobiliários corporativos no mercado doméstico a redução nas emissões foi bastante acentuada, passando de uma média de R\$ 52,3 bilhões em 1995/98 para R\$ 35,7 bilhões em 1999/2003.

Tabela III.3 - Emissões dos Títulos e Valores Mobiliários

	Ações	Debên- tures	Quotas de FII	Notas promis- sórias	CRI	Quotas de FIDC	Quotas de fundos de invest. em partip.	Outros	Total
Valores médios do período (R\$ milhões de dez/2008)*									
1995/1998	14.393,3	24.339,3	424,7	12.548,4	0,0	0,0	0,0	526,1	52.231,8
1999/2003	2.919,5	19.251,8	786,5	11.194,3	295,9	494,0	35,4	768,9	35.746,4
2004/2007	16.578,3	49.690,6	396,6	5.868,7	1.339,8	10.909,5	8.830,5	608,8	94.222,8
2008	32.658,5	39.948,2	531,3	26.382,0	955,0	10.416,5	20.574,4	829,4	132.295,4
Participação relativa (%)									
1995/1998	27,6	46,6	0,8	24,0	0,0	0,0	0,0	1,0	100,0
1999/2003	8,2	53,9	2,2	31,3	0,8	1,4	0,1	2,2	100,0
2004/2007	17,6	52,7	0,4	6,2	1,4	11,6	9,4	0,6	100,0
2008	24,7	30,2	0,4	19,9	0,7	7,9	15,6	0,6	100,0

Fonte: CVM. Elaboração própria.

Nota: (*) Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado

Já no período 2004/2007, marcado por contexto internacional benigno (liquidez internacional e boom de commodities), o crescimento do mercado de títulos doméstico foi bastante acentuado, com destaque para o crescimento na emissão de debêntures, ações e FIDC, este um instrumento de securitização criado ao final de 2002. Os FIDC são títulos de maturidade mais curto do que debêntures (prazo médio de 2 a 3 anos), e predominantemente indexados a DI. Por serem títulos colateralizados em recebíveis e por poderem ser emitidos por empresas de capital fechado, acabam sendo alternativa preferencial de acesso ao mercado de capital por parte de pequenas e médias empresas. As emissões de títulos corporativos no mercado externo cresceram modestamente no período, com uma média de US\$ 22,9 bilhões anuais em 2004/2007 (contra US\$ 19,8 bilhões anuais em 1999/2003), em parte devido a diminuição de

emissão de títulos públicos indexados ao câmbio, que fornecia um hedge contra o risco cambial.

Por fim, o ano de 2008 é marcado pelo contágio da crise financeira internacional, que se fez sentir mais fortemente a partir de outubro de 2008. A emissão de debêntures, que teve um volume emitido significativo no primeiro trimestre deste ano (total de R\$ 34,4 bilhões), contraiu fortemente a partir do segundo trimestre, em função de um conjunto de fatores que serão analisados na próxima seção, sendo em parte compensado pela emissão de ações e de notas promissórias¹⁰, que respondem juntos por quase 45% do total das emissões no ano. A partir do último trimestre do ano todo o mercado de títulos e valores mobiliários despencou.

Tabela III. 4 - Títulos de Empresas Brasileiras Emitidos no Exterior*
 (US\$ milhões)

Discriminação	Ações de cias brasileiras	Bônus de LP	Notes e commercial papers de LP	Títulos de rendas fixa CP	Total de emissões
1995/1998	4.582,8	2.833,7	16.855,0	129,6	24.401,2
1999/2003	3.676,1	8.163,4	6.528,8	1.425,5	19.793,8
2004/2007	2.222,9	6.719,0	9.524,9	4.435,7	22.902,5
2008	4.842,3	536,5	7.282,8	3.557,6	16.219,1
Participação relativa (%)					
1995/1998	18,8	11,6	69,1	0,5	100,0
1999/2003	18,6	41,2	33,0	7,2	100,0
2004/2007	9,7	29,3	41,6	19,4	100,0
2008	29,9	3,3	44,9	21,9	100,0

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Os principais demandantes de títulos corporativos no Brasil têm sido os fundos de investimento e os fundos de pensão. Há uma grande sobreposição entre as aplicações destes dois agentes institucionais, uma vez que uma boa parte das aplicações dos fundos de pensão são feitas através de fundos de investimento. A tabela III.5 mostra uma maior diversificação na indústria de fundos, com uma diminuição ao longo do tempo do peso dos fundos de renda fixa e DI e crescimento em contrapartida dos fundos multimercado, fundos de ações e previdência, ainda que se mantenha a predominância dos fundos de renda fixa e fundos DI,

¹⁰ Notas promissórias são títulos corporativos de curto prazo (30 a 360 dias, no máximo).

responsáveis por 45% do total do patrimônio líquido dos fundos em dezembro de 2007. A mobilização de recursos pelos fundos atinge o seu ápice em 2007, com cerca de R\$ 1,3 trilhões (valores de dezembro de 2008).

Tabela III.5 - Fundos de Investimento - participação relativa (%)

Período	Curto Prazo	Refer. DI	Renda Fixa	Multi-mercado	Cambial	Ações	Previdência	Off Shore	Outros*	PL Total em R\$ milhões dez/2008**
dez-95	-	-	271,42	43,05	1,19	9,00	-	-	0,56	655.290
dez-96	-	-	248,77	33,29	3,65	11,59	-	-	0,47	1.033.910
dez-97	-	-	186,86	56,99	2,20	31,21	-	-	0,74	996.329
dez-98	1,27	75,39	127,83	41,34	2,23	23,28	0,26	-	1,38	1.100.574
dez-99	3,54	76,51	88,05	35,41	2,60	20,52	0,82	-	0,21	1.152.932
dez-00	6,91	63,32	85,06	31,07	2,82	16,88	1,63	-	0,20	1.283.236
dez-01	-	55,33	70,57	42,36	4,00	13,46	2,72	-	0,15	1.215.473
dez-02	-	36,32	48,55	38,07	2,48	13,11	4,26	4,66	0,29	798.249
dez-03	3,75	26,05	46,19	38,00	1,81	10,96	5,96	4,92	0,48	984.022
dez-04	4,49	22,22	37,24	35,31	0,96	10,21	7,17	4,40	1,47	932.212
dez-05	3,34	24,63	48,26	20,98	0,35	10,15	8,35	3,11	2,57	1.088.743
dez-06	2,91	20,92	39,66	26,64	0,16	11,94	9,33	3,18	2,73	1.288.580
dez-07	2,59	15,84	32,84	25,59	0,07	16,81	8,69	3,34	2,79	1.377.072
dez-08	3,22	16,17	28,97	23,43	0,07	10,12	9,80	2,09	6,11	1.119.174

Fonte: Anbid.

* Outros = FLEX + FIDC + IMOB + FEF+Participações

** Deflacionado pelo IGP-DI.

No que se refere à composição de carteiras dos fundos de investimento predominam as aplicações em títulos públicos federais, que representavam 76,1% das aplicações em 2000, caindo para 41,4% em 2008, sendo que parte migra para operações compromissadas lastreadas em títulos públicos. No que tange as aplicações em títulos privados destacam-se as ações, que atingem 21,7% das aplicações em 2007, e CDBs (mais de 10% das aplicações a partir de 2005). As aplicações em debêntures são mais modestas, representando em geral 3 a 4% do total das aplicações dos fundos. De todo modo, as aplicações em títulos públicos federais somadas as operações compromissadas perfaziam 60,5% do total das aplicações. As aplicações em ações e debêntures juntas, por sua, representaram apenas cerca de 15 a 20% do total no período 2000/2008.

Tabela III.6 - Fundos de Investimento: composição da carteira (%)

	Operações Compromis.**	Tit.publ. federais	CDB e RDB	Debêntures	Ações	Outros	Total
dez/00	-	76,14	4,52	2,89	11,11	5,35	100,00
dez/01	-	75,16	7,65	4,41	9,52	3,26	100,00
dez/02	-	73,43	5,93	4,76	10,88	5,00	100,00
dez/03	-	75,86	6,77	3,82	10,33	3,22	100,00
dez/04	13,23	58,99	8,44	2,80	11,17	5,36	100,00
dez/05	9,43	60,53	10,66	3,93	11,16	4,30	100,00
dez/06	11,35	54,80	10,18	4,62	15,25	3,81	100,00
dez/07	13,60	47,04	8,96	4,17	21,71	4,53	100,00
dez/08	19,10	41,46	13,70	4,44	14,45	6,86	100,00

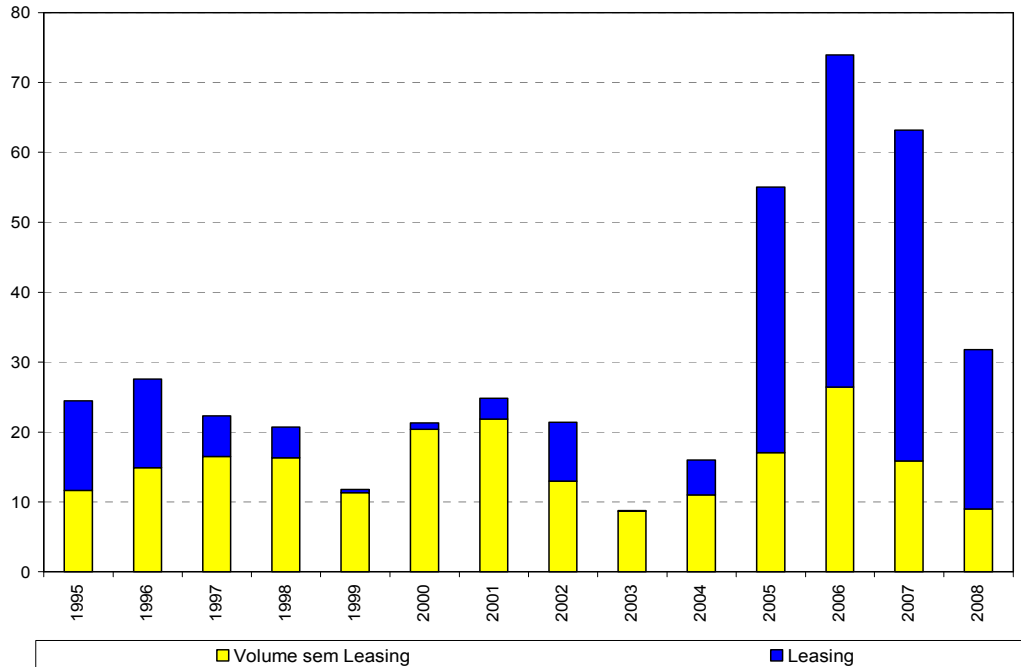
Fonte: Anbid.

Dados do Ranking Global de Administração de Recursos de Terceiros.

Nota: (*) Lastro em títulos públicos e privados.

Como já assinalado, a emissão primária de debêntures teve um forte boom em 2005/2007, ainda que este crescimento tenha sido em parte puxado pelas emissões de empresas de leasing, do qual uma boa parte foi canalizada para servir de funding para financiamento de veículos. Excluindo as debêntures-leasing o boom de debêntures neste período seria bem mais modesto, como pode ser visto no gráfico III.8.

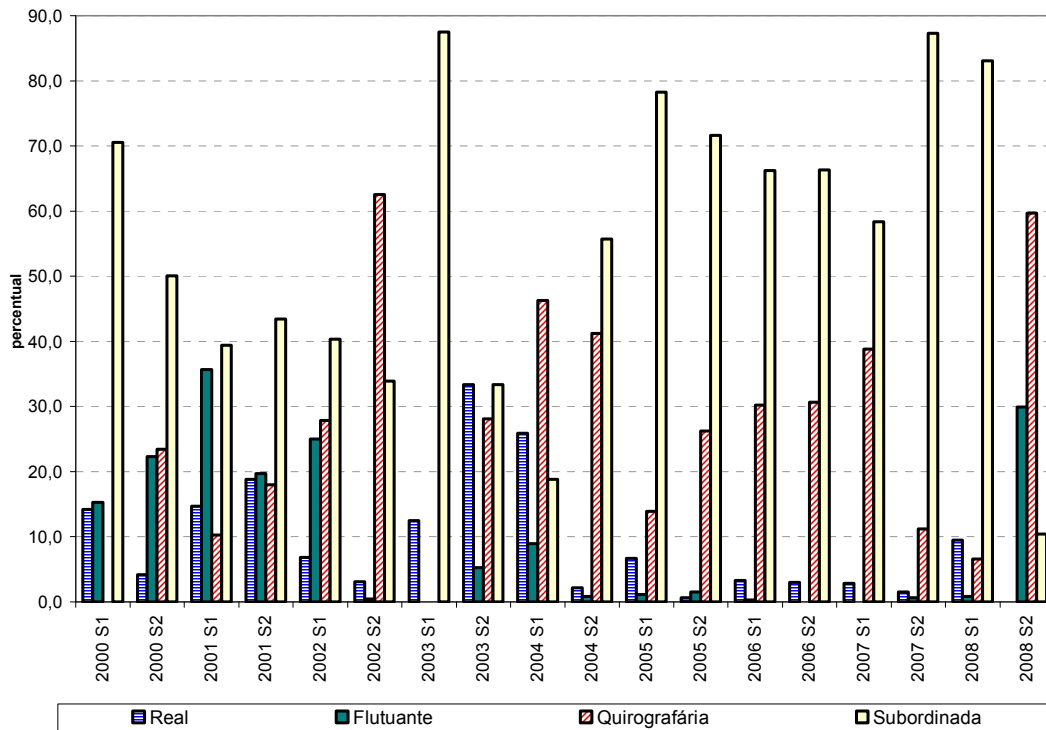
Gráfico III.8 - Volume de Emissão de Debêntures (R\$ bilhões em dez/2008)



Fonte: Sistema Nacional de Debêntures. Elaboração própria.

Quanto ao tipo de garantia, há uma clara predominância de debêntures com menor garantia, em particular as debêntures subordinadas e as quirográficas. As primeiras oferecem preferência tão somente sobre o crédito dos acionistas, enquanto que as segundas não oferecem privilégio algum sobre o ativo da empresa. Tais preferências parecem expressar o fato de que como o mercado de debêntures é operado por um conjunto pequeno de empresas de capital aberto de boa reputação no mercado não há necessidade de maiores garantias, como no caso de garantia flutuante ou garantia real. O uso de tais garantias implicaria que o demandante teria que aceitar um prêmio de risco menor na remuneração de tais papéis.

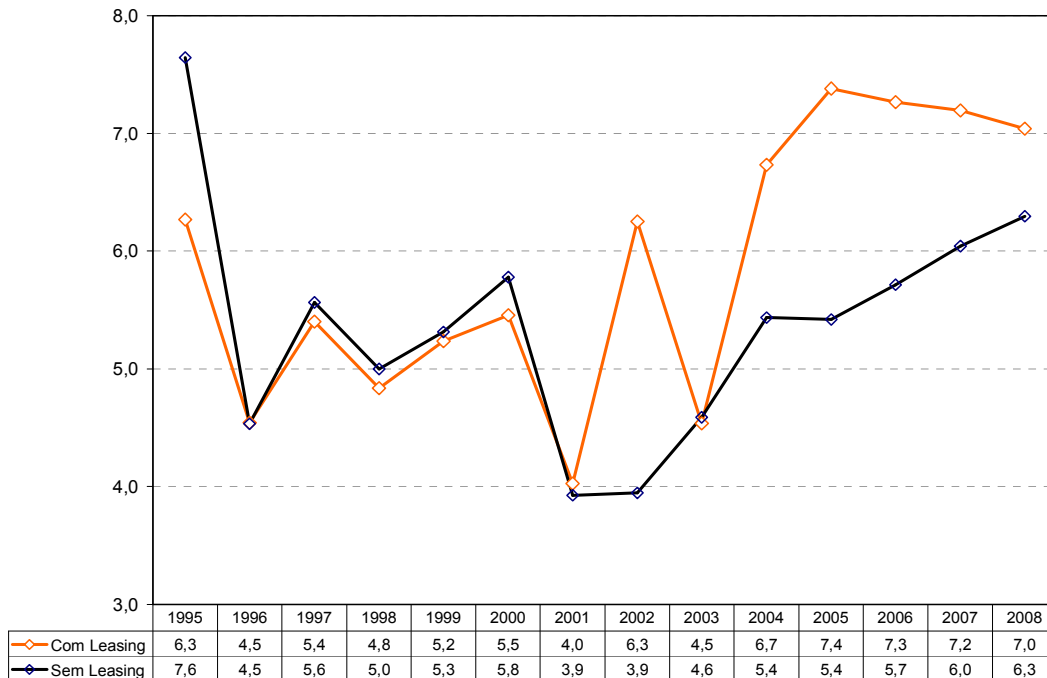
Gráfico III.9 - Debêntures por Tipo de Garantia (% do total)



Fonte: Sistema Nacional de Debêntures.

No que tange ao prazo médio de emissão de debêntures, ocorre uma acentuada melhoria a partir de 2004, passando de um prazo de cerca de 5 anos para mais de 7 anos, sendo tal crescimento um pouco mais modesto quando se considera apenas as debêntures não-leasing.

Gráfico III.10 - Prazo Médio de Emissão de Debêntures (ano)

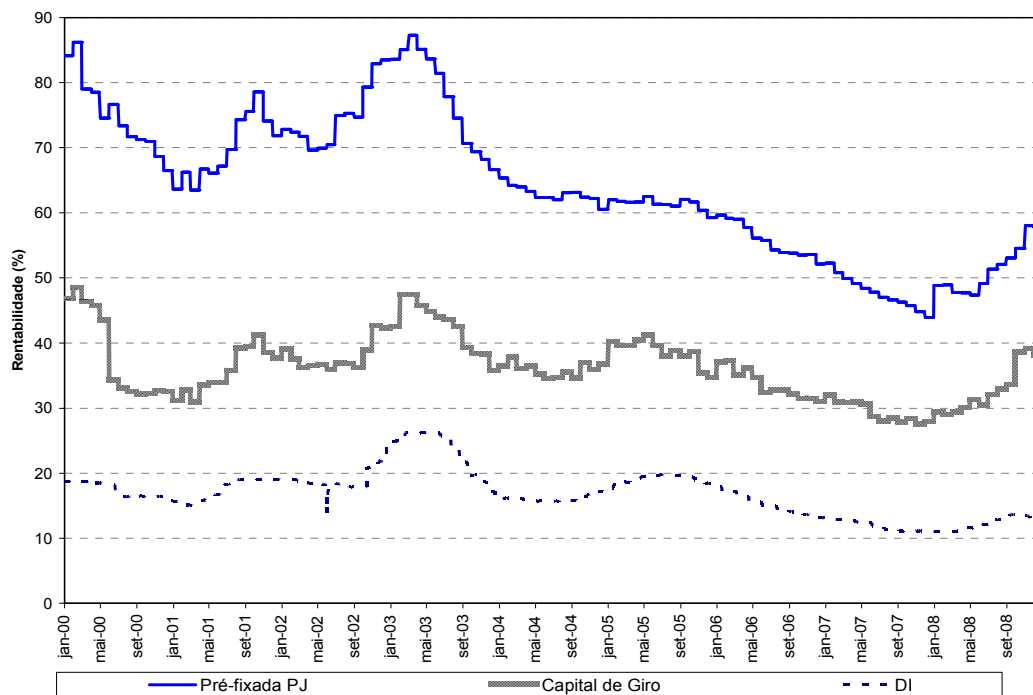


Fonte: Sistema Nacional de Debêntures. Elaboração própria.

Quando se compara a taxa DI, que remunera a maior parte das debêntures¹¹ e FIDCs emitidas, com a taxa de empréstimos cobrada no financiamento de capital de giro das empresas observa-se um diferencial significativo, superior a 15 pontos percentuais (gráfico III.11). Isto evidencia que o custo do financiamento na emissão de debêntures é bem menor do que o custo do crédito bancário. Contudo, deve-se considerar que o mercado de debêntures é acessível apenas a empresas de capital aberto e que o custo de emissão (“road shows”, custos de corretagem para o banco coordenador da emissão e ao agente fiduciário, etc.) é relativamente elevado, o que requer uma “escala mínima” de emissão para diluir tais custos. Ademais, o crédito bancário é bem mais ágil para obtenção dos recursos e o montante pode ser melhor moldado as necessidades do demandante.

Gráfico III.11 - Taxa de Juros para Pessoa Jurídica (%)

¹¹ O percentual de debêntures indexadas a taxa DI, que é permitida a partir de 1999, é de mais de 65% a partir de 2000, atingindo mais de 90% das debêntures emitidas a partir de 2005.



Fonte: Banco Central do Brasil.

Considera-se ainda que a demanda por debêntures é limitada por sua falta de liquidez, pela quase inexistência de um mercado secundário organizado., que estimularia a demanda por papéis da maturidade mais longa. Como poder ser visto na Tabela III.7 o mercado secundário de debêntures é bem modesto quando comparado ao mercado de ações. De modo a compensar a baixa liquidez desses papéis, os emissores de debêntures são impelidos a emitir papéis com prazos ainda poucos dilatados.

Tabela III.7 - Participação no Mercado Secundário (%)

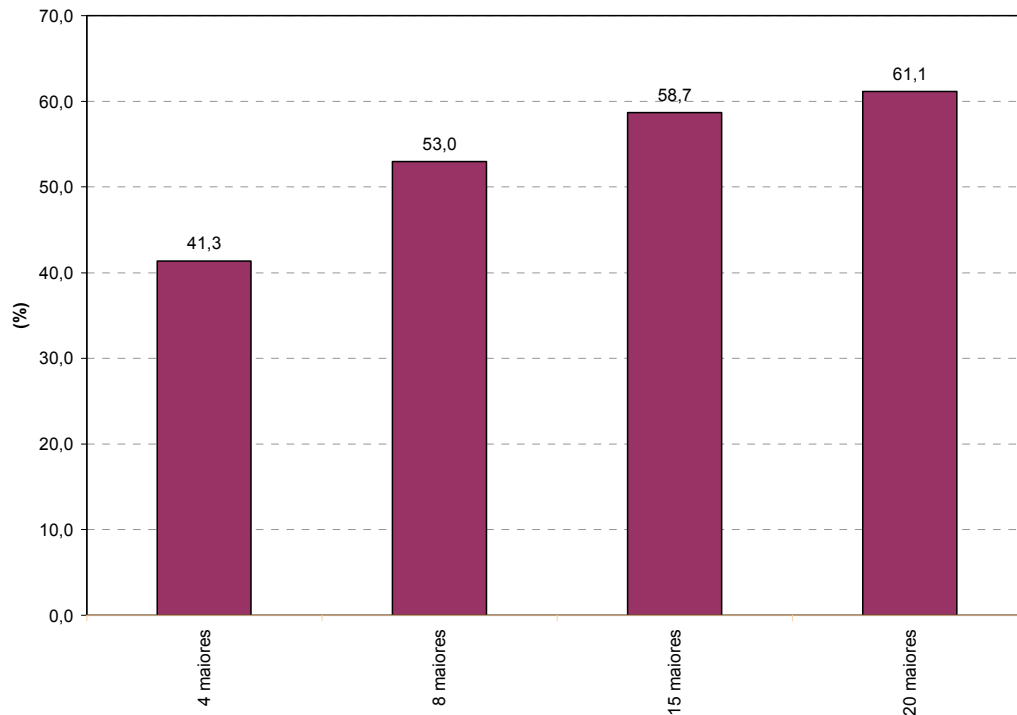
	SND	%	BovespaFix	%	Ações	%	Total
1995	55.294,8	20,2	0,00	0,0	217.767,02	79,8	273.061,77
1996	191.278,7	38,7	0,00	0,0	302.815,62	61,3	494.094,33
1997	94.697,6	12,3	0,00	0,0	672.396,73	87,7	767.094,37
1998	20.723,1	3,6	0,00	0,0	553.732,18	96,4	574.455,25
1999	30.236,4	7,0	0,00	0,0	404.791,89	93,0	435.028,32
2000	28.845,9	6,5	0,00	0,0	416.310,50	93,5	445.156,41
2001	34.381,1	10,4	79,65	0,0	296.820,09	89,6	331.280,80
2002	36.920,0	13,2	568,99	0,2	241.452,23	86,6	278.941,27
2003	33.584,1	10,4	557,53	0,2	288.604,12	89,4	322.745,72
2004	18.242,4	4,4	1.769,16	0,4	392.356,53	95,1	412.368,07

2005	23.443,1	4,6	396,20	0,1	490.340,37	95,4	514.179,71
2006	17.793,2	2,4	133,22	0,0	718.809,26	97,6	736.735,71
2007	31.140,9	2,2	151,22	0,0	1.362.285,88	97,8	1.393.577,99
2008	66.365,5	4,5	106,97	0,0	1.414.581,30	95,5	1.481.053,76

Fonte: CVM. Elaboração própria.

