

UNIVERSIDA FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAPTAÇÃO DE RECURSOS NO EXTERIOR  
PELO SETOR PÚBLICO E PRIVADO  
BRASILEIRO

Augusto Braun Müller

Porto Alegre, Novembro de 2009

UNIVERSIDA FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAPTAÇÃO DE RECURSOS NO EXTERIOR PELO SETOR PÚBLICO E  
PRIVADO BRASILEIRO

Autor: Augusto Braun Müller  
Professor Orientador: Dr. Julio Cesar de Oliveira

Monografia apresentada como requisito para colação do  
grau de bacharel em Ciências Econômicas pela  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Porto Alegre, Novembro de 2009

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>2</b>
<b>I A VISÃO DE CRÉDITO NA ECONOMIA .....</b>	<b>4</b>
1.1 Schumpeter .....	4
1.2 Wicksell .....	6
1.3 Keynes .....	7
1.4 Outras Visões de Crédito e variáveis determinantes .....	10
1.5 Tipos de financiamento .....	11
1.5.1 <i>Financiamento Baseado no Mercado de Capitais</i> .....	13
1.5.2 <i>Financiamento Baseado no Crédito Bancário</i> .....	14
<b>II- CAPTAÇÃO EXTERNA DE RECURSOS .....</b>	<b>16</b>
2.1 Legislação Brasileira sobre capitais estrangeiros no Brasil.....	16
2.2 Formas de captação de recursos no exterior .....	19
2.2.1 <i>Lei 4.131</i> .....	19
2.2.2 <i>Repasse de moeda estrangeira</i> .....	19
2.2.3 <i>Bônus ou Bonds</i> .....	20
2.2.4 <i>Commercial papers</i> .....	22
2.2.5 <i>Certificado de Depósitos</i> .....	23
2.2.6 <i>Operações de Empréstimos Sindicalizados</i> .....	24
2.2.7 <i>Debêntures</i> .....	25
2.2.8 <i>Depositary Receipts (DR)</i> .....	27
2.2.9 <i>Securitização de Ativos</i> .....	31
2.2.10 <i>Securitização de Empréstimos</i> .....	32
2.2.11 <i>Pre-export</i> .....	32
2.2.12 <i>Supplier's Credit</i> .....	33
2.2.13 <i>Buyer's credit</i> .....	33
2.2.14 <i>Forfaiting</i> .....	33
2.3 Os riscos na captação de recursos no exterior .....	34
2.3.1 <i>Risco Cambial</i> .....	34
2.3.2 <i>Risco da taxa de juros</i> .....	36
2.3.3 <i>Risco-país</i> .....	37
2.3.4 <i>Classificação de risco de crédito (agências de rating)</i> .....	38
2.3.5 <i>Mecanismos de proteção</i> .....	45
2.3.5.1 <i>Swaps</i> .....	45
2.3.5.2 <i>Contratos futuros</i> .....	46
2.3.5.3 <i>Contratos a termo</i> .....	47
2.3.5.4 <i>Opções</i> .....	47
2.3.6 <i>Garantias Internacionais</i> .....	48
<b>III- ANÁLISE DOS DADOS DAS ENTRADAS DE CAPITAIS DO EXTERIOR.....</b>	<b>49</b>
3.1 Metodologia .....	49
3.2 Visão geral sobre a dívida externa Brasileira .....	49
3.3 Visão geral dos ingressos de capital pelo Balanço de Pagamentos .....	50
3.4 Análise dos dados estatísticos .....	62
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>69</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>72</b>

## INTRODUÇÃO

Nas décadas de 1960 e 1970 e início da década de 1980, praticamente todas as captações de recursos privados no exterior eram feitas através de empréstimos e financiamentos bancários internacionais, de acordo com a Lei 4.131, e internamente operacionalizados através das resoluções e circulares do BC, entre as quais pontificava a Resolução 63. Na maior parte da década de 1980 e até o acordo da dívida externa ao final de 1993 ( *Plano Brady* <sup>1</sup>), a fonte externa secou, limitando-se a algumas renovações. A partir de então, o fluxo externo recomeçou, mas não mais caracteristicamente na forma de empréstimos e financiamentos, mas sim, na forma de emissão de títulos de dívida no exterior (FORTUNA, 2006).

Com a globalização do mercado financeiro, a melhora da situação macroeconômica do Brasil (diminuição do risco Brasil) e a maior abertura do mercado financeiro brasileiro, é crescente o número de empresas Brasileiras que começaram a captar recursos no exterior, para financiar sua expansão produtiva e seus negócios no comércio exterior, principalmente com a alta liquidez mundial de crédito no final da década de 1990 e início do século XXI, muitas dessas captações são através da intermediação de bancos brasileiros no caso de pequenas e médias empresas principalmente, para adiantamento de contratos de câmbio por empresas exportadoras e algumas empresas de grande porte obtendo recursos diretamente do mercado financeiro internacional, principalmente do mercado de capitais. Também pode-se ressaltar a captação de recursos no exterior por instituições financeiras Brasileiras por mera especulação cambial, obtendo ganhos de arbitragem.

O objetivo deste trabalho é tentar estabelecer uma relação entre a entrada de capitais com alguns indicadores da economia Brasileira, como a taxa de câmbio e a taxa de Juros e verificar se eles afetam os ingressos de recursos estrangeiros para o Brasil. Um objetivo

---

<sup>1</sup> Em março de 1989, o secretário de tesouro dos EUA, Nicholas F. Brady, fez um plano que renovava a dívida externa de países em desenvolvimento, mediante a troca por bônus novos (lastreados em papéis do Tesouro dos EUA). Os bônus reduziam o encargo da dívida (através da redução do seu principal ou dos juros). O México concluiu o acordo em 1989; a Venezuela em 1990; a Argentina em 1992 e o Brasil em 1994.

secundário é expor quais são as modalidades de captação de recursos no exterior, os riscos inerentes a essas captações e algumas formas de mitigá-los.

Serão analisadas as formas de captação de recursos no exterior conforme a legislação vigente, levando em consideração suas características gerais e os riscos associados nessas operações e alguns meios de mitigação. Logo após, se procederá a extração de alguns dados das contas do Balanço de Pagamentos, onde são registrados todas as transações econômicas do país com o resto do mundo. Posteriormente, se fará uma análise dos ingressos de capitais, tentando relacioná-los com as modalidades de captação de recursos descritas nesse trabalho.

Por último tentará se verificar por meio de análises de correlação e regressão, se há alguma influência da taxa de câmbio e spread entre as taxas de juros nacionais e internacionais nos ingressos de capitais no Brasil.

Os métodos empregados nesse trabalho serão o descritivo e o empírico.

O trabalho está estruturado em 3 capítulos, onde no primeiro capítulo, será apresentada uma revisão bibliográfica sobre a importância do crédito na economia segundo a visão de algumas escolas econômicas e os tipos de financiamento.

O segundo capítulo apresentará a legislação vigente sobre as captações de recursos do exterior, as modalidades de captação, os riscos nas captações externas e alguns mecanismos de proteção.

No capítulo 3, será feita uma apresentação da análise descritiva dos ingressos de capitais, de dados extraídos das contas de ingresso de recursos do Balanço de Pagamentos do Brasil, onde os ingressos de capitais serão relacionados com as modalidades de captação de recursos descritas nesse trabalho, logo após serão expostos alguns testes estatísticos para verificar a existência de alguma correlação entre a taxa de câmbio e o spread entre os Juros nacionais e internacionais com os ingressos de capitais no curto e no longo prazo e ingressos totais.

# **I A VISÃO DE CRÉDITO NA ECONOMIA**

## **1.1 Schumpeter**

Para a maioria das linhas de pensamento econômico é clara a importância de um sistema financeiro para o desenvolvimento econômico, para Schumpeter (1988) a dinâmica capitalista é dependente do processo de inovações que é dependente de financiamento. Um sistema financeiro desenvolvido influencia positivamente o desenvolvimento econômico, aumentando a liquidez, intensificando a acumulação de capital e poupança.

Schumpeter (1988) acrescenta também que o crédito tem uma importância histórica na formação da indústria moderna, pois ela não poderia ser erguida sem ele, uma vez que, com o crédito o indivíduo se torna independente dos bens herdados. Já está historicamente estabelecido que o crédito é necessário às novas combinações e através dessas entrando no fluxo circular, primariamente para a fundação do que são hoje as empresas antigas, e seu mecanismo em funcionamento se apodera das combinações antigas.