Vários problemas têm sido apontados para explicar a inibição do mercado secundário de debêntures, entre eles cabem destacar: a baixa padronização das debêntures, o que faz com que sua baixa substitutibilidade dificulte a devida precificação desses papéis; existência de relativamente pouco emissores de debêntures - como pode ser visto no gráfico III.12 os 8 maiores emissores responderam por 53% do valor das emissões em 2004/2008; distribuição desses papéis geralmente concentrada em poucos investidores de grande porte - fundos de investimento e fundos de pensão.

Gráfico III.12 - Maiores Emissores de Debêntures: 2004/2008 (% do total)

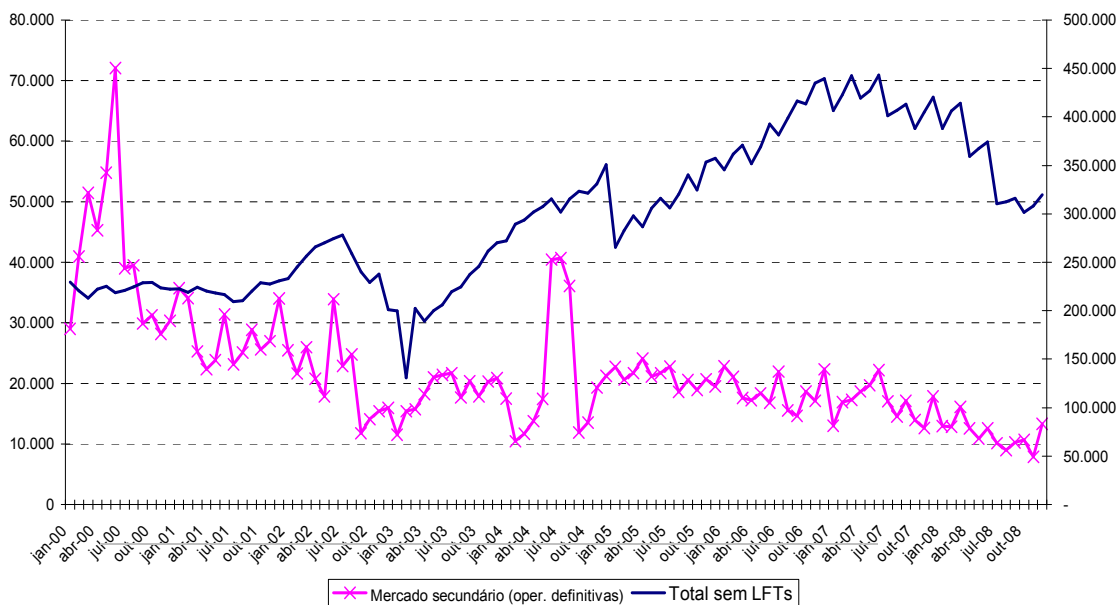


Fonte: Sistema Nacional de Debêntures. Elaboração própria.

Moura (2006, p.250) aponta um ponto adicional relacionado as LFTs: a pouca variabilidade do preço desses papéis desestimula sua negociação no mercado secundário, dificultando a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros. O giro das LFTs no

mercado secundário são inferiores ao das LTNs, que por terem seu preço variável de acordo com as mudanças nas taxas de juros são mais adequados para serem negociados no mercado de revenda de títulos. Este ponto é importante para nossa discussão, uma vez que o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos estimula, *ceteris paribus*, o desenvolvimento do mercado de títulos privados. Moura (2006, p.252) conclui que as LFTs substituem e tornam redundante a existência de um vigoroso mercado secundário. O gráfico III.13 mostra a evolução do total negociado no mercado secundário de títulos públicos (operações definitivas) e o volume de títulos públicos federais excetuando as LFTs no período 2000 a 2008. Como já destacado a partir de meados de 2003 há uma redução no estoque das LFTs e crescimento dos títulos prefixados e, em menor grau, dos títulos indexados a inflação. O que o gráfico sugere é que tal mudança não teve maiores efeitos sobre o mercado secundário de títulos públicos, como seria de se esperar a partir da argumentação de Moura (2006). Tal relação, portanto, deve ser melhor aprofundada.

Gráfico III.13 - Mercado Secundário de Títulos Públicos e Estoque de Títulos Públicos sem LFTs
 (R\$ milhões de dez/2008)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

III.2.4. Análise da Evolução Recente do Mercado de Títulos de Dívida Privada

Durante o período de 2004-08 a economia brasileira experimentou uma fase de crescimento econômico com estabilidade monetária, o que, juntamente com outros fatores

como o aperfeiçoamento no marco regulatório¹², provocou um forte impulso no mercado brasileiro de títulos de dívida privada. A redução na taxa de juros nominal a partir de meados de 2005 contribuiu para o crescimento do MTD privada, considerando que boa parte desses títulos, em particular debêntures e FIDC, são indexados a taxa DI. Além disto, observa-se uma menor volatilidade em algumas das variáveis macroeconômicas fundamentais no balizamento das expectativas empresariais, em particular a taxa de juros e taxa de câmbio (gráfico III.3), além de uma melhoria na composição na dívida pública a partir de 2006. Esta última pode ter atuado no sentido de alterar as condições de avaliação de risco-retorno no portfólio dos demandantes de títulos, que passam a privilegiar, ainda que gradualmente, aplicações em títulos mais rentáveis, ainda que de maior risco.

O período começa com o primeiro e o segundo trimestre de 2004 com um nível de emissões da ordem de R\$ 4 bilhões de reais (em valores de dezembro de 2008), conforme a tabela III.8. Neste período as empresas aproveitaram o ambiente favorável para alterar a composição de suas dívidas, trocando dívidas em dólar por dívidas em reais e alongando os prazos das mesmas. Isto fez com que as debêntures, no primeiro trimestre de 2004, representassem 60,2% do total das emissões privadas, conforme mostra a tabela III.9. Nos terceiro e quarto trimestre de 2004, as incertezas em relação à taxa de juros norte-americana levou as empresas, principalmente as não exportadoras, a privilegiar as captações no mercado doméstico via debêntures. Além disso, estas empresas encontraram uma demanda crescente por parte dos investidores institucionais que, diante de perspectivas de juros menores naquele ano, favoreceu ao aumento das debêntures nas carteiras dos fundos. Outra forma de captação doméstica que se favoreceu deste ambiente foram os FIDCs que no quarto trimestre de 2004 apresentou em valores de dezembro de 2008 mais de R\$ 3 bilhões em emissões (tabela III.8), e representou 27,4% do total de emissões privadas (tabela III.9).

Os instrumentos de captação que se destacaram no ano de 2005 foram as debêntures e os securitizados - FIDCs e CRIs. No caso das debêntures o setor de leasing fez as emissões de debêntures darem um salto R\$ 10 bilhões no primeiro trimestre, R\$ 18 bilhões no segundo, R\$ 9 bilhões no terceiro e R\$ 12 bilhões no quarto trimestre, representando, respectivamente, 84,7%, 71,1%, 62,7% e 55,8% do total (vide tabelas 8 e 9). O financiamento de veículos, com 70%, respondeu pela maior parte destes volumes enquanto que as máquinas e equipamentos responderam por 19%. Já os FIDCs e os CRIs foram impulsionados pela maior demanda dos investidores institucionais. Com a tendência de queda das taxas juros, os investidores institucionais (fundos de investimento e fundos de pensão) buscaram diversificar suas

¹² Ver, a respeito, a seção III.4.5.

carteiras com títulos privados que, por serem mais rentáveis que os títulos públicos, preservaram parte da rentabilidade reduzida pela queda da remuneração dos títulos públicos, que compõem grande parte da carteira dos investidores institucionais. A captação de FIDC foi mais expressiva no segundo e quarto trimestre com R\$ 3,5 e 4,6 bilhões, respectivamente, representando 13,7% e 21% do total, enquanto que o CRI teve seu melhor desempenho, desde a sua criação, no quarto trimestre de 2005 com R\$1,8 bilhão, representando 8,3% do total.

Tabela III.8 - Emissões dos Títulos e Valores Mobiliários (R\$ milhões de dez/2008)*

	Ações	Debêntures	Quotas de FII	Notas promissórias	CRI	Quotas de FIDC	Quotas de FIP's	Outros	Total
2004 T1	0	2391	28	56	34	1427	0	39	3975
2004 T2	1532	492	266	0	147	841	1234	77	4588
2004 T3	2421	6113	1	254	145	981	278	352	10544
2004 T4	1712	3221	64	2460	186	3235	299	631	11808
2005 T1	182	10584	7	392	526	669	122	9	12490
2005 T2	1269	18324	0	719	7	3523	1872	50	25764
2005 T3	2348	9129	7	1025	201	1598	122	126	14556
2005 T4	1658	12167	29	1053	1813	4585	436	63	21805
2006 T1	3721	5679	0	1080	307	2499	53	11	13349
2006 T2	2200	7883	0	449	70	2564	1617	10	14794
2006 T3	6877	41122	1	2848	525	3461	1249	86	56171
2006 T4	4206	27561	84	1884	369	6591	2720	65	43481
2007 T1	7553	656	46	1678	305	1508	5811	130	17688
2007 T2	10646	4907	204	1529	307	5048	2959	18	25618
2007 T3	9351	28087	193	6259	225	1199	9454	408	55176
2007 T4	10117	18890	647	1620	152	3527	6847	343	42142
2008 T1	22	34406	120	2257	293	1426	6025	66	44615
2008 T2	12540	850	10	8110	149	3692	5332	35	30718
2008 T3	19364	3811	395	5918	181	3844	3402	397	37311
2008 T4	442	553	1	9895	324	1385	5672	326	18597
2004	5666	12218	359	2770	511	6484	1811	1098	30916
2005	5458	50204	43	3189	2547	10375	2551	248	74616
2006	17005	82245	85	6262	1270	15116	5639	173	127794
2007	37667	52540	1091	11086	989	11282	25071	899	140624
2008	32368	39619	526	26180	947	10348	20431	823	131242

Fonte: CVM. Elaboração própria.

Nota: (*) Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado.

O ano de 2006 foi novamente especial para debêntures, FIDCs e CRIs, sendo que nos dois últimos trimestres deste ano as emissões de títulos privados foram muito expressivas. Impulsionados, em parte, pelos mesmos fatores de 2005, as debêntures alcançaram marcas de R\$ 41 bilhões no terceiro trimestre, representando, 73,2% do total de emissões de títulos e valores mobiliários corporativos. Os FIDCs tiveram impulso também por parte da demanda dos fundos de pensão, já que estes fundos promoveram uma rodada de atualização de suas premissas atuariais se adaptando à mudança na exigência mínima da tábua atuarial AT 83. Os fundos de investimentos, por sua vez, adquiriram cotas de FIDC com parte dos recursos que receberam das saídas das carteiras de DI. Os bancos de pequeno e médio porte utilizaram os CRIs para se capitalizarem sem a necessidade de ceder seus créditos diretamente aos bancos de grande porte. Além disso, a expectativa do grau de investimento aumentou do interesse dos investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro. O financiamento de veículos foi um dos grandes geradores recebíveis para as ofertas de FIDCs neste ano.

No ano de 2007 os dois primeiros trimestres não foram bons para emissões de debêntures, ocasião em que as empresas aproveitaram a oportunidade de emitir ações em um momento de valorização destes ativos, preferindo assim emitir ações ao invés de debêntures. Contudo nos dois últimos trimestre deste ano as emissões de debêntures voltam a reagir representando 50,9% e 44,8% do total. No ano de 2007, apesar da queda do volume em relação ao ano anterior, a oferta de FIDCs - tal como os CRI no ano anterior - foi utilizada para obtenção de recursos por parte dos bancos pequenos e médios, em ano de forte expansão do crédito bancário¹³.

Tabela III.9 - Participação das Emissões dos Títulos e Valores Mobiliários (%)

	Ações	Debêntures	Quotas de FII	Notas promissórias	CRI	Quotas de FIDC	Quotas de FIP's	Outros	Total
2004 T1	0,0	60,2	0,7	1,4	0,9	35,9	0,0	1,0	100,0
2004 T2	33,4	10,7	5,8	0,0	3,2	18,3	26,9	1,7	100,0
2004 T3	23,0	58,0	0,0	2,4	1,4	9,3	2,6	3,3	100,0
2004 T4	14,5	27,3	0,5	20,8	1,6	27,4	2,5	5,3	100,0
2005 T1	1,5	84,7	0,1	3,1	4,2	5,4	1,0	0,1	100,0

¹³ Conforme o 1º Relatório Parcial, a intermediação financeira representou 40,5% das emissões para atividade econômica de cedente em 2007.

2005 T2	4,9	71,1	0,0	2,8	0,0	13,7	7,3	0,2	100,0
2005 T3	16,1	62,7	0,0	7,0	1,4	11,0	0,8	0,9	100,0
2005 T4	7,6	55,8	0,1	4,8	8,3	21,0	2,0	0,3	100,0
2006 T1	27,9	42,5	0,0	8,1	2,3	18,7	0,4	0,1	100,0
2006 T2	14,9	53,3	0,0	3,0	0,5	17,3	10,9	0,1	100,0
2006 T3	12,2	73,2	0,0	5,1	0,9	6,2	2,2	0,2	100,0
2006 T4	9,7	63,4	0,2	4,3	0,8	15,2	6,3	0,2	100,0
2007 T1	42,7	3,7	0,3	9,5	1,7	8,5	32,9	0,7	100,0
2007 T2	41,6	19,2	0,8	6,0	1,2	19,7	11,6	0,1	100,0
2007 T3	16,9	50,9	0,3	11,3	0,4	2,2	17,1	0,7	100,0
2007 T4	24,0	44,8	1,5	3,8	0,4	8,4	16,2	0,8	100,0
2008 T1	0,0	77,1	0,3	5,1	0,7	3,2	13,5	0,1	100,0
2008 T2	40,8	2,8	0,0	26,4	0,5	12,0	17,4	0,1	100,0
2008 T3	51,9	10,2	1,1	15,9	0,5	10,3	9,1	1,1	100,0
2008 T4	2,4	3,0	0,0	53,2	1,7	7,4	30,5	1,8	100,0
2004	18,3	39,5	1,2	9,0	1,7	21,0	5,9	3,6	100,0
2005	7,3	67,3	0,1	4,3	3,4	13,9	3,4	0,3	100,0
2006	13,3	64,4	0,1	4,9	1,0	11,8	4,4	0,1	100,0
2007	26,8	37,4	0,8	7,9	0,7	8,0	17,8	0,6	100,0
2008	24,7	30,2	0,4	19,9	0,7	7,9	15,6	0,6	100,0

Fonte: CVM. Elaboração própria.

O ano de 2008 começou bem para a emissão de debêntures: o primeiro trimestre as emissões somam R\$ 34 bilhões, representando 77,1% do total das emissões de títulos e valores mobiliários privados. A grande maioria corresponde às emissões de empresas de leasing, que abastecem os bancos (que não podem emitir debêntures) do mesmo conglomerado que buscavam recursos para ofertar mais crédito no mercado. Porém, a incidência do compulsório sobre os recursos repassados pelas empresas de leasing às instituições financeiras fez refluir bruscamente as emissões de debêntures por parte dessas empresas. Com redução da liquidez internacional devido ao aumento da aversão ao risco provocado pela crise do subprime, os CDBs aumentaram fortemente a concorrência com as debêntures pela poupança doméstica, sendo que os bancos chegaram a pagar mais de 107% do CDI para captar com CDB. Além disso, a elevação da taxa SELIC no primeiro semestre de 2008 exigiu retornos maiores das debêntures. A partir daí os investidores passaram a exigir altas taxas e prazos curtos. Tudo isso fez com que as emissões de debêntures caíssem drasticamente a partir do segundo trimestre de 2008, com participação de 2,8% , 10,2 % e 3% do total de emissões privadas nos três trimestres subsequentes. A contração desses papéis foi parcialmente compensada pela emissão de notas promissórias a partir do segundo trimestre

de 2008, perfazendo 26,4% do total de emissões de títulos privados neste trimestre, e 15,9% e 53,2% no terceiro e quarto trimestre de 2008.

O momento de crescimento econômico combinado com as boas condições no mercado financeiro internacional também proporcionou as condições para que empresas brasileiras aproveitassem o excesso de liquidez internacional, ainda que de forma relativamente modesta conforme já destacado. Essas emissões externas chegam a atingir, no total, US\$ 10 bilhões no primeiro trimestre de 2007 (tabela III.10), quando começam os efeitos iniciais da crise do subprime. Os “Bonus de longo prazo” chegam mesmo a zerar a partir de terceiro trimestre de 2007, as “Notas e Commercial paper de longo prazo” a partir do segundo trimestre de 2008 e os títulos de renda fixa de curto prazo caem fortemente a partir do primeiro trimestre de 2008.

Tabela III. 10 - Títulos de Empresas Brasileiras Emitidos no Exterior*
 (US\$ milhões)

Discriminação	Ações de cias brasileiras	Bônus de LP	Notes e commercial papers de LP	Títulos de renda fixa CP	Total de emissões
2004 T1	264	1.600	2.087	129	4.080
2004 T2	248	750	647	58	1.703
2004 T3	357	2.078	613	1.118	4.166
2004 T4	703	1.500	1.738	58	3.999
2005 T1	485	2.902	1.007	200	4.593
2005 T2	255	1.600	2.014	647	4.516
2005 T3	475	6.987	1.486	187	9.135
2005 T4	486	1.000	2.830	400	4.716
2006 T1	1.156	1.862	4.183	1.153	8.354
2006 T2	1.130	198	1.321	653	3.302
2006 T3	197	1.368	2.424	1.525	5.514
2006 T4	293	2.147	2.316	753	5.509
2007 T1	1.280	1.575	4.255	3.162	10.272
2007 T2	523	1.308	4.075	2.075	7.981
2007 T3	547	-	4.426	2.296	7.269
2007 T4	492	-	2.678	3.329	6.500
2008 T1	260	-	3.037	490	3.788
2008 T2	346	525	1.694	714	3.278
2008 T3	4.085	11	1.381	1.509	6.987
2008 T4	151	-	1.170	844	2.166

Fonte: Banco Central do Brasil.

OBS: (*) Dados de 2009 referem-se somente ao 1o semestre.

III.2.5 Aspectos Regulatórios do Mercado de Dívida Privada¹⁴

Nessa seção são analisados os elementos micro-regulatórios que impactam o mercado de valores mobiliários emitidos pelas empresas brasileiras, tendo como foco o período a partir de 1994. No entanto, observa-se que os elementos centrais das legislações sobre o tema foram constituídos em décadas passadas e, dessa forma, tem-se a necessidade de resgatá-los para a construção do arcabouço jurídico. Adicionalmente, a conjuntura macroeconômica impõe severas restrições à ampliação desse mercado, inclusive sobre à micro-regulação, devendo, dessa forma ser brevemente tratada no início dessa discussão.

Até meados da década de 90, a emissão de títulos de dívida privada teve um papel marginal no financiamento das empresas brasileiras. O ambiente macroeconômico da década de 80, caracterizado pelo baixo crescimento econômico e alta inflação, foi determinante para que esse mercado tivesse um desenvolvimento incipiente, tendo sido mais expressivo nesse período o mercado de ações. Os quatro primeiros anos da década de 90, também foram marcados por elevada inflação e planos de estabilização, particularmente o Plano Collor. Tal cenário postergou para a segunda metade da década de 90, a possibilidade de financiamento das empresas através desse mecanismo.

Na década de sessenta surgem às bases da regulação do mercado de dívida mobiliária, com a Lei nº 4.595/64 da reforma do Sistema Financeiro Nacional - SFN que cria o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, cuja atribuição de regulação do mercado de valores mobiliários coube até meados da década de 70. Nesse mesmo período, tem-se o Decreto nº 57.663, de 24 de janeiro de 1966, ato normativo cujo objetivo foi à adoção de uma lei uniforme sobre letras de câmbio e notas promissórias.

Em 1976, através da Lei nº 6.385/76, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários - CVM que passou a desempenhar a função de supervisão e regulamentação do mercado de capitais. Com a implantação desta, toda distribuição pública passou a ter uma série de exigências, que envolviam desde a publicação de folhetos e prospectos até a obrigatoriedade de registrá-la na CVM. No mesmo período, a Lei¹⁵ 6.404/76 consolida a legislação das

¹⁴ Esta seção está baseada em Andima (2008 e 2009), Bentivegna e Lukower (2007) e Carvalhal e Leal (2008), além de súmulas da Andima.

¹⁵ Essa legislação estabeleceu que as emissões de títulos sem garantias estivessem limitadas em termos de valor, ao tamanho do seu patrimônio líquido. As emissões com garantias reais podem representar 80% do valor do ativo

sociedades anônimas, que conjuntamente com a Lei nº 6.385/76, representa o marco legal¹⁶ para a emissão de títulos de dívida privada no Brasil.

Em 1986 as instituições financeiras e o Banco Central criam a Câmara de Custódia e Liquidação - CETIP, posteriormente, a Lei nº 10.214/01 do Sistema de Pagamentos Brasileiros - SPB que permitiu interligar não apenas as Instituições Financeiras - IF e o BCB como também estes com os agentes da economia real, sendo esse relevante para o sistema de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários, e para isto transformou a CETIP em uma câmara de compensação e liquidação. Esta efetua hoje a custódia escritural de ativos e contratos além de registrar operações realizadas no mercado de balcão, processar a liquidação financeira e oferecer ao mercado uma Plataforma Eletrônica para a realização de diversos tipos de operações *online*, tais como leilões e negociação de títulos públicos, privados e valores mobiliários de renda fixa, se tornando assim na principal instituição de registro das operações de títulos mobiliários no país, tanto no mercado primário quando no mercado secundário.

Os instrumentos de Letras de Cambio e das Notas Promissórias tiveram como ato normativo o Decreto nº 57.663, de 24 de janeiro de 1966, posteriormente alterada no artigo 8º da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e mais recentemente pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1.723, de 27 de junho de 1990 e a instrução CVM nº 134 de 1990. Nestas duas últimas, que servem como as principais referências, são definidos os elementos centrais acerca da emissão e distribuição pública desses valores mobiliários. Ademais, alterações relativas aos prazos de lançamento¹⁷ foram introduzidas pela Instrução CVM nº 292, de 15 de outubro de 1998. Esta Instrução definiu que o prazo de vencimento das notas promissórias, contado a partir da data da emissão de trinta dias, no mínimo, e cento e oitenta dias, no máximo, quando emitidas por companhia fechada; e trinta dias, no mínimo, e trezentos e sessenta dias, no máximo, na hipótese de emissão por companhia aberta. As Instruções da CVM nº 155 de agosto de 1991 e a nº 429, de 22 de março de 2006, definiram os aspectos relativos ao registro de emissão pública pela CVM a publicação do anúncio de início da Oferta e a disponibilização das presentes informações resumidas sobre a emissão de notas promissórias.