Segundo Schumpeter (1988) o crédito pode ser definido da seguinte maneira: o crédito é essencialmente a criação de poder de compra criado para transferi-lo ao empresário, mas não simplesmente a criação de um poder de compra existente. A criação de poder de compra caracteriza-se o método em que o desenvolvimento ocorre num sistema de propriedade privada e divisão do trabalho. É através do crédito que os empresários antecipam o acesso à corrente de bens sociais antes que tenham adquirido o direito a eles. Substitui-se temporariamente o direito por uma ficção deste. Isto significa confiar aos empresários forças produtivas, assim o crédito opera como uma ordem para o sistema econômico acomodar-se aos propósitos dos empresários e é só assim que o desenvolvimento econômico poderia surgir num fluxo circular em equilíbrio perfeito. Essa é a função para moderna estrutura de crédito. Assim o crédito deixa de ser um mero substituto do dinheiro e passa a desempenhar um papel ativo no desenvolvimento.

Para Kalecki (1977) o investimento financia a si próprio, quer por meio do crédito bancário, quer pelas reservas líquidas das firmas, ou ainda:

“Se o investimento é financiado pelas reservas líquidas dos empresários em questão, o processo resultará numa transferência dos depósitos desses empresários para outros capitalistas. Se o investimento é financiado por crédito bancário a curto prazo, as poupanças em forma de depósito serão disponíveis para absorver a emissão de debêntures e ações pelos empresários que estão investindo... Finalmente, se o investimento é financiado por crédito bancário a longo prazo, a poupança, que é a contrapartida para o maior investimento, dilatara os depósitos ou será usada para pagamento dos empréstimos bancários”

(Kalecki 1977. p.143)

Segundo Schumpeter a utilização do crédito bancário e a ação do empresário inovador gera um crescimento econômico que se processa dentro do fluxo circular, enquanto o desenvolvimento ocorre na ruptura do circuito, devido a processos externos a ele, inovações tecnológicas, à ação do empresário inovador e à utilização do crédito bancário.

Conforme Oliveira (1993) a função do crédito dentro do fluxo circular é limitada e constitui um mero substituto eventual do dinheiro, que facilita o processo de trocas na atividade produtiva, representando um comprovante dos serviços prestados e bens produzidos no sistema econômico, mas não exerce influência sobre a produção e a circulação, já que há um sincronismo do processo econômico. Nesse sentido, não existindo razão para manter reservas em dinheiro, na ausência do desenvolvimento, funciona a Lei de Say, não havendo importância no crédito, o próprio ciclo do negócio se sustenta, as próprias vendas geram divisas para as despesas. Em uma economia estacionária, os papéis do crédito e do dinheiro são confundidos, nessa economia o crédito não cumpriria nenhum papel importante para o crescimento econômico.

Para (Fabris 1995) há uma grande relação entre inovação e o crédito na economia, pois é em grande parte o crédito que financia P&D.

“O crédito é o poder de compra adicional, para que se torne possível a obtenção de novas combinações de fatores de produção, assim o crédito é o elo entre a inovação e o empresário empreendedor, o dinheiro necessário à aquisição de novos meios de produção para realização de novos empreendimentos, é obtido em sua maior parte, da poupança resultante de inovações bem sucedidas, não suficientes ou existentes, o poder de compra é gerado via crédito. (Fabris 1995)”.

## **1.2 Wicksell**

Conforme Wicksell (1988) o crédito é um instrumento poderoso e eficaz para acelerar a circulação monetária. Os agentes econômicos obtêm um empréstimo para efetuar uma compra ou requerem um prazo para efetuar o pagamento de uma compra a crédito, isto ampliado a todo mercado constitui uma cadeia de crédito.

De acordo com Nogueira (1999) para Wicksell, Hayek, Thornton, Locke existem duas taxas de Juros; taxa natural de juros e a taxa de juros de mercado. Para Wicksell (1988) é com a igualdade da taxa natural de juros com a taxa de juros de mercado que se alcança o equilíbrio na economia, é a taxa natural de juros que iguala a poupança ao investimento e é através das taxas de juros que os mecanismos monetários podem vir a ter efeito nas variáveis reais da economia. Se a taxa de mercado estiver abaixo da taxa natural haverá uma despoupança, isto é o investimento excederá a poupança, esse excesso de investimento será financiado através do crédito bancário. Se a taxa de mercado estiver acima da taxa natural, haverá um incentivo a poupar, dessa forma a poupança ultrapassa o investimento e esse excesso de poupança geraria uma queda nos preços e na renda dos fatores de produção.

Para Oliveira (1998) é através do crédito do sistema bancário que são financiados o investimento numa economia capitalista, sendo esses créditos independentes da poupança acumulada nessa economia. não havendo limites intrínsecos entre poupança e investimento. Os investimentos das empresas podem ultrapassar as poupanças. Quando não há acumulação anterior o crédito é a forma de financiamento.



### 1.3 Keynes

Para Keynes (1985) a eficiência marginal do capital significa a taxa de retorno desse capital e não é por menos que Keynes colocou a taxa de juros como sendo a remuneração pela utilização da moeda.

Frente ao montante de moeda existente que é injetada no sistema econômico com relação à demanda pela moeda, determina-se a taxa de juros de mercado, todavia, é a demanda por motivos especulativos, que está mais intimamente ligada com a taxa de juros, devido ao fato de a taxa de juros ser a renúncia pela liquidez presente em prol de ganhos futuros, que justifiquem sua não retenção. A preferência pela liquidez tem uma relação inversa com a taxa de juros, devido à queda desta taxa fazer cair o lucro da liquidez, que é uma espécie de prêmio de seguro, para compensar o risco de perda de capital. E com taxas de juros constantes, significa que queda na taxa de juros implica taxa de juros segura, que conduz a um aumento em risco de liquidez, pode-se dizer que existe uma incerteza entre liquidez como conservação de recursos líquidos e taxa de juros. A eficiência marginal do capital é a taxa de desconto que leva uma série de capitais  $X$  a valor presente ser igual ao seu preço de oferta. A eficiência marginal corresponde à eficiência do capital que será mais provavelmente obtido.

Para o investimento acontecer, a eficiência marginal de seu capital deve exceder a taxa de juros, o preço de procura de um ativo é o valor presente, descontada a taxa de juros. Uma hipótese de curto período é que a eficiência marginal é decrescente quando o investimento cresce, devido ao preço de oferta crescer e as quasi-rendas prospectivas decrescerem. Assim, no curto prazo, a eficiência marginal do capital irá igualar a taxa de juros no montante do investimento sendo criado. Desta forma as mudanças na eficiência marginal do capital e da taxa de juros de mercado, influem nas taxas de investimento. Conhecendo-se a taxa de juros, o produto esperado e as curvas de oferta, poderá se determinar a taxa de investimento. Em resumo, o investimento é o trade-off da eficiência marginal do capital com a taxa de juros que determina o nível de utilização de capital.

Há diferentes interpretações sobre a visão da teoria de financiamento do investimento entre os Keynesianos, a seguir expõe-se uma visão conciliatória discutida por Amadeo e Dutt (1987),

"(...) exploram diferentes dimensões da Teoria Geral. Em suma, os pós-keynesianos enfatizam o papel do dinheiro e da incerteza, enquanto que os keynesianos neo-ricardianos enfatizam o mecanismo do multiplicador, o papel do produto como variável de equilíbrio entre poupança e investimento. Ao agirem assim, estão, de fato, buscando suas identidades: estão focalizando suas análises sobre o que consideram ser os elementos verdadeiramente revolucionários e inovadores das idéias de Keynes. Uma importante razão para a existência de dois grupos de keynesianos não pertencentes ao 'mainstream' é o fato de que o próprio Keynes enfatizou as noções de equilíbrio com desemprego (para a qual o papel do multiplicador é central) e a instabilidade do sistema (na qual o papel do dinheiro e da incerteza é fundamental." (Amadeo e Dutt 1987. p.596).

Para Medeiros (1996) a posição pós-keynesiana fundamentalista é pragmática ao reconhecer o papel ativo do sistema bancário, o qual, através do crédito, viabiliza investimentos independentemente da prévia formação de poupança. Enquanto isso, os monetaristas, inclusive os novos clássicos, defendem a necessidade de criação de poupança prévia a ser obtida com a redução do consumo, para o financiamento dos investimentos sem quaisquer impactos inflacionários.