Em relação às debêntures, destacou-se, a instrução da CVM nº 28/83, que estabeleceu o papel do agente fiduciário nas operações de colocação de debêntures, cuja função passou a

dado como garantia, a garantias flutuantes limitadas a 70% do valor dos ativos da empresa deduzido os valores de dívidas utilizados como garantias reais.

¹⁶ As leis nº 6.385 e 6.404 de 1976, posteriormente, foram modificadas pelas leis 9.457 de 1997 e 10.303 de 2001.

ser a de proteger os interesses dos detentores desses títulos, informando-lhes sobre os fatos relevantes e notificando o emissor quando do não cumprimento das obrigações. A decisão-conjunta BC/CVM nº 7, de 23/9/99, que revogou a Decisão-Conjunta BC/CVM nº 3/96, fez modificações importantes no que diz respeito a remuneração de debêntures, as principais alterações pelo lado da demanda foram: i) redução do prazo mínimo para vencimento ou período de repactuação para debêntures remuneradas pela TR - Taxa Referencial, de quatro meses para um mês, e pela TBF - Taxa Básica Financeira, de quatro para dois meses; ii) no caso das debêntures remuneradas por taxa de juros flutuante, eliminação do prazo mínimo de 120 dias para vencimento ou período de repactuação e do prazo mínimo de 30 dias para o intervalo de reajuste da referida taxa; eliminação do prazo mínimo de 30 dias para pagamento dos rendimentos das debêntures; iii) eliminação do prazo mínimo de quatro meses, contados da data da emissão da debênture, para pagamento de prêmio; iv) inclusão de previsão de que o prêmio das debêntures tenha como base a variação da receita ou do lucro da companhia emissora; v) inclusão de previsão de que as condições previstas naquela norma não se aplicam às debêntures que assegurem como remuneração, exclusivamente, participação no lucro da companhia emissora. Enquanto que pelo lado da oferta as principais modificações foram: i) extinção da vedação à emissão de debêntures por sociedades de arrendamento mercantil e por companhias hipotecárias com base em taxa flutuante; ii) extinção da vedação à emissão de debêntures pelas demais sociedades com base na TR - Taxa Referencial.

Alterações significativas no marco regulatório para emissão de títulos de dívida privada vieram com a Lei 10.303 de outubro de 2001, que alterou tanto a Lei nº 6.385/76, quanto a Lei nº 6.404/76. As alterações mais importantes pelo lado da oferta foram: i) a possibilidade desse valor mobiliário assumir apenas a forma escritural, sem emissão da cártula, sendo mantida, porém, a possibilidade de ser objeto de depósito com emissão de certificado; ii) a permissão para que o seu valor seja corrigido, além dos parâmetros anteriormente estabelecidos, também por outros referenciais não expressamente vedados em lei; iii) a faculdade concedida ao conselho de administração para deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, e para a assembléia geral delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições e a oportunidade da emissão; iv) alteração do registro competente para a inscrição da escritura de emissão, que passou a ser o registro do comércio e não mais o registro de imóveis. Pelo lado da demanda foram: i) o estabelecimento da opção do debenturista de receber o pagamento do principal e acessórios em moeda ou em bens; ii) a redução, de 90 para 60 dias,

do prazo máximo para notificação dos debenturistas pelo agente fiduciário no caso de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.

Merece destaque, também, no marco regulatório do mercado de títulos de dívida privada a Instrução nº 400 de dezembro de 2003. Esta Instrução revoga as Instruções nº 13 de 1980 e a nº 88 de 1988 e reúne as regras de registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Seus principais destaques foram:

i) Alterar o prazo de análise de 30 dias consecutivos para 20 dias úteis contados do protocolo, o prazo para a CVM analisar e se manifestar sobre o pedido de registro, que será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM.

ii) Criar o Programa de Distribuição, que poderá ser arquivado na CVM pelas companhias abertas que já tenham distribuído valores mobiliários, com o objetivo de, no futuro, efetuar ofertas públicas de distribuição dos valores mobiliários nele mencionados. O Programa de Distribuição que terá prazo máximo de dois anos, contado do seu arquivamento na CVM, sendo que o Prospecto e as demais informações a ele relacionadas deverão ser atualizados no prazo máximo de um ano. Após o arquivamento do Programa de Distribuição, o ofertante e a instituição líder poderão requerer o registro de distribuição de valores mobiliários mediante a apresentação de um Suplemento ao Prospecto.

iii) Estabelecer entre as condições para o deferimento do registro, a possibilidade de ser aumentada em até 20%, a critério do ofertante e sem a necessidade de novo pedido, a quantidade de valores mobiliários a serem distribuídos¹⁸.

iv) Determinar que as ofertas públicas deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas. No caso das debêntures, o ofertante poderá estabelecer que o preço e a taxa de juros sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, através do processo de *bookbuilding*¹⁹.

v) Estabelecer o direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados a todos os investidores que tenham aceitado a oferta, em caso de cancelamento, e a todos os investidores que tenham revogado sua aceitação, em caso de suspensão.

¹⁸ Procedimento também conhecido como *green shoe*.

¹⁹ O *bookbuilding* consiste da obtenção das intenções de compra, respectivas quantidades e preços, de forma a que os colocadores da emissão de títulos possam determinar o preço ao qual esta deve ser colocada. É um mecanismo onde, durante um período de tempo pré-estabelecido, são recebidas as ordens dos investidores, particulares e institucionais. Neste processo podem ser estabelecidos preços mínimos e máximos.

vi) Estabelecer que, se a procura pelos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justificar, o ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, prevendo a possibilidade de ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público até um montante predeterminado, que deverá constar, obrigatoriamente, do Prospecto e não poderá ultrapassar 15% da quantidade inicialmente ofertada.

vii) Dispor que, havendo alteração substancial posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, a CVM poderá acolher pleito de modificação ou revogação da oferta. A revogação torna ineficazes a oferta e os atos de aceitação anteriores ou posteriores, devendo ser restituídos integralmente aos aceitantes os valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados.

vii) Estabelecer que, caso a totalidade dos valores mobiliários ofertados seja, até a data de publicação do Anúncio de Início de Distribuição, colocada junto aos investidores através de coleta de intenções de investimento, será admitida a substituição deste anúncio pela publicação apenas de Anúncio de Distribuição e Encerramento.

vii) Definir que o ato societário que deliberar sobre a oferta pública deverá dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários previstos para a oferta pública.

viii) Estabelecer os casos em que o pedido de registro deverá ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora.

ix) Dispor que o relacionamento entre o ofertante e as instituições intermediárias (que também poderão se organizar sob a forma de consórcio) deverá ser formalizado mediante contrato de distribuição de valores mobiliários, de acordo com as cláusulas constantes do Anexo VI da Instrução. Cabe à instituição líder, entre suas diversas atribuições, guardar por cinco anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto. xi) Estabelecer a obrigatoriedade da entrega de exemplar do Prospecto Definitivo ou Preliminar (sem revisão da CVM) ao investidor, contendo todos os dados da oferta e da companhia emissora, admitindo-se seu envio ou obtenção por meio eletrônico. O Prospecto definitivo deverá estar disponível na internet na data de início da distribuição.

xii) Permitir a consulta para apurar o interesse de uma eventual oferta, devendo esta consulta não exceder 20 investidores. Também é permitida a coleta de intenções de

investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM.

xiii) Estabelecer que a emissora de valores mobiliários a serem distribuídos em oferta pública secundária deverá fornecer ao ofertante as informações e os documentos necessários para a elaboração do Prospecto, devendo a emissora ser ressarcida por todos os custos que incorrer.

Na tentativa de estimular o mercado ao criar um papel cujas características fossem amplamente conhecidas, o que facilitaria sua aceitação e negociação, a CVM, por meio da Instrução CVM nº 404 de fevereiro de 2004, criou as chamadas debêntures padronizadas. Com a emissão de debêntures com procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições a serem adotadas nas escrituras de emissão de debêntures destinadas à negociação em segmento especial de Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado. No entanto, devido ao elevado grau das exigências previstas na norma e sem a devida contrapartida de redução de custos, entre outras razões, nenhuma emissão da chamada debênture padronizada foi registrada desde a edição da norma.

No período mais recente, foi relevante a publicação da Lei nº 11.101 de 2005 em substituição a lei de falências de 1945. Essa, embora tenha promovido avanços, manteve vários princípios contidos em sua versão precedente, destacando-se a manutenção da prioridade dos empregados em relação aos créditos em caso de falência, seguido pelos credores com garantias reais e posteriormente o fisco. Tem-se ainda a não distinção entre os credores e detentores de títulos, além das dívidas de curto e longo prazo. Uma maior proteção para os credores de longo prazo, sejam eles detentores de títulos ou credores bancários, poderia ajudar a desenvolver o mercado de crédito de longo prazo no Brasil.

Os títulos securitizados são mais recentes, datando do final da década de 90 e início da presente década. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI tiveram o seu marco legal, a partir da Lei nº 9.514/97, enquanto que os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios - FIDC foram criados pela resolução nº 2.907/01 do Conselho Monetário Nacional. Tendo como principal objetivo a criação de mecanismos para maior proteção e informação aos investidores a CVM, por meio da Instrução CVM n.º 442 de dezembro 2006, estabeleceu novas regras para os FIDCs:

i) Fixou um prazo para concessão do registro automático de até 5 (cinco) dias úteis contados da data do protocolo, na CVM, dos documentos e informações aplicáveis. Até então, não havia nenhum prazo estabelecido, embora na prática a concessão do registro

automático não costumasse ultrapassar 5 (cinco) dias úteis da data do protocolo da documentação.

ii) Estabeleceu que o comprovante de inscrição do FIDC no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ) é um dos documentos que devem ser apresentados à CVM para fins de concessão do registro automático de funcionamento. Até então, o comprovante podia ser encaminhado à CVM em até 10 (dez) dias após a data da primeira integralização de cotas do FIDC.

iii) Flexibilizou a regra que determina que o custodiante verifique o lastro dos direitos creditórios, na medida em que o custodiante agora poderá optar por realizar tal verificação por amostragem no caso de FIDCs em que haja significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores, desde que tal opção esteja prevista no regulamento do FIDC²⁰.

iii) Introduziu a possibilidade de a própria instituição administradora do FIDC realizar a escrituração de suas cotas, ainda que não seja autorizada pela CVM a prestar a terceiros o serviço de escrituração de valores mobiliários.

iv) Estabeleceu que em se tratando de distribuição pública de cotas de FIDC aberto, que não é necessário o registro prévio da distribuição junto à CVM¹⁰. Em contrapartida, o registro será exigido nos casos em que o regulamento do FIDC em questão estipule prazo de carência para resgate ou para o pagamento do valor de resgate (ou a soma de ambos) superior a 30 dias.

v) Estabeleceu a obrigatoriedade da elaboração de Prospecto para qualquer FIDC, seja aberto ou fechado, sendo que o Prospecto deverá observar o disposto na I-CVM 400/0313, à qual foi introduzido um novo anexo pela I-CVM 442/06. Até o advento da I-CVM 442/06, a I-CVM 356/01 não era clara no tocante à necessidade, ou não, da elaboração de Prospecto de distribuição pública de cotas de FIDCs.

vi) Previu expressamente que a classificação de risco de cotas por agência de classificação de risco especializada será dispensada nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que as cotas sejam destinadas a um único cotista ou “grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável”; o cotista “ou grupo de cotistas vinculados por interesse

²⁰ Desde que previsto no regulamento, o custodiante poderá até mesmo deixar de realizar a verificação nos FIDCs em que haja significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores e o reduzido valor médio dos direitos creditórios não justificar a verificação, ainda que por amostragem. A este respeito, vale observar que caso o custodiante não realize a verificação, a I-CVM 442/06 prevê que o registro do FIDC não será automático (i.e., a CVM observará os prazos previstos na I-CVM 400/03 para a análise do pedido de registro do FIDC).

único e indissociável” assine termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos e da ausência de *rating*; e o regulamento do FIDC preveja que, caso seja alterado a fim de permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, um relatório de *rating* será então apresentado à CVM.

vii) Instituiu um limite de 20% do patrimônio líquido do FIDC para a aquisição de direitos creditórios de um mesmo devedor ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade. Excepcionalmente, este limite de 20% poderá ser elevado nas hipóteses em que o devedor ou coobrigado tenha registro de companhia aberta; seja instituição financeira ou equiparada; ou seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a regulamentação da CVM e com a Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, conforme alterada, e verificadas por auditoria independente. Além disso, em se tratando de sociedades empresariais, estas estariam dispensadas da elaboração e arquivamento na CVM de suas demonstrações financeiras caso as cotas do FIDC tenham como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes de um mesmo grupo econômico e seus respectivos administradores e acionistas controladores (não podendo as cotas serem negociadas em mercado secundário); ou possuam valor unitário igual ou superior a R\$ 1 milhão, e sejam objeto de oferta pública destinada a no máximo 20 (vinte) investidores .

III.2.6. Sumário

1. A análise feita nesta seção é feita a partir de um quadro referencial que considera os efeitos do contexto macroeconômico, do contexto institucional e do contexto regulatório sobre o desenvolvimento do MTD privada no Brasil. Em especial, destaca-se a relação específica entre o mercado de dívida pública e dívida privada. Do ponto de vista teórico, a análise toma como ponto de partida a abordagem teórica de preferência pela liquidez, segundo o qual a demanda dos ativos financeiros não monetários é influenciada fundamentalmente pelo estado de expectativas dos agentes, sob condições de incerteza, que define as condições de retorno (ajustado ao risco) e de liquidez destes ativos. Uma das implicações importantes desta abordagem teórica para análise do MTD é que as condições de oferta de títulos corporativos são, em boa medida, determinadas pela percepção de risco e retorno dos investidores.

2. Do ponto de vista do contexto macroeconômico, as condições de instabilidade macroeconômica de uma economia em *stop-and-go* que caracterizou o país na última e presente década têm afetado o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar o risco de mercado (perda de valor de um título perante

a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência na emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa. Sob essas condições, os investidores mantêm sua preferência pela liquidez aguçada, ao mesmo tempo em que procuram, ao aplicarem em títulos de maturidade mais longa, se prevenir do risco de mercado, demandando para tanto títulos indexados.

3. No que se refere a relação entre dívida pública e dívida privada no Brasil, as evidências mostram que parece não haver complementaridade entre os dois mercados, mas sim a existência de uma concorrência entre os mesmos. As condições vantajosas oferecidas pelos títulos públicos federais indexados a variáveis mais voláteis do mercado - taxa de juros, taxa de câmbio e/ou taxa de inflação - ao mesmo tempo em que oferece ao demandante de título uma proteção contra os riscos de juros, cambial ou de perda inflacionária, lhe proporciona papéis que combinam rentabilidade, liquidez e baixo risco.

4. A existência de títulos indexados a taxa Selic - as chamadas LFTs - acaba por contaminar a emissão primária de títulos de dívida privada com a lógica de overnight, inibindo o desenvolvimento do MTD privada no Brasil. Isto porque tais títulos têm duration zero, o que permite aos investidores se reposicionarem quase que imediatamente frente a mudanças nas taxas de juros, protegendo-os do risco de mercado e concedendo-lhes um hedge contra "choques" de juros. Houve no período recente (pós-2003) uma mudança na composição da dívida pública que permitiu um alongamento na duration média da dívida pública, acompanhando o alongamento do seu prazo médio, mas essa tendência arrefeceu em 2008 no quadro dos impactos da crise financeira internacional.

5. As características das LFTs acabam por contaminar a emissão primária de títulos de dívida privada ao serem um forte concorrente a esses. Neste contexto, para serem emitidos títulos corporativos prefixados de maturidade mais longa, estes teriam que pagar um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face a baixa duration dos títulos públicos) e maior risco de default, o que tornaria muito cara e/ou com maturidade muito curta sua emissão, fato este incompatível com a rentabilidade no negócio de uma firma produtiva. Neste contexto, os emissores de títulos de dívida privada passam a ter duas opções: (i) emissão de títulos de dívida privada prefixados com

alta remuneração e prazo curto (por exemplo, notas promissórias); (ii) emissão de debêntures de remuneração média e prazo médio (assim como FIDC), mas com características relativamente semelhantes as LFT - remuneração vinculada a taxa DI e duration nula, isto é, sem risco de mercado-, mas ainda assim com um prêmio de risco maior do que essas. Neste contexto, a empresa ao emitir títulos indexados a DI (debêntures, FIDC) viabiliza a colocação de papéis corporativos em prazos um pouco mais longos, mas fica com o risco de taxa de juros.

6. Na evolução do MTD privada a partir de 1995, observa-se o caráter pró-cíclico deste mercado. Além da taxa de crescimento do produto, este mercado é bastante influenciado pelo comportamento da taxa de juros, já que esta serve de remuneração para os principais títulos corporativos. A taxa real de juros é uma variável chave para a demanda por financiamento das empresas, seja diretamente por afetar o custo do dinheiro, seja indiretamente por influenciar o próprio processo de crescimento econômico. O “boom” do mercado de debêntures, ocorrido em 2004-2007, foi em parte determinado pelo cenário econômico favorável (incluindo uma redução na taxa de juros), e em parte pelo uso das debêntures, via leasing, para obtenção de funding para crédito a veículos para os conglomerados financeiros. A forte desaceleração neste mercado em 2008 se deve a um conjunto de fatores, que inclui a instituição de compulsório para empresas de leasing, a elevação na taxa de juros no primeiro semestre, a concorrência das CDBs, a incerteza quanto a crise financeira internacional, entre outros. Neste ano há parcialmente uma substituição de emissão de debêntures por notas promissórias.

7. Esta seção analisou ainda os elementos micro-regulatórios que impactam o mercado de valores mobiliários emitidos pelas empresas brasileiras, tendo como foco o período a partir de 1994. Várias medidas vêm sendo adotadas para estimular o MTD privada, proporcionando mais segurança, ordenamento e transparência do mercado, incluindo, entre outras, extinção a vedação à emissão de debêntures pelas sociedades de arrendamento mercantil, concessão de faculdade ao conselho de administração da empresa de capital aberto para deliberar sobre a emissão de debêntures simples, determinação que as ofertas públicas deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, etc. A criação de instrumentos de securitização - em especial CRI e FIDC - criou novos mecanismos de financiamento das empresas, sendo no caso dos FIDCs voltados em particular para médias empresas e bancos de porte médio.

Anexo III.1

Duration de um título de renda fixa

A *duration* de um título de renda fixa é uma medida do tempo necessário para que o detentor do título possa reaplicar o capital (principal mais juros) aplicado no título a nova taxa de juros praticada no mercado, ou seja, o tempo que o capital retorna ao investidor para que este possa se reposicionar na nova taxa de juros de mercado.

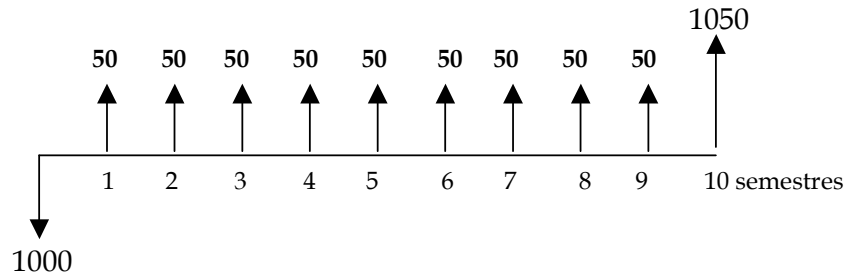
Por exemplo, um título pré-fixado e sem cupom, como é o caso de uma LTN, terá *duration* igual ao seu prazo de vencimento. Um investidor que aplicar R\$ 1.000,00 em um título que paga 10% a.a. com recebimento de principal e juros após o prazo de cinco anos, receberá no vencimento R\$ 1.610,51, quando então poderá reaplicá-los à nova taxa de juros de mercado. Desta forma, o investidor só poderá se reposicionar na taxa de juros após o prazo de cinco anos.



Para o caso do título do exemplo acima pagar cupons de juros semestrais, a *duration* será menor que o prazo do título. Dado que o investidor receberá valores antes do vencimento do título (cinco anos), estes valores recebidos antes do vencimento (R\$ 50,00 reais a cada semestre) podem ser reaplicados a nova taxa de juros de mercado, antes do prazo de cinco anos, ou seja, o tempo necessário para o investidor se reposicionar na taxa de juros será menor que o prazo do título, que é de cinco anos. Desta forma, a *duration* representa uma média ponderada do tempo em que se espera receber os juros mais o principal de uma operação. Segundo Van Horne, a equação da *duration* é:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \left[\frac{FC_t}{(1+R)^t} * t \right]}{\sum_{t=1}^n \left[\frac{FC_t}{(1+R)^t} \right]}$$

Para o exemplo, a *duration* será de quatro anos, enquanto o seu prazo é de cinco anos.



Para um título pós-fixado indexado a Selic, a *duration* será de um dia, ou *duration* zero, dado que o título remunera o valor aplicado pela taxa de juros de cada dia, é como se o investidor estivesse a cada dia (durante todo o prazo do título) reaplicando o principal e o juro ganho à nova taxa de juros de mercado.

III.3.EVOLUÇÃO E ANÁLISE DO MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA, PÚBLICA E PRIVADA, DE ALGUNS PAÍSES SELECIONADOS²¹

III.3.1. Introdução

O mercado de títulos de dívida, tanto público quanto privado, tem crescido significativamente em nível internacional desde o início dos anos 1990: conforme mostra a Tabela III.11, abaixo, em 1990 o valor total do estoque de títulos de dívida da economia mundial era da ordem de US\$ 18,0 trilhões, ao passo que em 2008 o estoque total dos referidos títulos atingiu um montante de US\$ 83,5 trilhões, representando um crescimento, em termos nominal, da ordem de 365,0% entre 1990 e 2008. Em relação ao PIB mundial, o mercado de títulos de dívida representava, em 1990, cerca de 80,0% e em 2008 representou aproximadamente 140,0% (Tabela A.2, em anexo).

Tabela III.11 - Valor do estoque de títulos de dívida pública e privada, em US\$ bilhões*

Ano/País	Alemanha	Reino Unido	Estados Unidos	China	Coréia do Sul	Argentina	Brasil	Chile	Total Mundial
1990	1.003,9	541,6	7.334,3	24,8	126,4	10,9	1,3	10,6	17.969,7
1991	1.143,2	566,9	7.966,0	26,7	150,8	11,7	2,8	14,4	19.655,5
1992	1.271,7	523,7	8.537,9	30,0	181,0	17,2	23,0	17,8	20.477,6
1993	1.417,4	601,6	9.173,9	36,7	211,6	55,1	88,0	19,1	22.174,8
1994	1.749,9	718,7	9.777,0	43,0	248,6	68,6	223,3	25,4	25.124,0
1995	2.027,7	824,1	10.513,8	58,4	300,8	69,8	294,0	29,3	27.445,5
1996	2.028,5	1.001,5	11.366,6	74,2	325,2	83,9	371,2	35,4	28.803,2
1997	1.909,3	1.068,6	12.213,0	98,1	202,7	102,3	429,3	41,4	28.787,1
1998	2.243,5	1.178,3	13.415,1	140,5	358,5	115,8	472,7	39,5	32.130,0
1999	2.178,8	1.342,5	14.761,6	172,9	412,8	126,8	374,9	40,4	34.879,1
2000	2.201,8	1.396,8	15.571,6	215,1	424,7	138,3	398,8	42,6	35.666,8
2001	2.138,9	1.426,8	16.967,9	250,8	483,4	130,8	400,1	44,1	37.294,7
2002	2.687,3	1.706,0	18.294,3	353,4	581,6	125,5	297,0	46,0	42.666,2
2003	3.426,2	2.128,6	19.791,2	460,3	629,4	143,3	395,9	54,1	50.546,5
2004	3.908,5	2.754,2	21.526,1	637,9	793,3	145,4	467,7	57,0	57.678,3
2005	3.533,3	2.902,9	23.219,9	916,0	891,4	133,8	631,2	57,9	59.293,8
2006	4.098,6	3.734,6	25.543,5	1.199,0	1.072,1	141,4	773,8	53,4	68.154,1
2007	4.824,5	4.516,5	28.069,0	1.707,8	1.182,1	146,2	1.034,7	56,3	78.918,5
2008	4.741,2	4.661,1	29.896,6	2.232,0	967,4	124,5	932,6	53,8	83.529,6

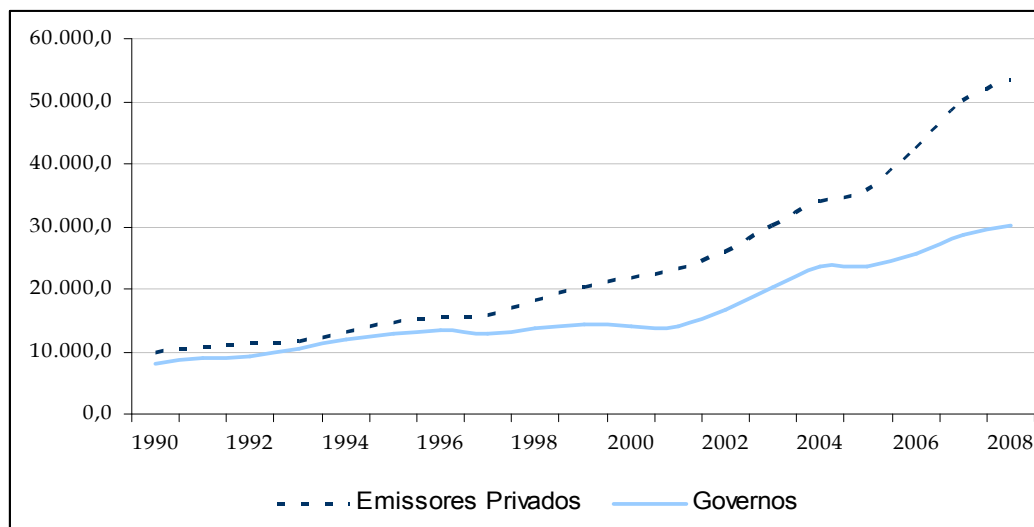
²¹ Lucas Schifino, bolsista de Iniciação Científica do CNPq/UFRGS, coletou as informações estatísticas e elaborou os gráficos e tabelas do texto.

Nota: (*) Dívida doméstica e internacional emitida por residentes e não-residentes, conforme classificação do *Bank for International Settlements* (BIS). Os valores são a preços correntes.
Fonte: BIS (2009).

Ademais, duas considerações fazem-se necessárias acerca do crescimento do mercado de títulos de dívida nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Por um lado, esse crescimento, principalmente em anos recentes, tem sido mais dinâmico em países em desenvolvimento, especialmente os asiáticos, do que em países desenvolvidos, apesar do mercado de títulos de dívida nos países em desenvolvimento ser muito menor comparativamente ao do mercado de títulos de dívida dos países desenvolvidos²². Por outro, a discriminação dos títulos de dívida entre público e privado mostra que nos países em desenvolvimento predominam as emissões de títulos públicos, ao passo que nos países desenvolvidos prevalecem as emissões de títulos privados.

Os Gráfico III.14, Gráfico III.15 e Gráfico III.16, que se seguem, apresentam a evolução dos estoques dos títulos públicos e privados em nível mundial e de um conjunto de países, tanto desenvolvidos quanto em desenvolvimento, entre 1990 e 2008.

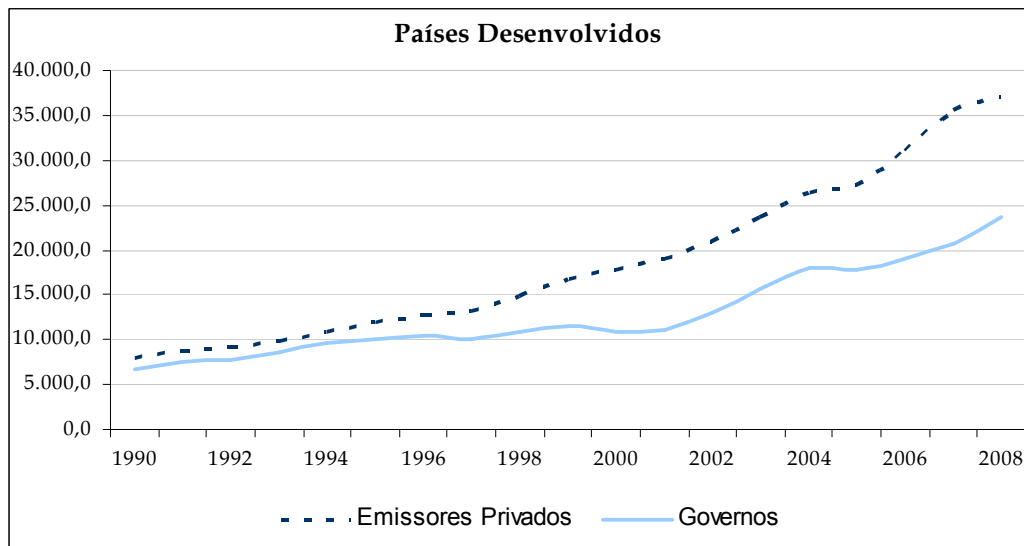
Gráfico III.14 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da economia mundial, em US\$ bilhões



Fonte: BIS (2009).

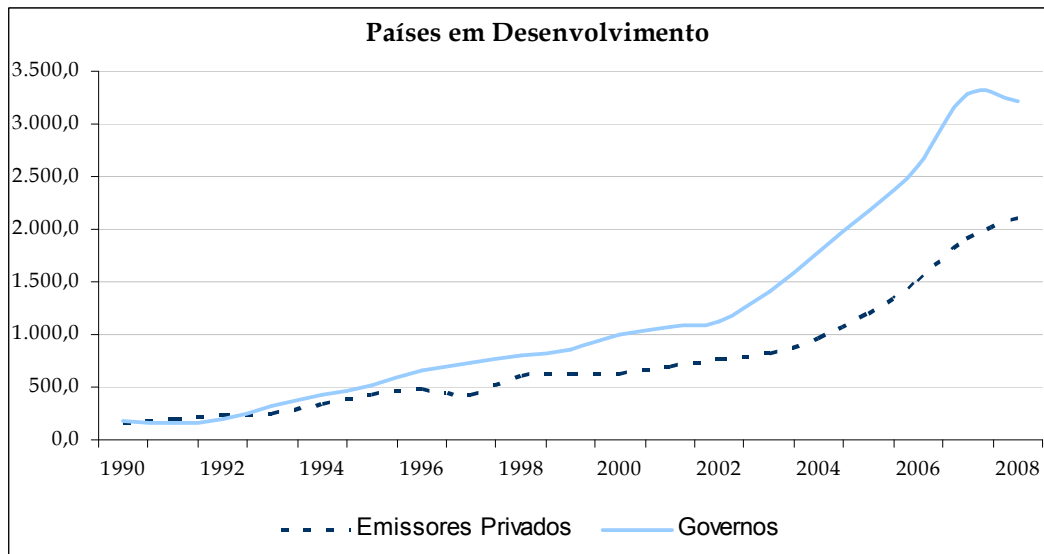
²² Tendo como base a Tabela III.11, se percebe que a dinâmica de crescimento do mercado de títulos de dívida, no período 1990-2008, é mais acentuada nos países em desenvolvimento: enquanto as taxas de variação da China, da Coreia do Sul, da Argentina e do Chile foram, respectivamente, da ordem de 8.900,0%, 670,0%, 1.040,0% e 410,0%, as taxas de variação do estoque de títulos de dívida da Alemanha, do Reino Unido e dos Estados Unidos foram, aproximada e respectivamente, 370,0%, 760,0% e 310,0%. Deve-se ressaltar que a amostra dos países em desenvolvimento é superior às dos países desenvolvidos.

Gráfico III.15 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, dos países desenvolvidos, em US\$ bilhões*



Nota: (*) Países desenvolvidos: Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido.
Fonte: BIS (2009).

Gráfico III.16- Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, dos países em desenvolvimento, em US\$ bilhões*



Nota: (*) Países em desenvolvimento: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coréia do Sul, Índia, México e Rússia. Os instrumentos de dívida, para 1990 e 1991, não incluem Brasil e Rússia, bem como para 1993 não incluem a Rússia, devido à indisponibilidade de dados.
Fonte: BIS (2009).

Como se percebe pelo Gráfico III.14, até a metade dos anos 1990, as participações dos títulos públicos e privados no estoque total do mercado mundial de dívida eram

relativamente semelhantes, ao passo que a partir da segunda metade dos anos 1990, em especial após 2005, ocorreu um descolamento entre as referidas participações, sendo que a emissão de títulos privados foi muito mais expressiva. Por sua vez, os Gráfico III.15 e Gráfico III.16 mostram que as emissões de títulos públicos são mais representativas nos países em desenvolvimento do que nos países desenvolvidos, em que predominam as emissões de títulos privados.

O objetivo do presente texto consiste em analisar a evolução do mercado de títulos de dívida de alguns países selecionados²³, entre 1990 e 2008, período caracterizado tanto por mudanças estruturais no sistema financeiro mundial quanto por dinâmicas de crescimentos econômicos mundiais estável, em especial entre 2003 e 2007, e instável, metade dos anos 1990 e em 2008, a partir da crise do *subprime*. Para tanto, além dessa breve introdução, o texto está dividido mais quatro seções. Na seção seguinte, é analisada a *performance* do mercado de títulos de dívida dos Estados Unidos, da Alemanha e do Reino Unido. Em seguida, a análise é centrada no mercado de títulos de dívida da China e da Coreia do Sul. Na seção 4, a análise é direcionada para o mercado de títulos de dívida da Argentina e do Chile. Por fim, na última seção, são apresentadas as conclusões e algumas considerações propositivas.

III.3.2. O mercado de títulos de dívida em países desenvolvidos: as experiências dos Estados Unidos, da Alemanha e do Reino Unido

III.3.2.1 . Estados Unidos

Desde os anos 1980 o processo contínuo de liberalização financeira, de livre mobilidade dos capitais e de desregulamentação dos mercados, em um contexto de taxas de câmbio flexíveis, tem transformado os mercados financeiros, resultando na criação e expansão das inovações financeiras, que são caracterizadas pelo princípio da securitização²⁴. Tal transformação, conhecida por globalização financeira²⁵, tem sido capitaneada, em grande parte, pelas instituições financeiras norte-americanas, pois, segundo Braga e Cintra (2004: 261), “[e]nquanto as inovações foram transformando o sistema financeiro, os legisladores e

²³ A escolha dos países teve os seguintes critérios: (i) países desenvolvidos e países em desenvolvimento; (ii) entre os países desenvolvidos as opções foram os Estados Unidos, por serem o país com uma longa experiência em mercado de títulos de dívida e terem o maior volume de títulos de dívida em relação ao resto do mundo, e a Alemanha e o Reino Unido, por fazerem parte da União Monetária Européia; e (iii) entre os países em desenvolvimento foram selecionados dois países asiáticos, China e Coreia do Sul, e dois países da América do Sul, Argentina e Chile.

²⁴ Securitização diz respeito aos títulos financeiros que são amplamente negociáveis e demandados por investidores institucionais, devido aos seus atributos de mobilidade, liquidez e cobertura de risco.

²⁵ Uma análise macroeconômica sobre o processo de globalização financeira e seus impactos sobre a economia mundial pode ser encontrada em Ferrari Filho e Paula (2004).

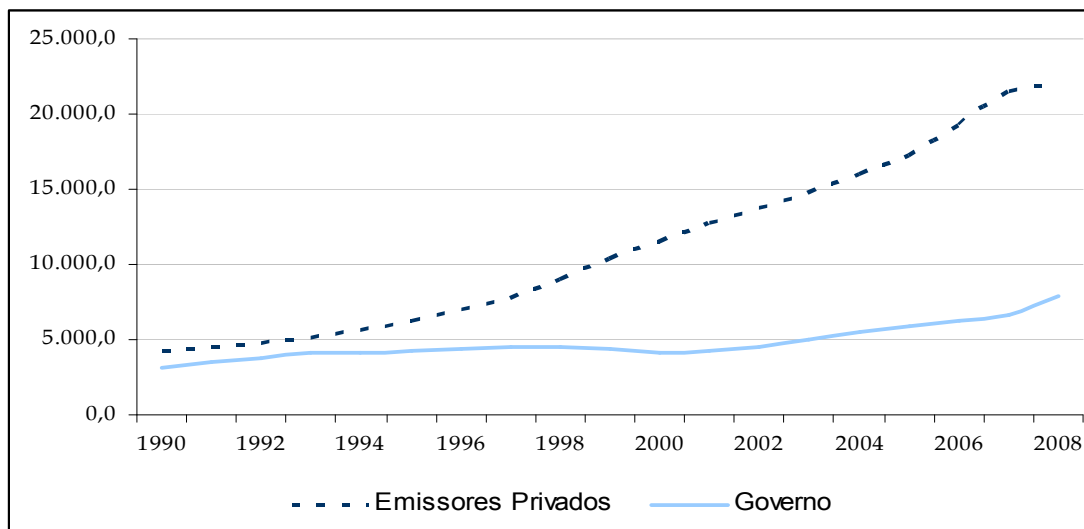
órgãos reguladores foram dismantelando os controles quantitativos que constituíam uma das principais características do sistema financeiro americano”. Dentre as principais mudanças institucionais ocorridas no sistema financeiro dos Estados Unidos, Braga e Cintra (2004: 294-295) apontam as seguintes:

- Em relação aos bancos, nos anos 1980 houve (i) a eliminação dos tetos sobre as taxas de juros nas instituições depositárias, (ii) a expansão de poder das *thrift institutions*, (iii) a autorização de contas de depósitos remunerados e (iv) a recapitalização do fundo de seguro das instituições de poupança, ao passo que nos anos 1990 (i) o *Federal Depositary Insurance Corporation* monitorou e resolveu a crise das instituições financeiras e (ii) as *banking holding companies* se expandiram substancialmente, incorporando em sua estrutura, por exemplo, companhias de seguro e bancos de investimento;
- No que diz respeito às *securities*, em 1982 foi criada uma regra que permitiu as empresas registrarem uma determinada quantidade de ações e títulos para venda na *Securities and Exchange Commission* - órgão regulador do mercado financeiro norte-americano -, em um período indeterminado no futuro, bem como nos anos 1990 foram permitidas a liberalização e a expansão da liquidez dos mercados de títulos de dívida privada;
- Em relação às companhias de seguro, em 1999 o *The Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act* permitiu que as referidas companhias fossem incorporadas, conjuntamente com as *securities firms*, à estrutura dos *bank holding companies*.

Essas mudanças institucionais, não somente removeram grande parte dos instrumentos que contribuíram para a estabilidade do sistema financeiro norte-americano durante o período de Bretton Woods, bem como possibilitaram um elevado grau de alavancagem das empresas e instituições financeiras, principalmente através dos recursos disponibilizados pelos investidores institucionais, diversificados em fundos de pensão, companhias de seguro e fundos de investimento, dentre outros.

O Gráfico III.17, a seguir, apresenta a evolução do valor do estoque do mercado de títulos de dívida dos Estados Unidos, entre 1990 e 2008.

Gráfico III.17 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, dos Estados Unidos, em US\$ bilhões



Fonte: BIS (2009).

Pelo referido Gráfico, se percebe que entre 1990 e 2008 houve uma significativa mudança na composição do mercado de títulos de dívida da economia norte-americana: por um lado, em 1990 os títulos governamentais emitidos alcançaram um montante da ordem de US\$ 3,1 trilhões e em 2008 eles atingiram um valor ao redor de US\$ 7,9 trilhões –isto é, um crescimento em torno de 150,0%; por outro, a emissão de títulos privados passou de cerca de US\$ 4,2 trilhões, em 1990, para, aproximadamente, US\$ 22,0 trilhões, em 2008, representando uma variação da ordem de 420,0%.

Em termos de investidores institucionais, conforme informações estatísticas do *Federal Reserve Bank* (FED, 2009), em 1990 os fundos de pensão, as companhias de seguros e os fundos de investimento atingiram, respectivamente, as seguintes participações no volume total de títulos de dívida: 22,2%, 18,0% e 8,3%. Em 2008, por sua vez, as participações dos fundos de pensão, das companhias de seguro e dos fundos de investimento no mercado de títulos de dívida foram da ordem de 15,4%, 15,1% e 18,2%, respectivamente.

Quais fatores influenciaram o descolamento entre as emissões de títulos públicos e privados de dívida a partir da metade dos anos 1990? Em outras palavras, por que as emissões de títulos privados foram mais dinâmicas nos últimos quinze anos? Por um lado, a expansão das emissões de dívida privada deveu-se a aspectos micro-institucionais, tais como (i) a melhora na avaliação e classificação de risco de crédito por parte das Agências de Classificação de Risco, (ii) a reorientação estratégica dos bancos, transferindo seus riscos de

crédito para os investidores institucionais, (iii) a redução dos marcos regulatórios e (iv) o desenvolvimento de novas tecnologias financeiras (Dymski, 2007; Braga e Cintra, 2004). Por outro, o cenário macroeconômico foi favorável, seja porque, entre 1995 e 1998 e, principalmente, após 2002, os Estados Unidos cresceram robustamente, seja porque os crescentes déficits em conta corrente da economia norte-americana foram financiados por influxos de capitais, tanto de europeus quanto, predominantemente, de asiáticos, expandindo, assim, oferta de investidores institucionais²⁶.

Ademais, não é demais salientar que a forte tendência ao processo de financeirização da economia norte-americana fez com que os agentes econômicos, de forma geral, se endividassem consideravelmente, visto que, conforme escrevem Coutinho e Belluzzo (2004: 60), “empresas, bancos e (...) famílias - através de investidores institucionais - passaram a subordinar as suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo ‘enriquecimento’ financeiro”. Palley (2007: 3, itálicos adicionados), por sua vez, argumenta que a financeirização, além de “(1) elevate the significance of the financial sector relative to the real sector, (2) transfer income from the real sector to the financial sector, and (3) contribute to increased the income inequality ... also ... *increased financial fragility*”.

Explorando um pouco mais o Gráfico III.17, se observa que, entre a segunda metade dos anos 1990 e 2007, as taxas de crescimento do volume de estoque dos títulos de dívida dos Estados Unidos foram crescentes, enquanto em 2008 houve uma ligeira inflexão da taxa de crescimento dos referidos títulos, o que, provavelmente, pode ser explicada pelos desdobramentos da crise do *subprime* no mercado financeiro norte-americano²⁷.

A referida evolução do volume de estoque do mercado norte-americano de títulos de dívida entre 1990 e 2007, confirma o ponto de vista de Palley (*Ibid.*: 6) de que “[t]he defining feature of financialization in the U.S. has been an increase in the volume of debt”.

III.3.2.2. Alemanha e Reino Unido

Contrariamente aos Estados Unidos, em que, desde os anos 1980, o mercado de títulos de dívida já era bem desenvolvido, na Europa Ocidental o referido mercado se desenvolveu relativamente tarde no sistema financeiro, devido, por um lado, ao fato do mercado de crédito ser muito dependente do sistema bancário e, em especial, das grandes

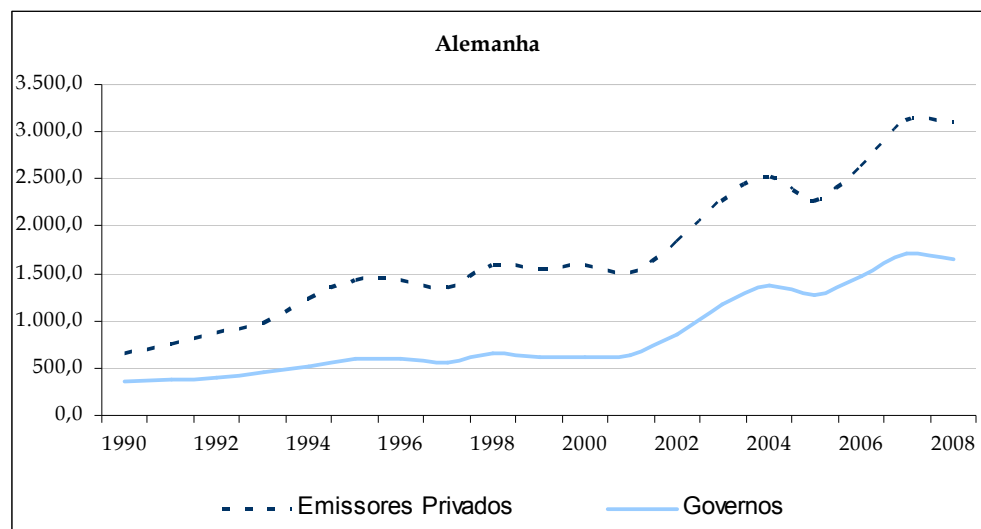
²⁶ Entre 1998 e 2001, os Estados Unidos passaram por algumas instabilidades econômicas decorrentes da bancarrota do *long-term capital management*, final de 1998, e do estouro da bolha da Nasdaq, início de 2001.

²⁷ Sobre uma análise teórica, origens e consequências da crise do *subprime*, veja AKB (2008).

instituições financeiras, e, por outro, à ausência de alguns pré-requisitos micro-institucionais para facilitar a organização e proliferação dos mercados de títulos de dívida, tais como legislação consistente sobre marcos regulatórios, mecanismos transparentes de informações e regras contra falência. Ademais, pode-se afirmar que a expansão mais acentuada do mercado europeu de títulos de dívida ocorreu, fundamentalmente, com a implantação da União Monetária Européia (UME) e, por conseguinte, a introdução do *euro*²⁸.

Os gráficos, a seguir, mostram a evolução do mercado de títulos de dívida, discriminados em público e privado, da Alemanha e do Reino Unido, entre 1990 e 2008.

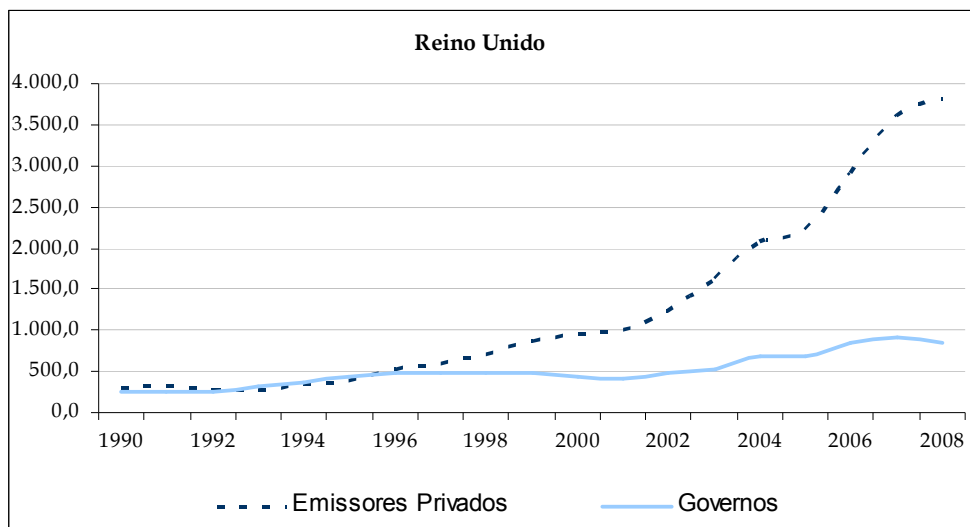
Gráfico III.18 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da Alemanha, em US\$ bilhões



Fonte: BIS (2009).