Hermann (2000) destaca que o modelo de racionamento do crédito dos novos-keynesianos com base teórica sobre política monetária são: (1) as atuações anticíclicas das autoridades monetárias em economia de desemprego são eficazes e recomendadas, (2) que o mecanismo de transmissão de política monetária não passa pela flexibilização dos juros, como acreditavam os antigos keynesianos, mas sim a transmissão se explica através da rigidez da taxa de juros e pela resposta direta da oferta de crédito bancário. Completa sistematização é dada por Stiglitz & Weiss (1989).

A teoria baseia-se que o mercado de crédito opera de maneira não-walrasiana, devido à assimetria de informações que é inerente a ele, isto é com preço ( $r$ ) rígido e quantidade ( $L$ ) determinada pela regra do mínimo:

$L = \min(L_s, L_d)$  onde,  $L_s$  é oferta de fundos emprestáveis e  $L_d$  é a demanda por fundos emprestáveis.

O modelo do supply side economics dos novos-keynesianos coloca que, devido às imperfeições de mercado, o equilíbrio walrasiano não se verifica, com isso os preços são rígidos e não atuam como instrumento comum de *market clearing* (Nível de preço de mercado).

Com relação à regionalização das taxas de juros, uma parcela de autores novo-Keynesianos defende que a questão da informação imperfeita é tida como dada, ao invés de ser a causa de problemas de disponibilidade de crédito entre regiões. Neste contexto, há uma tentativa, por parte dos autores Samolyk (1991) e Faini et al. (1993), de explicar a mobilidade de capital entre regiões, erros de alocação de recursos financeiros e racionamento de crédito. Eles apontam a existência de informações assimétricas como prejudicial à provisão de crédito por instituições nacionais quando há falhas das instituições locais em prover esse crédito, pois a existência de custos de informação leva à constrição de crédito em regiões menos desenvolvidas. Como consequência de uma indisponibilidade das instituições financeiras não locais em emprestar nesta determinada região, passa a existir um racionamento de crédito regional.

Em relação à literatura regional e de crédito regional, os desenvolvimentos pós-keynesianos adotam o mercado como imperfeito e a moeda como parte integral do processo econômico. Deste modo, estes estudam os padrões de criação de crédito e como isso varia regionalmente, considerando tanto a demanda quanto a oferta do mercado regional de crédito. Para eles a moeda é relacionada ao crédito e à demanda, e participa do sistema econômico por duas vias: através de uma mudança de portfólio, iniciado por autoridades monetárias através de operações fiscais e de mercado aberto e assim pode ser considerada

como exogenamente controlada (Rodríguez-Fuentes, 1998); e através de um processo de geração de renda, pois o processo produtivo leva tempo e necessita de investimento ex-ante para insumos antes da venda do produto final. Assim, o crédito faz a ligação necessária para o *gap* financeiro produtivo.

#### **1.4 Outras Visões de Crédito e variáveis determinantes**

Devido à relação entre o estoque nominal de moeda e o nível geral de preços e da taxa média de inflação, Walsh (2003) descreve que, tradicionalmente, a moeda tem cumprido um papel de evidência na teoria econômica e macroeconomia. Isto não significa, necessariamente, que o estoque de moeda represente uma variável chave para compreender a ligação entre setor real e financeiro, ou que represente o indicador mais apropriado de curto prazo para influência de fatores financeiros na economia. Em anos recentes o mercado de crédito é alvo dos formuladores de política econômica, por exercer um papel crucial na transmissão da política econômica para a economia real.

O mecanismo de transmissão da política monetária, via canal do crédito, é decorrente da assimetria de informações entre os tomadores de empréstimos e os emprestadores no mercado financeiro. Nessa abordagem a assimetria de informações e os problemas por ela gerados (seleção adversa e risco moral), juntamente com os custos de transação, geram problemas de agência no mercado financeiro.