²⁸ Apesar de ter ocorrido um crescimento expressivo do mercado europeu de títulos de dívida pós-UME, não é demais ressaltar que ele ainda é muito pequeno, quando comparado com o mercado de títulos de dívida dos Estados Unidos.

Gráfico III.19: Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, do Reino Unido, em US\$ bilhões



Fonte: BIS (2009).

Tanto o Gráfico III.18 quanto o Gráfico III.19 não deixam dúvida de que, a partir da UME, o estoque de títulos de dívida, pública e privada, se eleva significativamente na Alemanha e no Reino Unido, sendo que de forma mais acentuada nesse último país.

Por que a UME é um marco importante para a expansão do mercado de títulos de dívida? Conforme Nierop (2006), existem inúmeras razões, tais como:

- A criação do Banco Central Europeu (BCE) e do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), em 1998, resultou na integração e estabilidade do sistema financeiro;
- O surgimento de legislações e marcos regulatórios para as *securities* (i) evitou supostos “abusos” de mercado, (ii) assegurou transparência das informações e (iii) protegeu os investidores em caso de insolvência dos intermediários financeiros;
- A introdução do *euro* eliminou o risco de incerteza cambial e, por conseguinte, os inerentes custos relacionados à volatilidade da taxa de câmbio.

Em suma, a estrutura institucional criada através da integração dos mercados financeiros e da criação do BCE e do SEBC contribuíram para o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida, ao passo que as legislações e os marcos regulatórios criados e a adoção do *euro* como moeda de curso legal fortaleceram o referido mercado.

Dentre as razões acima explicitadas, Eichengreen (2006: 5) entende que, sem dúvida alguma, “the elimination of currency risk by the creation of euro strongly stimulated the development of regional bond markets”, pois anteriormente à introdução do *euro* os

rendimentos dos títulos de dívida variavam consideravelmente devido ao risco cambial. Indo nessa direção, o autor conclui que, à luz da experiência da UME, “is monetary unification to reconcile the desire for exchange rate stability with the reality of capital account convertibility, along with stronger financial market institutions and regulation to prevent overborrowing and avoid unnecessary credit risk” (*Ibid.*: 6).

Voltando à evolução dos mercados alemão e britânico de títulos de dívida, Gráfico II.18 e Gráfico II.19, respectivamente, pode se constatar o seguinte:

- Nos anos 1990, o estoque de títulos públicos da Alemanha apresentou dois momentos distintos: entre 1990 e 1993 eles cresceram aceleradamente, em especial os privados, e entre 1994 e 1999 o crescimento foi relativamente estável e tímido. A partir do início dos anos 2000, tanto os títulos públicos quanto os títulos privados expandiram-se consideravelmente, apresentando, porém, certa volatilidade em sua trajetória de expansão;
- Em relação ao Reino Unido, no início dos anos 1990, o estoque de títulos de dívida apresentou um crescimento estável e era baixo e a partir de 1997 ele se expandiu substancialmente.

Por que os mercados de títulos de dívida dos referidos países apresentaram tal *performance*? A partir do final dos anos 1990, a explicação parece óbvia: conforme mencionado anteriormente, a introdução do *euro* criou expectativas relacionadas ao desenvolvimento de um mercado corporativo de títulos regionais, sem riscos cambiais e com escala, o que acabou impulsionando os mercados domésticos da Alemanha e do Reino Unido. Por sua vez, no que diz respeito aos anos 1990, mais especificamente na primeira metade, o baixo e estável estoque de títulos de dívida do Reino Unido podem estar associados à crise da libra esterlina, 1992-1993, e suas repercussões sobre o sistema financeiro britânico, ao passo que, em contrapartida, a expansão dos títulos de dívida da Alemanha, em especial os privados, deve ter ocorrido em função do crescimento da oferta de investidores institucionais, que, face às expectativas de crescimento da economia alemã com o processo de unificação da Alemanha, vislumbravam retornos de ganhos de seus investimentos.

Concluindo, uma observação adicional. Segundo Ma, Remolona e Jianxiong (2006) e Nierop (2006), o mercado de títulos de dívida europeu, em especial o de renda fixa, possui as seguintes características: (i) há, contrariamente ao mercado norte-americano, muitos emissores, o que o torna mais pulverizado”; (ii) existem mercados primários em todos os países da zona do *euro*, possibilitando, assim, uma maior integração financeira; (iii) há uma tendência de padronização das “convenções” dos mercados regional e domésticos de títulos

de dívida, em termos de maturidade dos ativos, taxas de retorno e tributação; e (iv) o desenvolvimento de produtos financeiros tem contribuído para a ampliação da integração. Independentemente dessas características, os autores argumentam que para que haja uma integração mais robusta do mercado de títulos de dívida da UME - isto é, os atuais 25 países membros que adotam (ou não) o *euro* como moeda de curso legal - são necessárias melhoras na infraestrutura dos mercados financeiros e do sistema de pagamentos, legislações e marcos regulatórios mais específicos, políticas colaterais e medidas prudenciais para promover a estabilidade financeira.

III.3.3. O mercado de títulos de dívida da China e da Coréia do Sul

A crise cambial-financeira de 1997 no Leste da Ásia fez com a maioria das Autoridades Monetárias (AM) do continente repensasse o papel dos mercados financeiros no desenvolvimento econômico. Antes da crise, o sistema de crédito era muito dependente dos bancos e estes, por sua vez, tinham parte de sua liquidez suprida pelos governos. Nesse cenário, o mercado de títulos de dívida na Ásia era pouco representativo. Desde 1998, todavia, o mercado de títulos de dívida na Ásia passou a se desenvolver consideravelmente, tendo como principais referências Japão, Coréia do Sul, China e Austrália²⁹. Segundo Eichengreen (2006: 4), “[o]ne of the key lessons of the Asian crisis is that it is important to have strong, diversified and well developed domestic financial markets, including by implication bond markets, before liberalizing the capital account”.

O desenvolvimento do mercado asiático de títulos de dívida, tanto primário quanto secundário, ocorreu devido a inúmeros esforços dos governos e das AM, dentre os quais:

- A criação do *Asian Bond Market Initiative* (ABMI)³⁰, cujo objetivo consistiu em criar condições para que os mercados de títulos de dívida sejam mais líquidos e tenham capacidade para absorver a poupança doméstica dos indivíduos, tornando-se, assim, menos dependentes do sistema bancário;
- Introdução de reformas estruturais dos mercados financeiros, tais como aperfeiçoamento dos marcos regulatórios e da classificação de risco, adequação das

²⁹ Conforme informações do BIS (2009), no início dos anos 1990 o mercado asiático de títulos de dívida representava cerca de 23,0% do PIB da região, ao passo que a partir da segunda metade dos anos 2000 ele atingiu cerca de 50,0% do PIB dos países asiático. Jiang e McCauley (2004), por exemplo, mostram que entre 1997 e 2002 o mercado asiático de títulos de dívida, local, dobrou de tamanho.

³⁰ O ABMI é formado pelos seguintes países: Brunei, Camboja, China, Coréia do Sul, Indonésia, Japão, Laos, Malásia, Myanmar, Filipinas, Singapura, Tailândia e Vietnam.

regras contábeis, transparência das informações, mecanismos de provisionamento, legislação tributária e garantias de emissão, entre outras.

Segundo Bichara, Cunha e Lélis (2005), o ABMI foi uma iniciativa concreta para se desenvolver um mercado regional de títulos de dívida, cujas ações se concentraram nas seguintes áreas: (i) emissão de títulos públicos de dívida, com a finalidade de criar *benchmarks* e induzir a emissão de títulos privados; (ii) emissão de títulos de dívida de instituições financeiras governamentais para assegurar *funding* para as empresas; (iii) estímulo à securitização; (iv) emissão de títulos de dívida de instituições multilaterais, de âmbito regional; (v) emissão de títulos de dívida estruturados para facilitar o ingresso de investimento direto externo; e (vi) emissão de títulos de dívida em moedas nacionais.

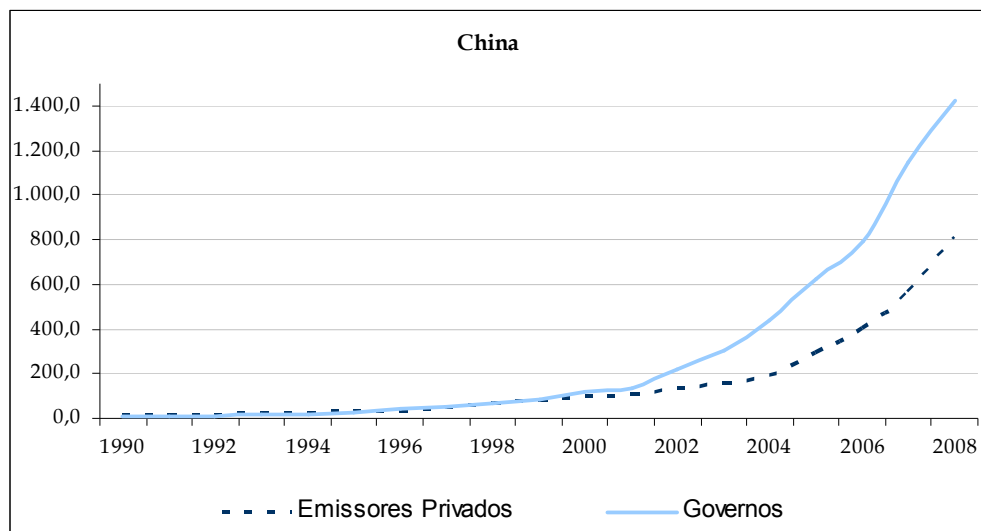
Em suma, parafraseando Eichengreen (2006: p.3), “[t]hese initiatives respond[ed] to the perception that the small size of Asian bond markets ... [was] part of what limits their liquidity, efficiency and growth. To be attractive for investors, a bond market ... [had to] operate at a certain minimum efficient scale”.

III.3.3.1. China

Apesar do robusto crescimento da China nas últimas décadas³¹, o mercado chinês de títulos de dívida não foi um fator determinante para a dinâmica econômica do País, visto que ele, por um lado, é relativamente pequeno e, por outro, tem se desenvolvido mais aceleradamente a partir dos anos 2000. O Gráfico III.20, abaixo, apresenta a evolução do mercado de títulos de dívida da China entre 1990 e 2008.

³¹ Entre 1990 e 2008, o crescimento médio da China foi da ordem de 9,5% ao ano. Ademais, a participação chinesa no volume do comércio mundial passou de 0,8%, no início dos anos 1980, para cerca de 8,0% na segunda metade dos anos 2000. Taxas elaboradas pelo autor a partir das informações obtidas em *Asian Development Bank* (2009).

Gráfico III.20 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da China, em US\$ bilhões



Fonte: BIS (2009).

Pelo referido Gráfico, se percebe que até o início dos anos 2000 os estoques de títulos públicos e privados eram relativamente semelhantes, bem como a taxa de crescimento dos títulos de dívida era ligeiramente estável. A partir de 2002, todavia, as emissões de títulos de dívida cresceram aceleradamente: entre 2002 e 2008, as variações dos estoques de títulos públicos e privados foram, respectivamente, da ordem de 600,0% e 700,0%.

Conforme Xiaochuan (2006), os problemas que ocasionaram o “travamento” do mercado de títulos de dívida na China, até a metade dos anos 1990, foram os seguintes: (i) a alocação das quotas, em termos tanto de valor quanto de participação, dos emissores de títulos era determinada pelo governo central; (ii) inexistência de um sistema de *credit rating* satisfatório, impedindo, assim, que os investidores tivessem uma real percepção de risco dos ativos; (iii) mecanismos de transparência e de informações precários, devido à falta de regras contábeis e à insuficiência de marcos regulatórios; (iv) o fato dos preços dos ativos serem controlados ou administrados revelava riscos para os investidores; (v) as AM requeriam garantias bancárias para emissão de títulos corporativos; (vi) o grau de conhecimento do investidor era limitado; (vii) as regras para os *underwriters* não eram claras; e (viii) a lei de falência não assegurava garantias para o investidor.

A partir do final dos anos 1990, mais especificamente pós-crise cambial-financeira do Leste da Ásia, o governo chinês não mediu esforços para reestruturar o mercado financeiro e, em especial, o mercado de títulos de dívida. Para tanto, houve

uma ligeira liberalização financeira, foram introduzidos mecanismos prudenciais e marcos regulatórios para reduzir os riscos dos investidores e se desenvolveram mecanismos de securitização e de garantias de crédito. Como resultado, o mercado de títulos de dívida passou a crescer - tanto em termos de emissões quanto de capitalização (Gráfico III.19) -, a rotatividade do mercado secundário se tornou uma realidade e o tamanho e a diversificação dos investidores institucionais aumentaram.

Conforme Huaipeng (2006), atualmente o mercado de títulos de dívida da China consiste, fundamentalmente, do mercado de dívida interbancária e do mercado de câmbio. O mercado interbancário foi criado em junho 1997, liderado por investidores institucionais do sistema financeiro. Nesse mercado, a regulação é relativamente baixa e flexível, as instituições são livres para participarem e a *precificação* dos ativos segue a lógica de mercado. Por sua vez, o mercado de dívida cambial, criado no início dos anos 2000, é operado por pequenas e médias empresas e por indivíduos. Ademais, de acordo com Gyntelberg, Ma e Remolona (2006), os emissores de títulos de dívida são essencialmente residentes.

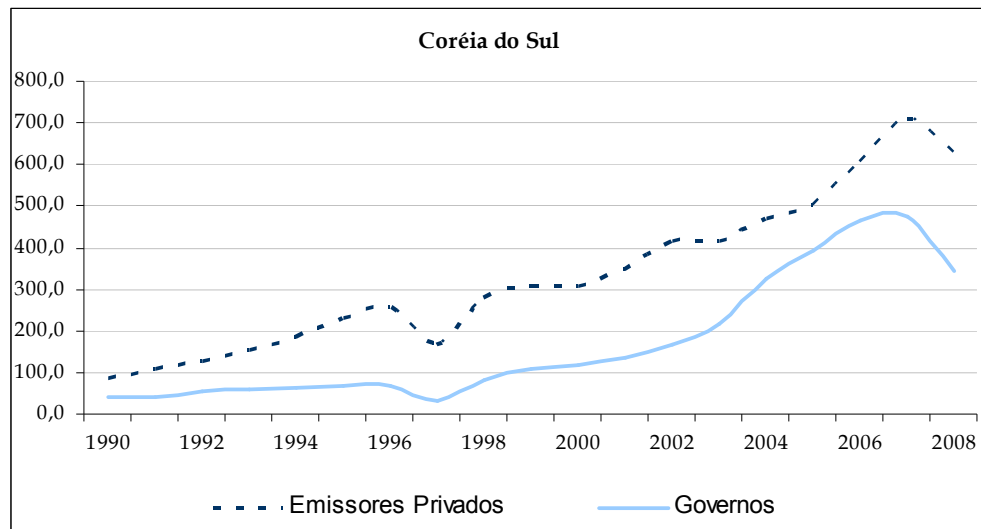
III.3.3.2. Coréia do Sul

O mercado de títulos de dívida da Coréia do Sul é considerado o segundo mais importante mercado da Ásia, atrás somente do Japão. Segundo Lee e Kim (2006), desde a crise do leste asiático³², o mercado local de títulos de dívida tem crescido significativamente, tanto em tamanho de participantes quanto em volume, devido a um conjunto de mudanças estruturais, tais como: (i) o governo elevou o volume de recursos públicos visando à reestruturação financeira e o Banco Central da Coréia do Sul emitiu títulos/dívidas de “estabilização monetária” para absorver uma quantidade expressiva do crescimento acelerado das reservas cambiais, (ii) as empresas foram “obrigadas” a emitir dívidas em função da relutância das instituições financeiras em estender, face à incerteza, os prazos de empréstimos para elas, (iii) foram emitidas uma quantidade expressiva de *Asset-Backed Securities* (ABS) e (iv) reformas micro-institucionais (marcos regulatórios, mecanismos prudenciais, transparência e diversificação das informações etc.), imprescindíveis para reestruturar o mercado financeiro. Segundo Gyntelberg, Ma e Remolona (2006), a principal consequência da reestruturação do mercado de títulos de dívida protagonizada pelo governo foi que os investidores aprenderam a monitorar riscos, preços dos ativos etc..

³² Até a crise de 1997, o mercado de títulos de dívida era caracterizado por um rígido controle do governo, tanto sobre o montante dos títulos emitidos quanto sobre as garantias deles (Gyntelberg, Ma e Remolona, 2006).

O Gráfico III.21, a seguir, apresenta a evolução do mercado de títulos de dívida da Coréia do Sul, entre 1990 e 2008.

Gráfico III.21 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da Coréia do Sul, em US\$ bilhões



Fonte: BIS (2009).

Pelo Gráfico acima, se percebe que, entre 1990 e 2008, os títulos públicos e privados cresceram, em termos nominais, cerca de 600,0% e 530,0%, respectivamente. Ao longo do referido período, houve dois momentos de inflexão do crescimento: em 1997, devido ao colapso do Daewoo Group (Lee e Kim, 2006), e em 2008, em parte decorrente da crise financeira internacional a partir do terceiro trimestre.

Kim e Park (2002), por exemplo, argumentam que o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida da Coréia do Sul esteve relacionado aos seguintes fatores, ao longo das duas últimas décadas:

- Antes da crise cambial-financeira de 1997, o mercado de títulos de dívida, tanto do governo quanto de empresas, era pouco desenvolvido porque o governo não tinha como rolar seus desequilíbrios fiscais por longo termo;
- No período pós-crise, entre 1997 e início dos anos 2000, o mercado de títulos de dívida cresceu aceleradamente, sendo que, entre 1997 e 2001, a participação no PIB se elevou de 49,0% para 88,0%. Ao longo desse período, a estrutura do mercado de títulos de dívida mudou ligeiramente de uma predominância de títulos emitidos por

instituições financeiras para a predominância de títulos emitidos por empresas³³, devido ao expressivo movimento de influxo de fundos de *Investment Trust Companies* (ITC). Ademais, desde 2000, as condições de financiamento dos mercados de títulos de dívida melhoraram substancialmente, reflexos da grande sensibilidade do risco de crédito corporativo e da retomada do crescimento econômico. Os autores ressaltam, também, que, nesse período, houve, conforme mencionado anteriormente, uma ligeira deterioração da posição de liquidez do mercado de títulos de dívida como decorrência do colapso do Daewoo Group, o que fez com os fundos de ITC sofressem fortes retiradas.

Os esforços do governo sul-coreano em expandir o mercado de títulos de dívida no final dos anos 1990 foram bem sucedidos não somente em termos de expansão do estoque do volume de títulos de dívida (Gráfico III.21), mas, também, em termos de eficiência e “qualidade” dos seus títulos, uma vez que, atualmente, (i) tanto o mercado primário quanto mercado secundário são pujantes e dinâmicos e (ii) cerca de 60,0% dos títulos corporativos emitidos têm a classificação AAA (Gyntelberg, Ma e Remolona, 2006). Em relação aos emissores, cabe ressaltar que eles são essencialmente residentes, atingindo um percentual de 99,0% das emissões.

III.3.4. O mercado de títulos de dívida da Argentina e do Chile

Nos anos 1980 os mercados de capitais e financeiros dos países da América Latina limitaram o financiamento do PIB da região, pois, por um lado, a crise da dívida externa do Brasil, do México e da Argentina, entre outros, acabou cerceando o acesso dos países latino-americanos à oferta de recursos internacionais e, por outro, os seus mercados de capitais e financeiros eram regulados e controlados pelo governo, as emissões dos mercados de títulos de dívida eram basicamente governamentais e o crédito era determinado pelo sistema financeiro, em especial pelos bancos públicos. No que diz respeito especificamente ao mercado de títulos de dívida, Jeanneau e Tovar (2006), por exemplo, afirmam que a instabilidade macroeconômica, a ausência de uma profunda e diversificada base de investidor institucional, as restrições regulatórias que impediam o desenvolvimento dos mercados primário e, em especial, secundário, e a precária infraestrutura institucional foram

³³ Segundo Mihaljek, Scatigna e Villar (2002), no início dos anos 2000, os títulos de dívida da Coreia do Sul tinham as seguintes características: em termos de emissores, 13,0% eram de instituições financeiras, 16,0% do Banco Central, 31,0% do setor público e 40,0% de empresas; os demandantes, por sua vez, eram o Banco Central (2,0%), os bancos (63,0%), os investidores institucionais (20,0%), os não-residentes (2,0%) e outros (14,0%); e dos títulos emitidos, 10,0% e 90,0% correspondiam, respectivamente, a renda variável e renda fixa.

fatores que contribuíram para o não desenvolvimento do referido mercado durante os anos 1980.

No final dos anos 1980 e início dos anos 1990, em contrapartida, devido a vários fatores, houve uma mudança radical desse contexto. Borensztein, Cowan e Eichengreen (2008) argumentam que os fatores relevantes para a transformação dos mercados de capitais, de títulos de dívida e financeiros dos países latino-americanos foram os seguintes: (i) o Plano Brady, que reestruturou as dívidas externas, criou um mercado de dívida soberana para os países latino-americanos e restabeleceu o grau de confiança para os investidores; (ii) a estabilização monetária e macroeconômica; (iii) as reformas estruturais, dentre as quais a patrimonial e a previdenciária; (iv) a abertura da conta comercial do balanço de pagamentos e a mobilidade de capitais; e (v) a liberalização financeira. Ademais, o ingresso de capitais fez com que os governos latino-americanos aprovassem regras e legislação para criar uma infraestrutura apropriada para o desenvolvimento dos mercados de títulos de dívida e de capitais. Jeanneau e Tovar (2006), por sua vez, ressaltam que a redução do grau de vulnerabilidade externa dos países latino-americanos, as disciplinas monetária e fiscal e a remoção de restrições ao investimento externo foram de fundamentais importância para o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida.

Apesar de, desde então, ter havido um significativo progresso no desenvolvimento dos mercados de títulos de dívida, o referido mercado ainda é muito pequeno para os padrões internacionais, principalmente em comparação com os países em desenvolvimento da Ásia: enquanto na América Latina a relação títulos de dívida/PIB passou de 17,0%, em 1994, para 35,0%, em 2004, na Ásia a referida relação se expandiu de 23,0%, em 1994, para cerca de 43,0%, em 2004 (Borensztein, Cowan e Eichengreen, 2008).

Além do tamanho do mercado latino-americano de títulos de dívida ser bem menor do que o referido mercado na Ásia, os autores chamam a atenção para o fato de que a composição de ambos os mercados também é bastante distinta: por um lado, considerando o ano de 2004, de uma relação títulos de dívida/PIB de 35,0% para América Latina, os títulos do governo representavam 25,0% do PIB, os títulos de instituições financeiras eram 6,0% do PIB e os títulos das corporações atingiram 4,0% do PIB, ao passo que na Ásia, para uma razão títulos de dívida/PIB da ordem de 45,0%, os títulos do governo, os títulos de instituições financeiras e os títulos das corporações eram da ordem de 17,0%, 18,0% e 8,0% do PIB, respectivamente; por outro, tendo como referência o tipo de remuneração dos títulos de dívida, em 2004, 60,0% dos títulos da América Latina eram de curto prazo, 10,0% de longo prazo e 30,0% indexados à inflação, moeda estrangeira etc., enquanto na Ásia cerca de 80,0%

dos títulos de dívida eram de médio e longo prazos, 13,0% de curto prazo e 7,0% estavam indexados à inflação (Borensztein, Cowan e Eichengreen, 2008).

Um aspecto importante a ressaltar acerca do desenvolvimento do mercado de títulos de dívida da América Latina, a partir do início dos anos 1990, diz respeito à expansão dos fundos de pensão, quando, naquela ocasião, eles passaram por um severo marco regulatório, que objetivou (i) aperfeiçoar a qualidade dos benefícios e serviços concedidos aos filiados, (ii) assegurar os direitos de propriedades individuais sobre saldos acumulados em contas pessoais e (iii) induzir o gerenciamento privado dos fundos de pensão, entre outros.