Alguns autores como Bernanke e Blinder (1988) apresentam algumas equações que permitem definir a importância do crédito na política econômica. O modelo se baseia numa variação do modelo IS-LM. O modelo é composto por três bens: moeda, crédito e títulos. Os agentes econômicos, tanto tomadores como emprestadores, escolhem entre emprestar ou investir em títulos, de acordo com a taxa de juros das duas alternativas. A equação de demanda por empréstimos será  $L^d = L(p, i, y)$ , onde  $p$  a taxa de juros dos empréstimos,  $i$  taxa de juros dos títulos e  $Y$  o PIB (Produto Interno Bruto). O limite bancário seria  $B^b + L^s + E = D(1 - \tau)$  onde;  $B^b$  títulos,  $L^s$  empréstimos,  $D$  depósitos, e considerando-se as reservas como se estas fossem requeridas ( $\tau D$ ), somando o excesso de reservas  $E$ . Assumindo que a

proporção de portfólio desejado depende das taxas de retorno dos bens disponíveis, então,  $L^s = \lambda(p, i) D(1-iulcnoC .(\tau-se, que a condição para o mercado de crédito é  $L(p, i, y) = \lambda(p, i) D(1-(adnameD a laugi atrefO) (\tau$$

Bernanke e Blinder (1988) apresentam os resultados de uma imensa variedade de choques, segundo esses autores, moeda é um bom indicador dos futuros movimentos do PIB, e o crédito é um bom indicador qualitativo da economia, exceto quando há importantes choques na demanda por crédito. Estes autores fazem uma análise importante sobre a preferência de políticas de estabilização de moeda e crédito. Com um choque expansionista na curva IS, moeda e crédito podem se elevar, caso as reservas bancárias não se modifiquem, para estabilizar o Banco Central contrairia as reservas bancárias. Um aumento na demanda por moeda, enviaria um impulso contracionista ao PIB, se este choque aumentar a oferta por moeda, um banco central monetarista contrairia as reservas bancárias para estabilizar a moeda, podendo desestabilizar o PIB. No entanto se o mesmo choque contraísse o crédito, então, um Banco Central para estabilizar o crédito expandiria as reservas. Neste caso as políticas baseadas no crédito são melhores que baseadas na moeda.

### **1.5 Tipos de financiamento**

O objetivo de uma empresa é a obtenção de lucros monetários e é de suma importância se considerar a estrutura de financiamento da mesma com destinação à formação de capital fixo, isso envolve condições de ordem técnica e econômica.

A formação de capital fixo pode envolver grandes volumes de recursos a prazos demasiadamente longos para maturação do investimento, esses investimentos trazem algumas dificuldades de tomada de decisões, na obtenção dos cálculos de forma concisa e segura referente às avaliações de riscos, formação de preços inclusive das receitas a serem auferidas. Tal possibilidade se dá devido à presença de choques exógenos, momentos adversos de mercado e erros de avaliação na elaboração de estratégias, de tomada ou revisão de decisões e gerenciamento.

Uma das dificuldades está na escolha das fontes de recursos disponíveis sejam internas ou externas ponderadas pelos seus respectivos custos. Uma decisão equivocada pode comprometer a continuidade da empresa.

Segundo Gitman (1987) a teoria da estrutura de capital está intimamente relacionada com o custo de capital da empresa, pois existem muitos debates na literatura financeira procurando definir se existe uma estrutura ótima de capital. Desde o fim dos anos 50, há autores que acreditam na existência de uma estrutura ótima para cada empresa e outros que discordam, ainda não se encontrou uma solução para esse conflito. Os que acreditam em uma estrutura ótima de capital são chamados de partidários da abordagem tradicional e os que discordam são chamados de defensores da abordagem MM de Franco Modigliani e Merton H. Miller, que foram os proeminentes iniciais das novas teorias.

No entanto, quando a atividade econômica, não prescinde da utilização de capital de terceiros, seja como decorrência do próprio funcionamento da empresa, seja em forma de financiamentos para o seu desenvolvimento. De acordo com a sua origem podemos classificar os capitais próprios em dois grupos: aqueles provenientes de fora do patrimônio, fornecidos, portanto, por seus proprietários e aqueles decorrentes da própria atividade da empresa. Os primeiros são representados pelo capital integralizado enquanto que os segundos são as reservas e os lucros retidos.

Os capitais de terceiros se dividem em débitos de funcionamento, e débitos de financiamento. Os débitos de funcionamento são originados do funcionamento normal da empresa pelo efeito da sua própria gestão e que se derivam em razão da troca e não pelo giro da moeda ou do crédito. Compreendem as dívidas provenientes de compras de matérias-primas, mercadorias, entre outros, e algumas oriundas das atividades normais das empresas, tais como despesas gerais, impostos, aluguéis. São representadas por dívidas em conta corrente. Os débitos de financiamento surgem em situações anormais e constituem-se para a provisão de fundos, isto é, meios financeiros de curto ou longo prazo.