Em suma, na América Latina o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida tem apresentado, desde os anos 1990, algumas peculiaridades, dentre as quais: (i) tem havido uma extensa reforma e, como resultado, o crescimento do mercado tem ocorrido em termos tanto de tamanho quanto de liquidez; (ii) os governos têm melhorado a infraestrutura do mercado, incluindo a regulação; (iii) com as privatizações, em especial as de utilidade pública e de serviços, foi aberta uma oportunidade para a expansão de oferta de investidores institucionais; e (iv) os fundos de pensão foram fundamentais para dinamizar os referidos mercados. Todavia, os mercados latino-americanos de títulos de dívida continuam apresentado alguns problemas em relação, não somente aos países desenvolvidos, mas, principalmente, aos países em desenvolvimento da Ásia, quais sejam: (i) as emissões dos títulos de dívida ainda são concentradas em títulos governamentais, são essencialmente de curto prazo e a maioria dos títulos é de renda variável³⁴; (ii) os demandantes de títulos preferem remunerações que tenham como referência a inflação ou a variação cambial; (iii) a inadimplência do segmento ainda é elevada; (iv) o número de “ofertantes” de títulos, em especial de empresas, é baixo; (v) ainda há problemas de escândalos corporativos; e (vi) a infraestrutura (marcos regulatórios, legislação, tributação etc.) ainda é defasada (Borensztein, Cowan e Eichengreen, 2008).

III.3.4.1. Argentina

A Argentina, no início dos anos 1990, adotou um sistema clássico de *currency board*, vinculando o peso ao dólar norte-americano, objetivando, assim, eliminar o processo hiperinflacionário que há muito se encontrava presente em sua economia. Paralelamente, o País, assim como outros países latino-americanos, adotou um programa de estabilização

³⁴ Não é demais ressaltar que a dívida pública e os déficits fiscais dos governos acabam criando, inerentemente, um efeito *crowding-out* sobre os títulos de dívida privada.

econômica alicerçado nas liberalizações comercial e financeira e nas reformas estruturais pró-liberalizantes e mercado. Com o conjunto de medidas adotadas, denominadas Plano de Conversibilidade, a intenção das AM era, não somente erradicar e controlar o processo inflacionário, mas, também, assegurar as condições para o crescimento econômico sustentável, contando, para tanto, com o ingresso de “poupança externa”, seja sob a forma de investimento direto estrangeiro, seja sob a forma de *portfolio*.

Nesse sentido, privatizações e reformas estruturais, tanto do sistema financeiro quanto do mercado de capitais, foram fundamentais para atrair o capital externo, em um contexto internacional de predomínio da livre mobilidade de capitais e de liquidez relativamente elástica. Dentre as reformas implementadas, em 1994 foi criado o sistema de previdência privada.

Segundo Jeanneau e Tovar (2006), nos dois primeiros anos de existência, os fundos de pensão tiveram uma participação essencial no desenvolvimento do mercado de títulos de dívida da Argentina, representando, em média, 90,0% do valor total dos ativos.

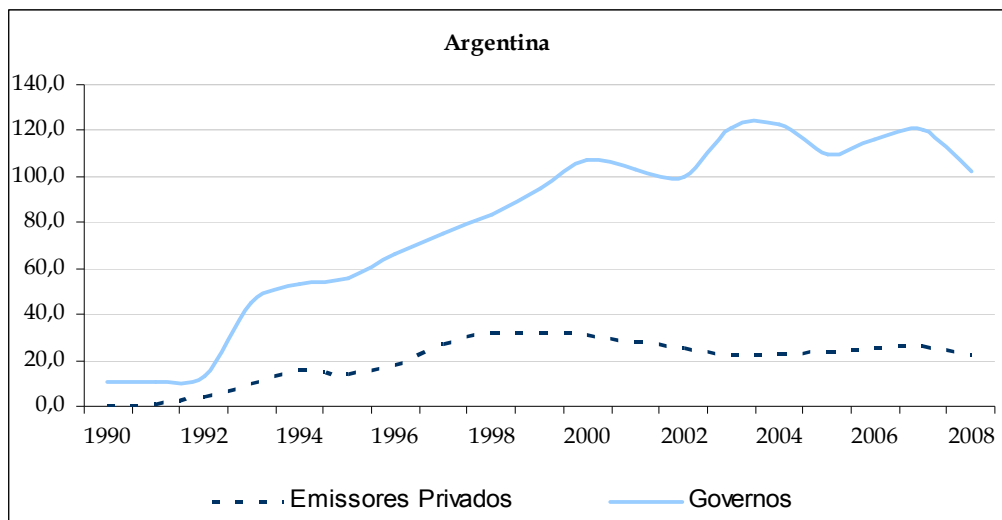
Com o passar dos anos e as instabilidades e colapso do Plano de Conversibilidade³⁵, que, diga-se de passagem, acabou resultando na moratória da dívida externa da Argentina em 2002, a participação dos fundos de pensão no volume total do mercado de títulos de dívida foi reduzida consideravelmente, caindo para 59,0% em 2004.

Em termos de números de administradores, a queda foi de mais de 50,0%: em 1994, havia 26 participantes, ao passo que, em 2007, eles eram 12.

O Gráfico III.22, a seguir, apresenta a evolução do mercado de títulos de dívida da Argentina entre 1990 e 2008.

Gráfico III.22 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, da Argentina, em US\$ bilhões

³⁵ Uma análise sobre o desenvolvimento e o colapso do Plano de Conversibilidade da Argentina pode ser encontrada em Ferrari F^o, Ferrari e Cunha (2006).



Fonte: BIS (2009).

Como sinaliza o referido Gráfico, entre 1990 e 1998 houve um crescimento expressivo do estoque de títulos privados, ao passo que, a partir de 2000, o valor do estoque foi reduzido (houve uma ligeira queda em 2001 e 2002 e entre 2003 e 2008 ele se manteve estável). Por sua vez, em relação ao estoque de títulos públicos, entre 1992 e 2000 houve um crescimento vertiginoso e, a partir da crise cambial argentina de 2001, ele apresentou um crescimento volátil, sinalizando uma nítida tendência de inflexão.

Conforme Jeanneau e Tovar (2006), o mercado argentino de ativos securitizados caiu significativamente com a crise de 2001, se recuperando parcialmente a partir de 2003. Por exemplo, entre 2002 e 2004 houve uma queda de 92,0% das emissões de emissões de ABS (*Ibid.*: 55). Como decorrência da crise, além da queda das emissões de títulos de dívida, a maturidade deles foi encurtada: entre 2003 e 2005, o prazo médio dos títulos de dívida caiu para dois anos e meio.

Apesar da estabilização do volume de estoque dos títulos privados de dívida entre 2003 e 2008 (Gráfico III.22), os fundos de pensão têm enfrentado sérias dificuldades nos últimos anos, em especial a partir da crise do *subprime*. Segundo a Unión de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (2009), os principais problemas são os que seguem:

- O número de participantes do sistema de previdência privada tem caído consideravelmente nos últimos anos. Atualmente, a maioria quase absoluta das pessoas ingressa no sistema previdenciário estatal (cerca de 90,0%), enquanto somente 10,0% delas ingressam no sistema privado;

- Com o colapso das bolsas e do mercado de crédito em nível mundial, a rentabilidade dos ativos dos fundos de pensão - diversificados em ações, títulos do governo e derivativos - caiu significativamente;
- A desvalorização dos ativos dos fundos de pensão põe em risco os compromissos que eles têm de arcar, no futuro, com os pagamentos mínimos dos aposentados.

Em suma, a atual crise do sistema previdenciário privado evidencia que ele é inadequado. Nesse sentido, não foi por acaso que, no final do ano passado, o governo argentino propôs a reestatização da quase totalidade do sistema de aposentadorias, visando, assim, proteger o futuro dos aposentados.

III.3.4.2. Chile

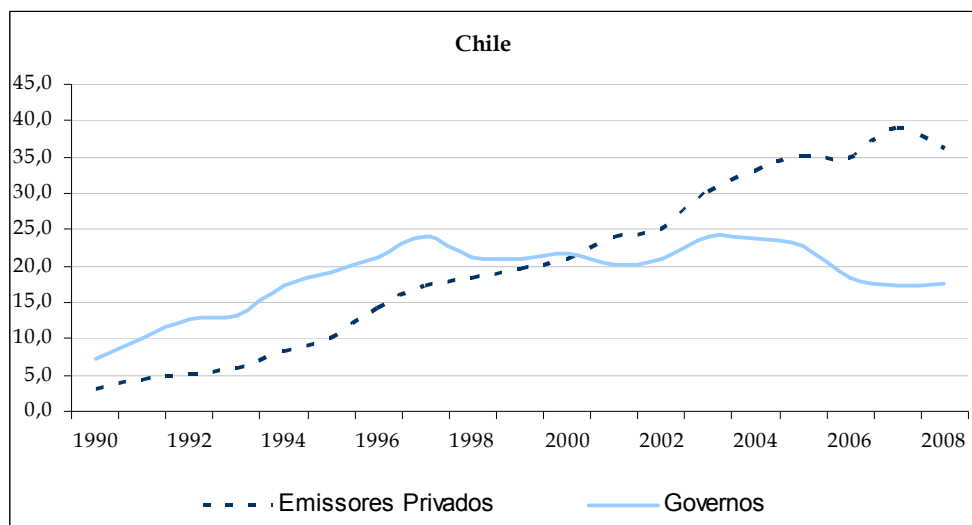
Desde os anos 1980, os mercados chilenos de capitais e de títulos de dívida têm crescido em tamanho, profundidade e liquidez. Segundo Cifuentes, Desormeaux e González (2002), as condições para que os referidos mercados se desenvolvessem nos anos 1980 foram a reestruturação do sistema financeiro - criação da “Lei Bancária Geral” que passou a supervisionar e controlar as instituições financeiras -, a adoção do sistema de previdência privada - criação da “Lei de Pensões Privadas” que permitiu o desenvolvimento de um sistema de avaliação de riscos e de produção de informações relevantes para as tomadas de decisões dos investidores institucionais -, as liberalizações comercial e financeira e as reformas estruturais (tais como, privatizações, trabalhista e tributária). Nos anos 1990, outros aspectos relevantes apontados pelos autores foram a modernização da legislação dos mercados de capitais e a reforma da legislação para liberalizar os limites de *portfolio* dos fundos de pensão e melhorar a regulação dos ativos securitizados.

A literatura pertinente ao desenvolvimento do mercado de títulos de dívida no Chile é consensual em relação a um ponto: o sistema de previdência privada foi a raiz da transformação. Conforme Cifuentes, Desormeaux e González (2002), os fundos de pensão cresceram de uma participação de 11,0% do PIB, em 1985, para 40,0%, em 1995, e 54,0%, em 2000. Ademais, segundo informações da Federación Internacional de Administrados de Fondos de Pensión (2009), os valores totais dos ativos dos fundos de pensão em 1990, 2000 e 2007 foram, respectivamente, US\$ 6,6 bilhões, US\$ 35,9 bilhões e US\$ 11,0 bilhões. Em termos

do número de administradores dos fundos de pensão houve, todavia, uma diminuição: em 1990 eram 14, em 2000 caiu para 8 e em 2007 chegou a 6³⁶.

A expansão dos fundos de pensão, por sua vez, impulsionou o mercado de títulos de dívida, em especial de renda fixa, uma vez que uma parte significativa de seus ativos foi investida nesse segmento³⁷. O Gráfico III.23, abaixo, mostra a evolução do mercado de títulos de dívida entre 1990 e 2008.

Gráfico III.23 - Valor do estoque do mercado de títulos de dívida, pública e privada, do Chile, em US\$ bilhões



Fonte: BIS (2009).

Pelo Gráfico acima se observa que, entre 1990 e 2008, o estoque dos títulos privados cresceu cerca de 1.100,0%, ao passo que o estoque de títulos públicos apresentou dois comportamentos distintos: entre 1990 e 1997 ele cresceu 240,0% e entre 1997 e 2008 houve uma queda de 25,0%.

Segundo informações de Cifuentes, Desormeaux e González (2002), devido aos recorrentes superávits fiscais do setor público desde 1986, o governo, raramente, emitiu instrumentos de dívida doméstica para se financiar. No entanto, o governo emite títulos internacionais para estabelecer um padrão de risco soberano, visando facilitar a emissão de dívida dos agentes privados nos mercados internacionais. Ademais, o Banco Central do

³⁶ Em 1994, ano em que foi registrado o maior número de administradores dos fundos de pensão, eles eram 21 (FIAP, 2009).

³⁷ Segundo informações de Jeanneau e Tovar (2006), em 1981 (ano de criação do sistema de previdência privada) os fundos de pensão representavam cerca de 35,0% do mercado de títulos de dívida. Anos mais tarde, em 1999, eles atingiram cerca de 45,0; porém, em 2004, a participação dos fundos de pensão no mercado de títulos de dívida caiu para 19,0%.

Chile é o principal emissor de títulos públicos no mercado doméstico. As emissões são utilizadas como mecanismo para regular a base monetária e determinar uma *yield curve* padrão de juros para a economia.

A maturidade dos títulos chilenos de dívida, por sua vez, foram alongadas nas últimas décadas, em especial na de 2000: as emissões com prazo menor do que um ano desapareceram desde 1997 e a partir de 1996 os títulos com prazo de trinta anos se tornaram mais comuns. Em 2005-2006, a maturidade de alguns títulos chegou à dez anos.

Por fim, a base dos investidores institucionais é os fundos de pensão e as companhias de seguro. Eles são a parte crucial da demanda de dívida corporativa.

III.3.5. Sumário

Em termos conclusivos, merecem atenções as seguintes considerações:

- (i) O mercado de títulos da dívida tem crescido substancialmente na economia mundial, em especial nos países em desenvolvimento, desde o início dos anos 1990. Títulos públicos domésticos são os principais papéis emitidos nos países em desenvolvimento, seguido por títulos privados domésticos e títulos públicos e privados internacionais;
- (ii) Nos Estados Unidos, onde o mercado de títulos de dívida é bastante desenvolvido, ele se constitui em uma importante alternativa para o financiamento do investimento, além do *funding* tradicionalmente disponibilizado pelo sistema bancário. Na Europa, ele é pouco desenvolvido e se expandiu aceleradamente a partir da criação da UME. Nos países em desenvolvimento, ele é relativamente pequeno, sendo mais desenvolvido na Ásia;
- (iii) O desenvolvimento do mercado de títulos de dívida nos países em desenvolvimento, desde o final dos anos 1980, decorre de um conjunto de fatores, dentre os quais a estabilidade macroeconômica, as reformas estruturais, a liberalização financeira e a introdução de marcos regulatórios, prudenciais e legislação apropriada;
- (iv) Na América Latina, os mercados de títulos de dívida apresentam as seguintes características: a participação percentual dos ativos dos títulos de dívida, tanto na composição do montante de ativos financeiros quanto no PIB, é diversificada (maior no Brasil, seguido por México, Chile e Argentina), predominam emissões de títulos públicos, os títulos são essencialmente de curto prazo, a maturidade da dívida é relativamente baixa e as operações em mercados secundários são pouco relevantes;
- (v) Investidores institucionais são caracterizados por fundos de pensão, fundos de investimento (mercado de ações - renda variável - e títulos de renda fixa) e companhias

seguradoras. Nos países em desenvolvimento, em especial nos latino-americanos, os fundos de pensão foram a s raízes do mercado de títulos de dívida;

(vi) De maneira geral, nos países em desenvolvimento o sistema de financiamento é baseado essencialmente no crédito bancário. Assim, os fundos de pensão concentram parte de seus recursos em títulos privados e da dívida pública, ao passo que em países em que o sistema de financiamento é centrado basicamente no mercado de capitais (tais como EUA e Europa), os ativos dos fundos de pensão são concentrados em ações e *securities*.

Tendo como referência a literatura sobre mercado de títulos de dívida, a expansão do referido mercado passa pelos seguintes requisitos:

(i) Em termos micro-institucionais, aprimoramento do sistema prudencial e dos marcos regulatórios, essenciais para diminuir os riscos de liquidez e crédito, desenvolvimento da infraestrutura dos mercados - isto é, sistemas operacionais de pagamentos e contábeis eficientes, agências de *rating* críveis etc. - e dos mecanismos de securitização e de garantias de crédito e adequação da legislação doméstica - jurisdicional e tributária - à legislação internacional para atrair a participação do investidor estrangeiro;

(ii) No que diz respeito ao aspecto macroeconômico, além da estabilidade monetária, solvências fiscal e externa e compatibilidade dos regimes monetário e cambial à realidade da integração financeira.

Anexo III.2

Tabela A.III.1 - Valor do estoque de títulos de dívida pública e privada e PIB Mundial, em US\$

bilhões

Ano	PIB Mundial (A)	Dívida Total (B)	B/A, %
1990	22.823,0	17.969,7	78,7
1991	24.026,3	19.655,5	81,8
1992	24.242,5	20.477,6	84,4
1993	24.852,2	22.174,8	89,2
1994	26.686,7	25.124,0	94,1
1995	29.620,7	27.445,5	92,6
1996	30.335,6	28.803,2	94,9
1997	30.220,5	28.787,1	95,3
1998	29.953,9	32.130,0	107,3
1999	31.085,1	34.879,1	112,2
2000	31.941,9	35.666,8	111,7
2001	31.707,0	37.294,7	117,6
2002	32.987,5	42.666,2	129,3

2003	37.086,8	50.546,5	136,3
2004	41.727,7	57.678,3	138,2
2005	45.090,3	59.293,8	131,5
2006	48.761,3	68.154,1	139,8
2007	54.840,9	78.918,5	143,9
2008	60.689,8	83.529,6	137,6

Fonte: IMF (2009), World Economic Outlook Database, e BIS (2009).

Tabela A.III.2 - Número de administradoras de FP em dezembro de cada ano

Ano	Argentina	Chile
1990	--	14
1991	--	13
1992	--	19
1993	--	20
1994	26	21
1995	25	16
1996	22	13
1997	18	13
1998	15	9
1999	13	8
2000	13	8
2001	12	7
2002	12	7
2003	12	7
2004	12	6
2005	11	6
2006	11	6
2007	11	6

Fonte: Federación Internacional de Administrados de Fondos de Pensión (FIAP) (2009).

III.4. MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA PRIVADA NO BRASIL: O COMPORTAMENTO DOS EMISSORES

III.4.1. Introdução

Como observado na seção III.2, o MTD privada tem nos anos 1994-95 e 2004-2007 seus períodos de maior crescimento considerando o horizonte de análise deste relatório. Como já indicado, esse crescimento coincide com as fases de maior expansão da economia brasileira, fato que mostra a importância deste fator na disposição das empresas a investir e, conseqüentemente, a buscar fontes adicionais de financiamento, notadamente crédito de longo prazo e emissão de dívida, tal como indicado na seção II.2.

Este comportamento é, também, em grande medida influenciado pela volatilidade e nível da taxa de juros (taxa DI) posto definir o custo mínimo da emissão da dívida privada, bem como vai interferir na disposição dos demandantes a carregar a dívida privada em função da possibilidade de perda de capital decorrente da exposição ao risco da taxa de juros, fato que acaba fazendo com que os demandantes privilegiem títulos com menor maturidade e/ou indexados à taxa DI, cujo risco da taxa de juros é nulo. Adicionalmente, a instabilidade macroeconômica que caracterizou o período analisado também atua para diminuir a disposição das empresas a emitir dívida em face ao maior risco de inadimplência associado a tal comportamento da economia.

Adicionalmente, elementos regulatórios colaboram para estimular ou desestimular as emissões privadas como, por exemplo, o caso do tratamento fiscal mais favorável dado aos compradores estrangeiros da dívida pública.

No que segue, será analisado o comportamento das emissões de títulos privados – notadamente debêntures – sob o ponto de vista dos emissores corporativos (excluindo-se, portanto, os bancos e outras empresas financeiras) de modo a se avaliar o papel dos determinantes da estrutura de capital dessas empresas tendo por base a análise teórica desenvolvida da seção I.3 do capítulo I.

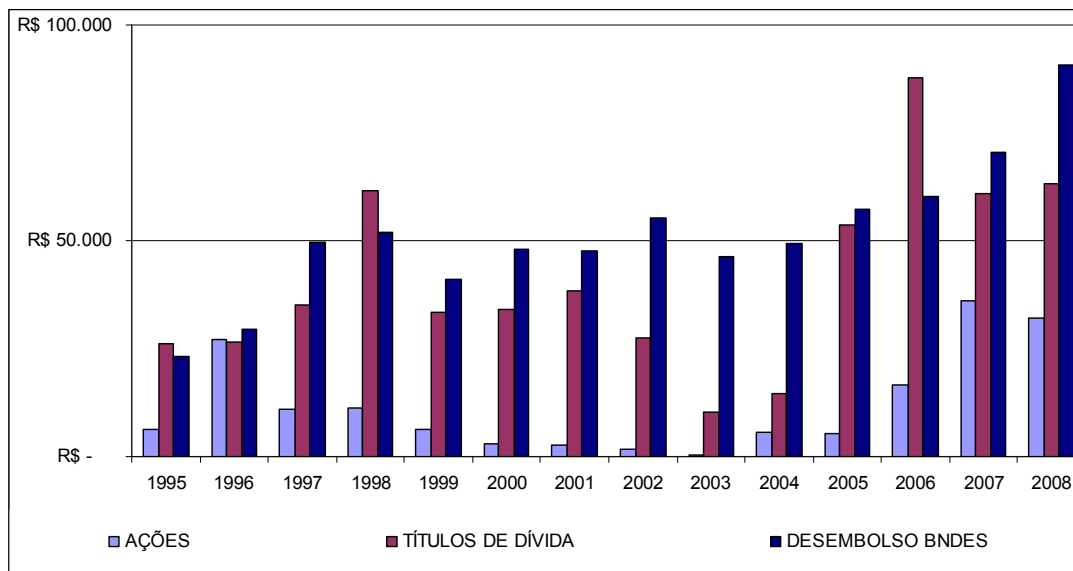
III.4.2. Padrão de financiamento das empresas brasileiras: um panorama geral

Como se pode avaliar a partir do gráfico III.24, no período analisado as empresas brasileiras (bancos inclusive) se utilizaram fortemente da emissão de dívida³⁸ como fonte

³⁸ Mais uma vez, é importante observar que os dados referentes à emissão de dívida incluem as debêntures emitidas no âmbito das operações de *leasing*, fato que pode provocar alguma distorção no que tange à utilização desse instrumento como fonte de financiamento externo.

externa de financiamento, a qual rivalizou em vários anos com os desembolsos do BNDES, aqui utilizados como proxy para o crédito de longo prazo, aqui aproximado pelos desembolsos do BNDES. Sem embargo, a análise do gráfico mostra que as emissões de dívida crescem significativamente nos períodos de expansão econômica (1995-98 e 2004-2008).

Gráfico III.24 - Desembolsos do BNDES, Emissão de Dívida Privada (Debêntures e Notas Promissórias), Emissão de Ações



Fonte: CVM e Banco Central do Brasil

Quando se analisa a emissão de dívida discriminada por tipo (gráfico III.25) - debêntures e notas promissórias - percebe-se claramente a prevalência das primeiras, em que pese o efeito das emissões de debêntures para fazer *fundraising* às operações de leasing. É digno de nota, contudo, o comportamento das notas promissórias - títulos com prazo de vencimento inferior ao das debêntures. Estes papéis, cuja participação atingiu o auge em 1998 com emissões líquidas de R\$35 bilhões apresentaram tendência de queda até 2004, quando os valores totais emitidos nesse ano não ultrapassaram R\$ 3 bilhões, tendo sido fortemente influenciado pela instabilidade do ambiente macroeconômico. No período de expansão recente da economia, sua participação retoma a tendência de crescimento, atingindo cerca R\$ 26 bilhões de emissão líquida em 2008 (gráfico III.24 e tabela III.12), em que pese os efeitos perversos da crise. Assim, nas fases de expansão das fontes externas de financiamento, as notas promissórias parecem ter sido utilizadas como fonte complementar às debêntures e não em substituição a essas. Deve-se observar, neste sentido, que as notas

promissórias sempre apresentaram menor participação relativa na oferta de títulos de dívida privada, quadro que se aprofunda no período mais recente (2004-2008).

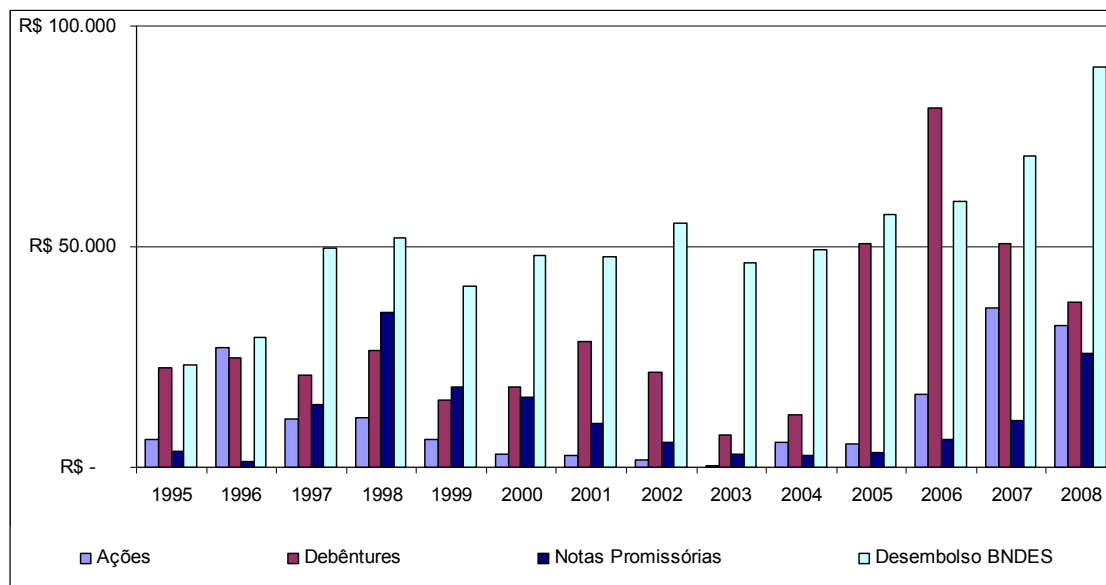
Tabela III.12 - Emissão de Títulos e Valores Mobiliários (R\$ milhões 2008)

	<i>Ações</i>	<i>Debêntures</i>	Notas Promissórias
1995/1998*	14.424,21	24.391,52	12.575,39
1999/2003*	2.2925,78	19.293,19	11.218,32
2004/2008*	19.836,87	47.844,63	9.990,33

Elaboração Própria a partir da Tabela III.3.1 do relatório 1. *Média do Período

Neste sentido, portanto, tal como preconizado pela análise teórica, as fontes externas são fortemente acessadas nos períodos de expansão da economia, sendo sua composição determinada em grande medida por fatores macroeconômicos, os quais condicionam o prazo e o custo da emissão da dívida e ajuda a explicar, em grande medida, o grande peso dos desembolsos do BNDES ao longo do período analisado.

Gráfico III.24 - Desembolsos do BNDES, Emissão de Debêntures, Emissão de Notas Promissórias e Emissão de Ações

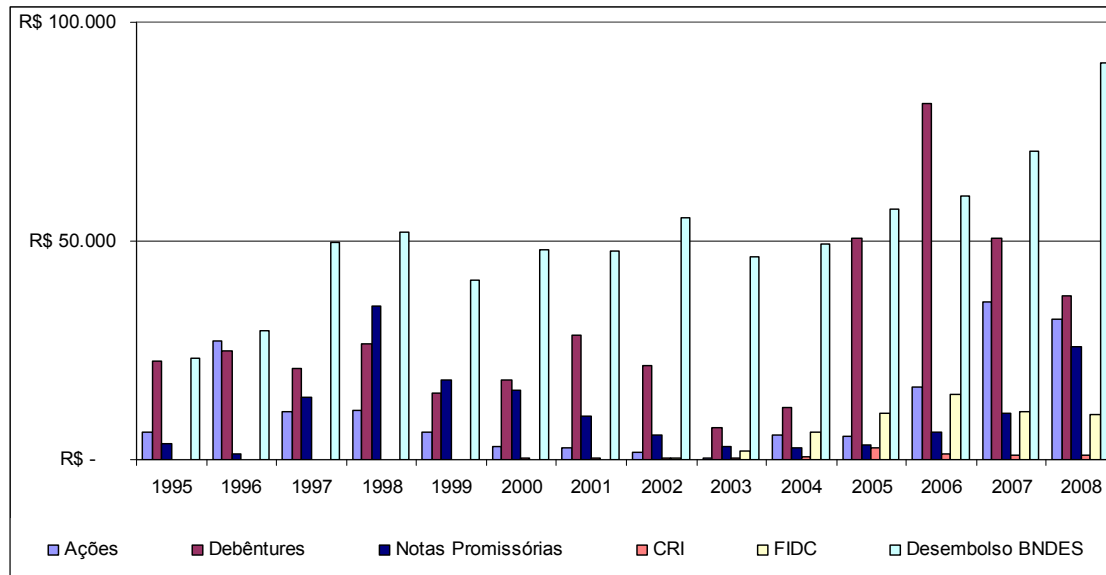


Fonte: CVM e Banco Central do Brasil

É digno de nota, também, o papel desempenhado pelas cotas de FIDC, que cresce de participação a partir de 2000 e, principalmente, no período mais recente (2004-2008) rivaliza com as notas promissórias como fonte de financiamento externo (gráfico III.25), fato que

mostra que as empresas naturalmente privilegiam fontes de financiamento de mais longo prazo. Como já assinalado, os FIDCs são utilizados principalmente por médias empresas de capital fechado.

Gráfico III.25 - Desembolsos do BNDES, Emissão de Debêntures, Emissão de Notas Promissórias, Emissão de Ações, FIDC e CRI

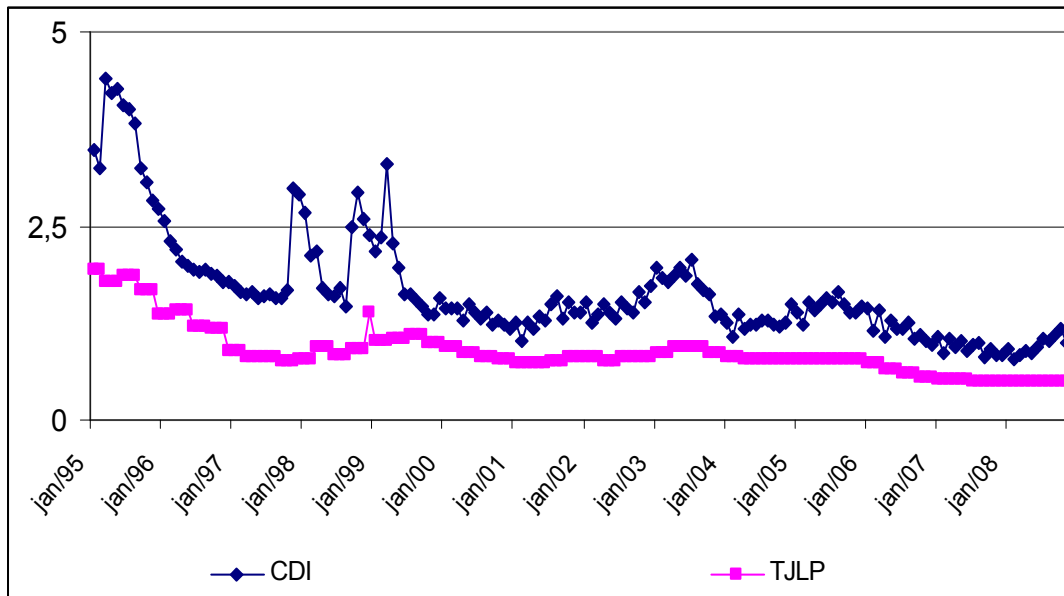


Fonte: CVM e Banco Central do Brasil

No que se refere ao papel desempenhado pelo BNDES enquanto fonte complementar de financiamento dos planos de investimento das empresas, é lícito notar que seu grande peso deriva do fato de que, em média, o custo destas operações é significativamente menor que o custo das operações de emissão de dívida. Assim, seja porque a taxa de juros cobrada nas operações do BNDES é inferior àquela que se observa nas emissões de títulos privados – como observado na introdução, estas emissões têm seus custos definidos em grande medida em relação à taxa DI, a qual é, para todo o período analisado, significativamente superior à TJLP que é a base do custo das operações de crédito do BNDES³⁹ (gráfico III.26) – seja porque as condições de financiamento (e.g. prazo de vencimento) são melhores que aquelas permitidas para as operações de emissão privadas, notadamente em períodos de contração da atividade econômica.

³⁹ Como se sabe, as operações de crédito do BNDES têm, via de regra, um custo superior à TJLP. Contudo, mesmo com a inclusão dos spreads tipicamente usados nestas operações, seu custo ainda assim é inferior ao da emissão da dívida privada indexada à taxa DI ou ao da dívida privada prefixada.

Gráfico III.26. TJLP e CDI (% a.m.) - 1995-2008



Fonte: Banco Central do Brasil

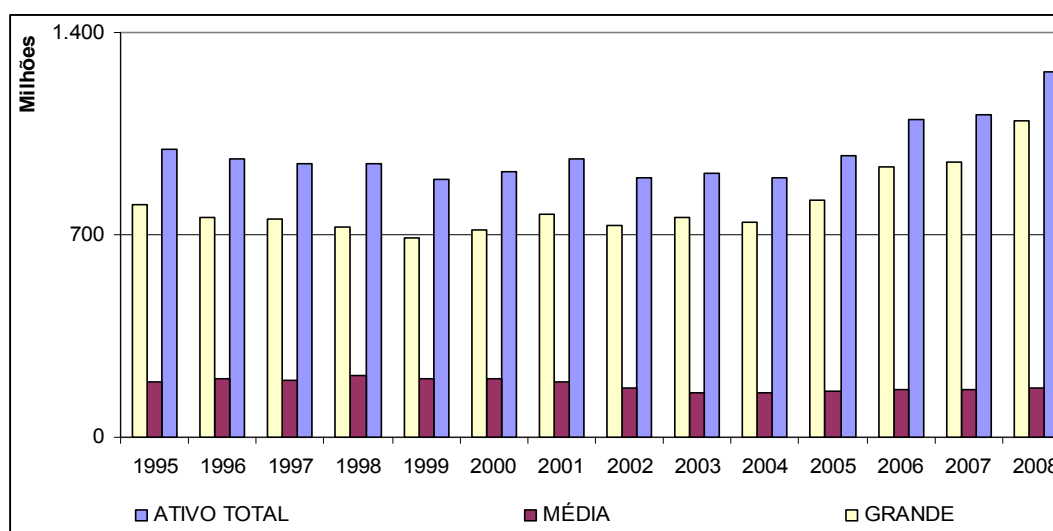
III.4.3. Emissão de títulos privados: a ótica das empresas de capital aberto

Nessa seção são analisados os dados de uma amostra de 127 empresas de capital aberto que no período de 1995 a 2008 tinham informações disponíveis para todos os anos no sistema ECONOMATICA. Foram selecionadas informações contábeis que permitissem avaliar a utilização de fontes externas e internas de financiamento de modo a se ter uma idéia do padrão de financiamento dessas empresas no período analisado. Estes resultados são, então, contrastados com os dados macroeconômicos apresentados na seção anterior. Inicialmente, a análise contempla o conjunto de empresas para as quais se tem informação para todo o período analisado. Em um segundo momento, esta análise é estratificada por tamanho de empresa a fim de se avaliar se o mesmo está relacionado a diferenças de comportamento no que se refere à escolha entre fontes internas e externas de financiamento.

As informações contábeis selecionadas para a análise são: Financiamento de Longo Prazo, Debêntures de Curto Prazo, Debêntures de Longo Prazo, Reservas de Lucros, Lucros Acumulados, Ativo Total e Patrimônio Líquido. Ressalva-se que, dada a finalidade do estudo, não foram consideradas as empresas do setor “financeiro e de seguros”. Procedeu-se, ainda, à desagregação das empresas em dois grupos, tendo como referencia o tamanho total de seus ativos. O grupo de empresas com ativos de até R\$ 10 bilhões teve a denominação de empresa “média” ao passo que as empresas com ativos superiores a este valor foram classificadas como “grande”.

No gráfico III.27 são apresentados os ativos totais para o conjunto das empresas, sendo a taxa média de crescimento de 2% a.a. O grupo de empresas “médias” apresentou uma queda de cerca de 1% no valor médio dos seus ativos no período considerado, ao passo que as empresas “grandes” tiveram aumento médio de 3% no valor de seu ativo. Deve-se observar ainda que no período de 1995 a 2004 as taxas de variação do ativo total são predominantemente negativas. Esta informação é relevante posto que, como indicado na análise teórica, as expectativas de crescimento das quase-rendas vão condicionar a disposição e capacidade das empresas a buscar fontes de financiamento externas complementares aos lucros retidos. Neste sentido, o gráfico indica, em um primeiro momento, que as empresas maiores teriam sido as principais emissoras de dívida (debêntures e notas promissórias, essencialmente) e, eventualmente, as principais demandantes de crédito de longo prazo junto ao BNDES.

Gráfico III.27 - Ativo Total das Empresas da Amostra
(R\$ milhões de 2008)



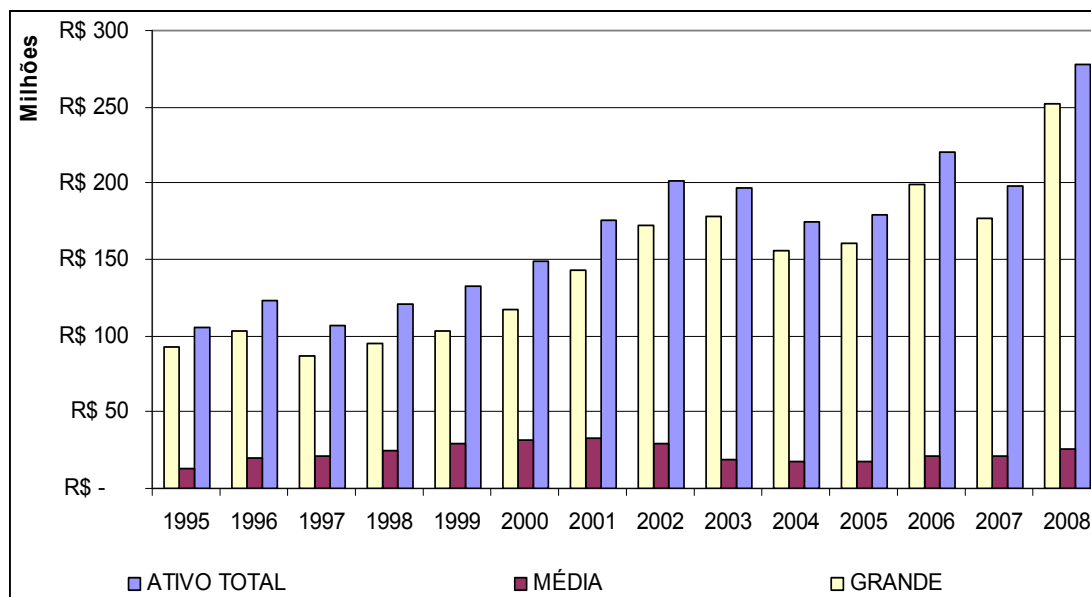
Fonte: ECONOMATICA; Deflacionado pelo IGP-DI centrado

No que diz respeito ao financiamento de longo prazo, observa-se que o mesmo apresentou uma taxa média de crescimento de 9% ao ano para as empresas ditas “grandes” e de 7% ao ano para as empresas “médias” (gráfico III.28). Quando se analisa o comportamento desta variável para cada um dos períodos considerados para as empresas grandes, percebe-se que entre 1995-98, o financiamento de longo prazo apresenta uma taxa modesta de crescimento, vindo mesmo a cair em 1997 em relação a 1996. No caso das empresas médias, este crescimento é mais constante, mantendo-se, inclusive, nos anos de

menor taxa de crescimento da economia brasileira. No período recente (2004-2008), este crescimento é mais expressivo e tem nas empresas grandes sua maior força motriz, como pode ser observado pela taxa de crescimento do mesmo para estas empresas neste período.

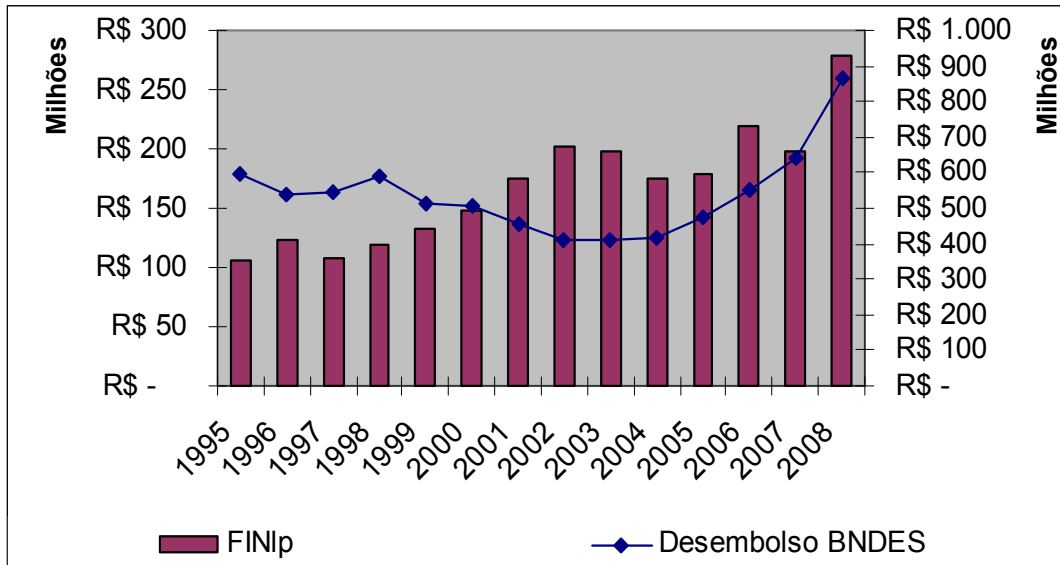
Evidentemente, seja pela magnitude da demanda, seja pelas maiores taxas de crescimento do seu ativo, as empresas grandes são as principais usuárias deste tipo de financiamento. Neste sentido, note-se que o padrão de comportamento desta variável para as empresas grandes guarda forte relação com o estoque de crédito de longo prazo do BNDES no período (gráfico III.29).

Gráfico III.28 - Financiamento de Longo Prazo das Empresas da Amostra



Fonte: ECONOMATICA; Elaboração Própria; Deflacionado pelo IGP-DI centrado

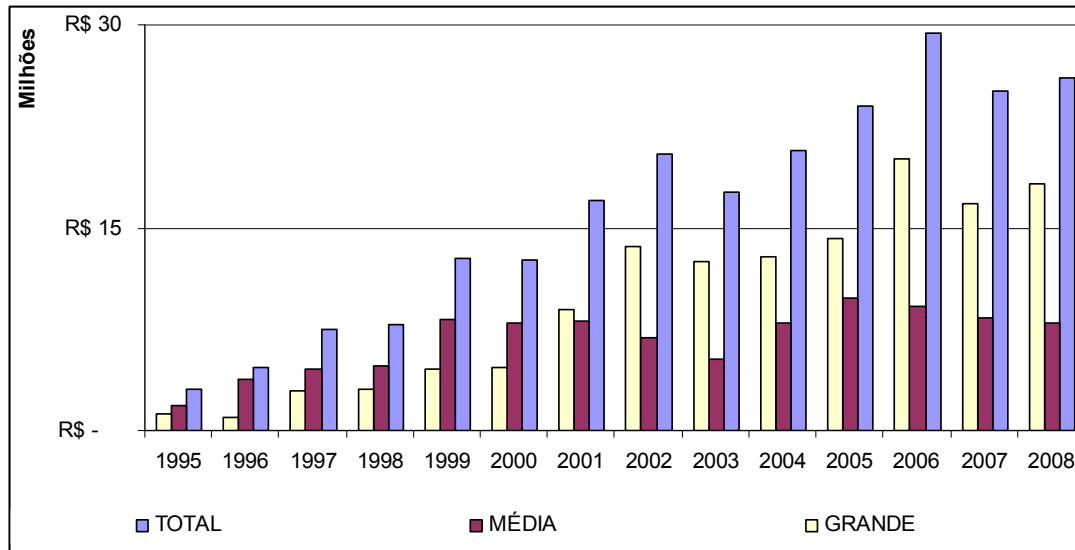
Gráfico III.29 - Estoque de Crédito de Longo Prazo do BNDES e Crédito de Longo Prazo das Empresas Grandes



Fonte: Economatica e Banco Central do Brasil

As emissões de debêntures (de curto e de longo prazo), assim como observado no financiamento de longo prazo apresentaram uma tendência de crescimento ao longo do período (gráfico III.20). Embora as grandes empresas sejam os maiores emissores, a partir de 2001, até 2000 as “médias” empresas eram mais expressivas em termos de valores. Observe-se, ainda que as “médias” empresas comparativamente as “grandes” apresentam uma proporção maior nesse mercado de emissões do que observado em relação ao crédito de longo e curto prazo. Deve-se destacar, ainda, que as debêntures de longo prazo são expressivamente maiores em termos de valores do que as de curto prazo, embora a taxa de crescimento dessa última tenha sido mais expressiva, principalmente no período de 1995 a 2002.

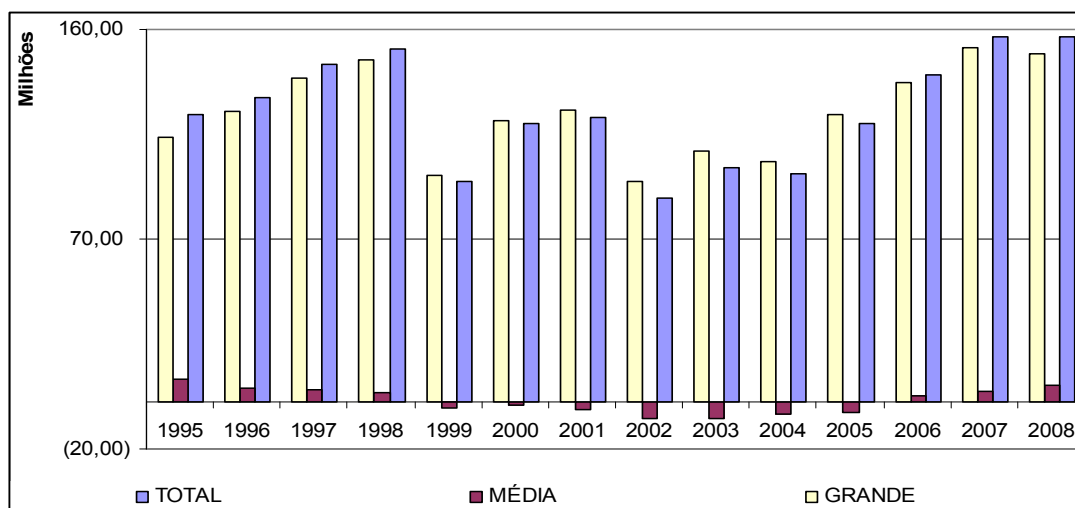
Gráfico III.20 - Emissões Totais de Debêntures das Empresas da Amostra



Fonte: ECONOMATICA; Deflacionado pelo IGP-DI centrado

O indicador de lucros retidos, por seu turno, e que pode ser utilizado como uma proxy para as fontes internas de financiamento, é composto pela soma dos lucros acumulados e reservas de lucros. Como se pode observar do gráfico III.21, os lucros retidos apresentam crescimento para as empresas “grandes” até o ano de 1998, sofrendo uma considerável retração em 1999 e posteriormente em 2002. A partir de 2004, esse volta novamente a apresentar crescimento, tendo uma leve queda em 2008. As empresas “médias”, por seu turno, apresentam tendência decrescente no período 1995 a 1998, tornando-se negativo de 1999 até 2005. A partir de 2006, é observada uma tendência de crescimento.

Gráfico III.21 - Lucros Retidos das Empresas da Amostra- 1995 a 2008



Fonte: ECONOMATICA; Deflacionado pelo IGP-DI centrado

III.4.4. Emissão de títulos privados e estrutura de capital das empresas de capital aberto

A presente seção complementa a seção anterior e tem como objetivo avaliar a estrutura de capital das empresas, centrando-se nos mecanismos de endividamento que essa utiliza para financiar o seu crescimento, seja a curto ou a longo prazo. A intenção é mostrar como a lógica da determinação da estrutura de capital está intrinsecamente relacionada à disposição da empresa em emitir títulos de dívida, tal como indicado na seção teórica.

A opção para a obtenção de recursos advém de três fontes, quais sejam lucros reinvestidos, dívidas (bancárias ou debêntures) e/ou emissões de ações. Esta análise, embora não tenha por objetivo testar a teoria da Pecking Order - POT, utiliza-se da formulação proposta por Myers (1984), como parâmetro de referência para avaliar, no período delimitado, a participação de cada uma das fontes de financiamento no montante de investimento realizado pelas empresas.

A análise dos mecanismos de financiamento das empresas compreendeu o período de 1995 a 2008, pelo fato deste representar um ambiente macroeconômico de estabilidade de preços, fator relevante para o estudo em foco, mas também pela disponibilidade de dados e informações. Ademais, dadas as características do período, optou-se por recortá-lo em três subperíodos, conforme definido no relatório 1. Nesse, tem-se os anos de 1995 a 1998, caracterizado pela consolidação da estabilidade de preços, o período de 1999 a 2003 marcado pelo baixo crescimento mundial, inclusive no Brasil e a fase de 2004 a 2008, caracterizada pela queda na taxa de juros e retomada do crescimento econômico, a exceção do segundo semestre de 2008.

A base de dados com as demonstrações financeiras e contábeis das empresas foi obtida através do software ECONOMATICA e correspondem as empresas brasileiras de capital aberto que estão listadas na BOVESPA/BM&F. Ressalva-se que foram realizados ajuste na base de dados, sendo excluídos os setores classificados como Financeiros por apresentarem características que os diferenciam substancialmente das demais empresas. Um segundo aspecto refere-se à exclusão das empresas cujas informações estavam descontinuadas, ou seja, não estavam disponíveis para todos os anos do período analisado. Os dados foram corrigidos pelo IGP-DI tendo como referência dezembro de 2008 objetivando eliminar os efeitos puramente de preços relativos às variações decorrentes da inflação do período.

O modelo da POT, ao utilizar os dados de empresas ao longo dos anos, combinando as características de séries temporais com cortes transversais, foi testado utilizando-se o método

de regressões com dados em painel. Deve-se ressaltar ainda, dada a heterogeneidade da empresas constante da amostra, a necessidade de classificá-las em três subgrupos. A primeira objetiva agrupar empresas com base no seu tamanho (ativo total), a segunda a partir de sua lucratividade (EBIT) e a terceira a taxa de crescimento da empresa (variação do ativo total).

- O critério para a divisão da amostra de empresas em dois subgrupos, com base no tamanho, utilizou-se da mediana calculada para cada um dos períodos. Dessa forma as empresas que apresentarem ativo médio inferior ou igual à mediana foi classificado no primeiro grupo, enquanto que as que apresentarem valores maiores do que a mediana serão classificadas no segundo grupo.
- A divisão entre as empresas a partir do critério de lucratividade foi definida a partir do valor do Ebit - Lucro operacional. As empresas que apresentarem valores maiores do que zero será classificada no primeiro grupos, ao passo que as que apresentarem resultados menores ou iguais a zero serão classificadas no grupo dois.
- A taxa de crescimento da empresa terá como referencia a variação do ativo total, ao longo do período. O agrupamento foi realizado de forma similar ao adotado no critério de tamanho da empresa.

III.4.4.1. Análise dos resultados

No período de 1995 a 1998 foram avaliadas 237 empresas, sendo destacados na tabela III.5.4.2 os principais resultados estatísticos. O endividamento bruto das empresas, de modo geral, é financiado por emissões de títulos e concessões de crédito, sendo o coeficiente de 0,9 para o período. No entanto, a partir da divisão da amostra por tamanho, tem-se que as maiores empresas são aquelas cujo financiamento é fortemente correlacionado com as dívidas, ao passo que para as empresas “médias” essa relação foi de 38%.

As empresas que tiveram crescimento positivo, ao longo do período, apresentam como principal forma de financiamento os títulos e créditos bancários. No entanto, as empresas que apresentaram taxa negativa de crescimento, representado pela redução do ativo total, tiveram baixa participação de financiamento via dívidas (0,26). No que se referem à lucratividade, observou-se que as empresas lucrativas tiveram menor participação nas dívidas com coeficiente de 0,47. Por outro lado as empresas com prejuízos foram as que mais acessaram crédito, sendo o resultado de 0,9.

Tabela III.13 - Resultados do modelo testado - 1995 a 1998

Categorização	Amostra		R2	Resultados
	Empresas	Observações		
Total	237	711	0,99	B = 0,906 (0,000) C = 0,007 (0,489)
Tamanho (menores)	118	355	0,44	B = 0,383 (0,000) C = 0,005 (0,458)
Tamanho (maiores)	118	354	0,99	B = 0,907 (0,000) C = 0,016 (0,401)
Crescimento (positivo)	110	330	0,99	B = 0,908 (0,000) C = 0,031(0,074)
Crescimento (negativo)	116	348	0,23	B = 0,266 (0,000) C = 0,003(0,751)
Lucratividade (positiva)	166	496	0,68	B = 0,474 (0,000) C = 0,015 (0,005)
Lucratividade (negativa)	213	71	0,99	B = 0,909 (0,000) C = 0,09 (0,751)

No período de 1999 a 2003 foram analisadas 290 empresas, sendo destacado na tabela III.14. Nessa, tem-se que o endividamento bruto das empresas, ao longo do período, foi parcialmente financiado por emissões de títulos e concessões de crédito, com coeficiente próximo a 0,5. No caso das empresas “grandes” a participação das dívidas foram de 0,4, enquanto que para as “médias” o valor foi de 0,73.

As empresas com crescimento do ativo total no período tiveram parcialmente, a sua expansão cobertas pelas dívidas, apresentando coeficiente de 0,56, ao passo que as empresas com redução do ativo total registraram 0,73. No que se referem à lucratividade, as empresas que apresentaram resultados negativos recorreram a títulos e bancos, ao passo que as lucrativas acessaram bem menos dívidas e crédito.

Tabela III.14 - Resultados do modelo testado - 1999 a 2003

Categorização	Amostra	R2	Resultados
---------------	---------	----	------------

	Empresas	Observações		
Total	290	1450	0,68	B = 0,561 (0,000) C = 0,068 (0,004)
Tamanho (menores)	144	720	0,68	B = 0,730 (0,000) C = 0,159 (0,000)
Tamanho (maiores)	145	725	0,40	B = 0,402 (0,000) C = 0,003 (0,456)
Crescimento (positivo)	99	495	0,56	B = 0,565 (0,000) C = -0,007 (0,232)
Crescimento (negativo)	191	955	0,68	B = 0,730 (0,000) C = 0,135 (0,000)
Lucratividade (positiva)	229	1145	0,44	B = 0,36 (0,000) C = 0,009 (0,000)
Lucratividade (negativa)	61	305	0,68	B = 0,730 (0,000) C = 0,305 (0,003)

Na tabela III.15 são apresentados os resultados estatísticos para uma amostra de 245 empresas no período de 2004 a 2008. O endividamento bruto das empresas foi inferior ao apresentado nos dois períodos anteriores, sendo que a parcela do financiado por emissões de títulos e concessões de crédito, registrou coeficiente maior do que 0,47. Ressalta-se que a diferença entre a participação do financiamento entre as “grandes” e médias “empresas” foi pouco expressivo, situando-se em torno de 0,35 e 0,40.

As empresas que apresentaram crescimento positivo ao longo do período acessaram menos o financiamento através de títulos e créditos bancários, do que apresentaram redução do ativo. No que se referem à lucratividade, as empresas que apresentaram resultados negativos recorreram a títulos e bancos, ao passo que as lucrativas acessaram bem menos dívidas e crédito.

Tabela III.15 - Resultados do modelo testado - 2004 a 2008

Categorização	Amostra		R2	Resultados
	Empresas	Observações		
Total	245	1225	0,39	B = 0,470 (0,000) C = 0,015 (0,068)
Tamanho (menores)	125	325	0,32	B = 0,397 (0,000) C = 0,042 (0,016)
Tamanho (maiores)	125	625	0,36	B = 0,345 (0,000) C = -0,004 (0,247)
Crescimento	156	780	0,20	B = 0,240 (0,000)

(positivo)				C = 0,006 (0,126)
Crescimento (negativo)	82	410	0,45	B = 0,555 (0,000) C = 0,057 (0,012)
Lucratividade (positiva)	197	985	0,26	B = 0,252 (0,000) C = 0,004 (0,115)
Lucratividade (negativa)	45	225	0,44	B = 0,540 (0,000) C = 0,063 (0,150)

Os dados mostram, assim, que o ambiente macroeconômico impacta fortemente a disposição e capacidade das empresas em buscarem fontes externas de financiamento, como fica evidenciado nos gráficos referentes à emissão de debêntures, embora não tenha sido encontrada uma relação mais intensa entre a emissão de debêntures e evolução do ativo total das empresas. No entanto, a emissão destes papéis pelas empresas da amostra analisada, tem um comportamento bastante semelhante àquele observado para a emissão de debêntures da economia como um todo, fato que, de resto, mostra a importância do ambiente macroeconômico na utilização desta fonte externa de financiamento. Isto é especialmente verdade para as empresas grandes.

Neste sentido, vale notar, também, que a emissão de debêntures está fortemente correlacionada com o comportamento dos lucros retidos das empresas grandes, o que mostra que aquela fonte externa de financiamento tem sido utilizada de forma complementar à fonte externa no que parece atender uma lógica de expansão das empresas.

Anexo III.3

Definição do modelo de regressão

O método proposto por Myers (1984) consiste na especificação de um modelo econométrico, na qual a variável dependente é a variação do volume de endividamento bruto de uma empresa (EB), enquanto que a variável explicativa corresponde ao seu nível de déficit (DEF), isto é:

$$\Delta EB_{it} = \alpha + \beta * \Delta DEF_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (1)$$

Sendo ε_{it} é o termo aleatório i.i.d $\sim N(0, \sigma^2)$

i corresponde à empresa

t ao ano de referencia

Ao se estimar a equação (1) espera-se que na forma forte da POT, $\alpha=0$ e $\beta=1$, enquanto na forma fraca, α pode ser diferente de zero e β deve ser próximo de 1, porém os parâmetros devem apresentar valores próximos a 0 e 1, respectivamente. Na forma fraca é admitido certo nível de emissão de ações. Dessa forma, as hipóteses subjacentes ao modelo são que:

$$H_{FORTE} \rightarrow \alpha = 0; \beta = 1$$

$$H_{FRACA} \rightarrow \alpha \cong 0; \beta \cong 1$$

A proposta algébrica para o cálculo da variável déficit é apresentada na equação 2:

$$DEF_{it} = DIV_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} - C_{it} \quad \dots (2)$$

Sendo: DIV_{it} pagamento de dividendos da empresa i no tempo t

I_{it} Investimento de capital

W_{it} aumento líquido do capital de giro

C_{it} Fluxo de caixa operacional após juros e impostos

No entanto, como a obtenção de dados para a sua construção não é facilmente identificável, optou-se por uma aproximação, conforme apresentado por Fama e French (2005). A equação 3 descreve o calculo do déficit da empresa, sendo esse definido como a

variação do ativo total menos a variação dos lucros retidos. Esse último por sua vez corresponde a variações das Reservas de Lucro mais os Lucros Acumulados.

$$DEF_{it} = (AT_{it} - AT_{it-1}) - [(RL_{it} + LA_{it}) - (RL_{it-1} + LA_{it-1})] \quad \dots (3)$$

Sendo: AT_{it} Ativo total da empresa i no tempo t
 RL_{it} a Reserva de lucro da empresa i no tempo t
 LA_{it} o Lucro Acumulado da empresa i no tempo t

O endividamento bruto, por sua vez, corresponde à variação do somatório dos Financiamentos de curto e longo prazo e das emissões de debêntures, também de curto e longo prazo. Esses estão especificados por meio da equação 4.

$$EB_{it} = (FinCP_{it} + FinLP_{it} + DebCP_{it} + DebLP_{it}) - (FinCP_{it-1} + FinLP_{it-1} + DebCP_{it-1} + DebLP_{it-1}) \quad \dots (4)$$

Sendo: $FinCP_{it}$ o Financiamento de Curto Prazo da empresa i no tempo t
 $FinLP_{it}$ o Financiamento de Longo Prazo da empresa i no tempo t
 $DebCP_{it}$ Debêntures de Curto Prazo emitidas pela empresa i no tempo t
 $DebLP_{it}$ Debêntures de Longo Prazo emitidas pela empresa i no tempo t

Adicionalmente pode-se estimar a emissão de ações (EA), a partir da equação 5. Essa embora não seja utilizada no modelo de regressão, permite analisar, ao longo do período, o montante de ações emitidas pela empresa. Para a definição da variável foi utilizada a proposição de Fama e French (idem).

$$EA_{it} = (PL_{it} - PL_{it-1}) - (LA_{it} - LA_{it-1}) \quad \dots (5)$$

Sendo: PL_{it} Patrimônio Líquido da empresa i no tempo t
 LA_{it} Lucro Acumulado da empresa i no tempo t

III.5. SUMÁRIO E CONCLUSÕES

1. Na análise feita sobre o MTD privada no Brasil mostrou-se os impactos do ambiente macro-institucional sobre a evolução recente deste mercado. Em particular, as condições de instabilidade macroeconômica de uma economia em *stop-and-go* que caracterizou o país na última e presente década têm afetado o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar o risco de mercado (perda de valor de um título perante a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência na emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa. Ademais, mostrou-se ainda haver complementaridade entre os mercados de dívida pública e dívida privada no Brasil, mas sim a existência de uma concorrência entre os mesmos. As condições vantajosas oferecidas pelos títulos públicos federais indexados a variáveis mais voláteis do mercado – taxa de juros, taxa de câmbio e/ou taxa de inflação – ao mesmo tempo em que oferece ao demandante de título uma proteção contra os riscos de juros, cambial ou de perda inflacionária, lhe proporciona papéis que combinam rentabilidade, liquidez e baixo risco.

2. O mercado de títulos da dívida tem crescido substancialmente na economia mundial, em especial nos países em desenvolvimento, desde o início dos anos 1990. Títulos públicos domésticos são os principais papéis emitidos nos países em desenvolvimento, seguido por títulos privados domésticos e títulos públicos e privados internacionais. O desenvolvimento do mercado de títulos de dívida nos países em desenvolvimento, desde o final dos anos 1980, decorre de um conjunto de fatores, dentre os quais a estabilidade macroeconômica, as reformas estruturais, a liberalização financeira e a introdução de marcos regulatórios, prudenciais e legislação apropriada. Na América Latina, os mercados de títulos de dívida apresentam as seguintes características: a participação percentual dos ativos dos títulos de dívida, tanto na composição do montante de ativos financeiros quanto no PIB, é diversificada (maior no Brasil, seguido por México, Chile e Argentina), predominam emissões de títulos públicos, os títulos são essencialmente de curto prazo, a maturidade da dívida é relativamente baixa e as operações em mercados secundários são pouco relevantes.

3. O capítulo avaliou ainda a estrutura de capital de uma amostra de 127 empresas em 1995/2008, de modo a analisar os seus mecanismos de financiamento. Os dados mostram, de modo geral, que o ambiente macroeconômico impacta fortemente a disposição e capacidade das empresas em buscarem fontes externas de financiamento, como fica evidenciado nos gráficos referentes à emissão de debêntures, embora não tenha sido

encontrada uma relação mais intensa entre a emissão de debêntures e evolução do ativo total das empresas. A emissão destes papéis pelas empresas da amostra analisada tem um comportamento bastante semelhante àquele observado para a emissão de debêntures da economia como um todo, fato que mostra a importância do ambiente macroeconômico na utilização desta fonte externa de financiamento. Isto é especialmente verdade para as empresas grandes. A emissão desses papéis também guarda forte relação com o comportamento dos lucros retidos das empresas grandes, o que mostra que aquela fonte externa de financiamento tem sido utilizada de forma complementar à fonte externa no que parece atender uma lógica de expansão destas empresas.

Referências bibliográficas:

- Anbid, www.anbid.com.br, acesso em julho de 2009.
- Andima (2008a). *Debêntures – Estudos Especiais: Produtos de Captação*. Rio de Janeiro: Andima.
- Andima (2008b). *Debêntures: Guia de Consulta Rápida a Legislação*. Rio de Janeiro: Andima.
- Asian Development Bank (ADB) (2008). <http://www.adb.org>, acessado em agosto.
- Associação Keynesiana Brasileira (AKB) (2008). *Dossiê da Crise*. <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>.
- Bank for International Settlements (BIS) (2009). <http://www.bis.org>, acessado em agosto.
- BCB - Banco Central do Brasil, www.bcb.gov.br, acesso em agosto de 2009.
- Bentivegna, E. e Lukower, J. (2007). Instrução CVM no. 442/06 – novas regras para os Fundos de Investimento e Direitos Creditórios (FIDCs). *Anexo Biblioteca Informa* no. 1.945. São Paulo: Pinheiro Neto Advogados.
- Bichara, J.S.; Cunha, A. M.; Lélis, M.T.C. (2005). “Algumas considerações sobre os processos de integração monetária em regiões emergentes: os casos recentes do ASEN + 3 e do Mercosul”. *Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia*, Natal/RN, cd-rom.
- Borensztein, E.; Cowan, K.; Eichengreen, B. (2008). “Building bond markets in Latin America”. In: Borensztein, E.; Cowan, K.; Eichengreen, B.; Paniza, U. (eds.) *Bond Markets in Latin America: on the verge of a big bang?*. Cambridge: The Mit Press, pp.1-28.
- Braga, J.C.de S. e Cintra, M.A.M. (2004). “Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano”. In: Fiori, J.L. (org.). *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes.
- Carvalho da Silva, A.L. e Leal, R.P. (2008). *O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa*. Rio de Janeiro: Andima.

- CETIP, www.cetip.com.br, acesso em julho de 2009.
- Cifuentes, R.; Desormeaux, J.; González, C. (2002). "Capital markets in Chile: from financial repression to financial deepening". *BIS Papers 11/The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, pp.86-102.
- Coutinho, L; Belluzzo, L.G. (2004). "'Financeirização' da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas". In: Ferrari Filho, F.; Paula, L.F. (orgs.). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, pp.59-77.
- Dymski, G. (2007). *From Financial Exploitation to Global Banking Instability: two overlooked roots of the subprime crisis*. Mimeo, December, pp.30.
- Eichengreen, B. (2006). "The development of Asian bond markets". *BIS Papers 30/Asian Bond Markets: issues and prospects*, November, pp.1-12.
- Fama, E. e French, K.. (2005). Financing decisions: Who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76, pp. 549-582.
- Federación Internacional de Administrados de Fondos de Pensión (FIAP) (2009). <http://www.fiap.cl>, acessado em agosto.
- Federal Reserve Bank (2009). <http://www.federalreserve.gov>, acessado em agosto.
- Ferrari Fº, F.; Ferrari, A .; Cunha, A . (2006). "Consideraciones sobre la propuesta de convertibilidad plena del real en base a la experiencia de convertibilidad argentina en los años '90". *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura/IIES-UCV*. Caracas, vol.XII, nº1, enero-junio, pp.207-229.
- Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (2004). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Ferreira, C. K. L.; Robotton, M. F. e Dupita, A. B (2004).. Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta de discussão. *Texto para Discussão PUC-SP n. 9*.
- Franco, G. (2006). Notas sobre o crowding out, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In Bacha, E.L. e Oliveira Lima, L.C. (org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contracapa.
- Gyntelberg, J.; Ma, G.; Remolona, E. (2006). "Developing corporate Bond markets in Asia". *BIS Paper 26/Developing Corporate Bond Markets in Asia*, February, pp.13-21.
- Hermann, J. (2003). Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Rio de Janeiro: Manole.
- IMF - International Monetary Fund (2009). *International Financial Statistics*. Washington: IMF.
- IPEADATA, www.ipeadata.com.br, acesso em agosto de 2009.

- Huaipeng, M. (2006). "The development of China's bond market". *BIS Paper 26/Developing Corporate Bond Markets in Asia*, February, pp. 56-60.
- International Monetary Fund (IMF) (2009). *World Economic Outlook Database*. <http://www.imf.org>, acessado em agosto.
- Jeanneau, S.; Tovar, C.E. (2006). "Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges". *Bis Quartely Review*, June, pp.51-64.
- Jiang, G.; McCauley, R. (2004). "Asian local currency bond markets". *BIS Quarterly Review*, June, pp.67-79.
- Kim, S; Park, J.L. (2002). "Structural change in the corporate bond market in Korea after the crisis". *BIS Ppapers 11/The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, June, pp.130-146.
- Lee, M-J.; Kim, S-H. (2006). "Developing the corporate bond market: the Korean experience". *BIS Papers 26/Developing Corporate Bond Markets in Asia*, February, pp.96-113.
- Ma, G; Remolona, E.; Jianxiong, H. (2006). "Developing corporate bond markets in Asia: a synopsis of the Kunming discussions". *BIS Paper 26/Developing Corporate Bond Markets in Asia*, February, pp. 1-6.
- Modenesi, A. (2008). Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB - 2000-2007. Texto para Discussão IPEA n. 1351.
- Moura, A. (2006). Letras financeiras do Tesouro: quousque tandem? In Bacha, E.L. e Oliveira Lima, L.C. (org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contracapa.
- Myers, S. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), julho, pp. 575-592, 1984a
- Mihaljek, D.; Scatigna, M.; Villar, A. (2002). "Recent trends in bond markets". *BIS Ppapers 11/The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, June, pp.13-41.
- Nierop, E. (2006). "Developing corporate bond markets: an European legal perspective". *BIS Paper 26/Developing Corporate Bond Markets in Asia*, February, pp. 61-73.
- Palley, T.I. (2007). "Financialization: what it is and whyt it matters". *The Levy Economics Institute/Working Paper 525*, December.
- Sistema Nacional de Debêntures, www.debentures.com.br, acesso em agosto de 2009.
- SNT - Secretaria Nacional do Tesouro, <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>, acesso em agosto de 2009.

Unión de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) (2009).

<http://www.uafjp.org.ar>, acesso em agosto.

Xiaochuan, Z. (2006). "China`s corporate bond market development: lessons learned". *BIS Paper 26/Developing Corporate Bond Markets in Asia*, February, pp.7-10.