Quando é utilizado recurso de terceiros para financiamento devem ser avaliados estudos detalhados de riscos de preço, mercado, de prazos de maturação do investimento, devido aos custos elevados desses financiamentos, e devidos aos riscos que contribuem para a elevação do custo financeiro dos recursos que estão sendo auferidos no processo de endividamento.

Para o financiamento com recursos de terceiros das empresas a dois modelos básicos ou uma combinação deles, financiamentos baseados no mercado de capitais e financiamentos baseados no crédito bancário.

#### 1.5.1 Financiamento Baseado no Mercado de Capitais

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. O órgão que define as diretrizes de atuação do sistema é o CMN (Conselho Monetário Nacional), e o órgão finalizador fiscalizador o BC (Banco Central) e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários, o mercado de capitais se destaca no financiamento da atividade econômica, principalmente na captação de recursos de longo prazo, não exigíveis, ou só exigíveis no longo prazo, são recursos de disponibilidades inteiramente livres.

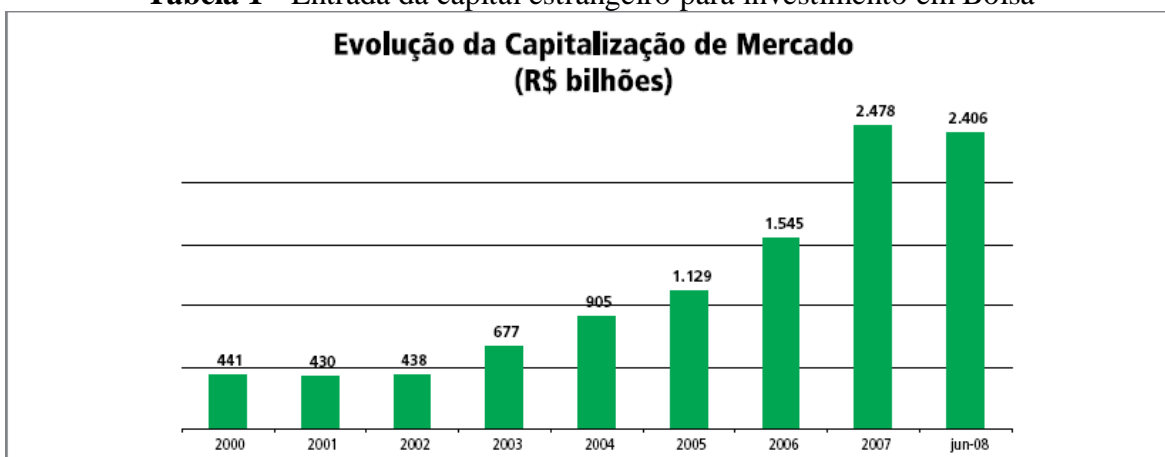
O que predomina no mercado de capitais é o financiamento direto, onde os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas, as ações, ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas, debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e “*commercial papers*”, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico. Nesse modelo de captação, as firmas deixam de lado o sistema bancário como mutuante, e buscam os recursos diretamente do público poupador.

O mercado de títulos é mais atraente quando as taxas de juros estão baixas, com taxas de juros em níveis elevados os poupadores buscam aplicar seus recursos no curto

prazo em ativos indexados as taxas de juros. São nos ciclos descendentes das taxas de Juros que o mercado de títulos apresenta sua melhor performance.(Gomes 1982)

No Brasil nos últimos anos devido à estabilidade econômica, melhora do risco País, baixa das taxas de juros, o mercado de capitais vem crescendo consideravelmente, com uma boa presença de capital estrangeiro.

**Tabela 1** - Entrada da capital estrangeiro para investimento em Bolsa



Fonte: Bovespa 2009

Será melhor detalhado no capítulo II as modalidades e os regulamentos no lançamento de títulos e captação de recursos no mercado internacional de capitais.

### 1.5.2 Financiamento Baseado no Crédito Bancário

Como nem sempre o empresário é o proprietário dos meios de produção e possui recursos próprios suficientes para realização de investimentos, cabe aos bancos, através do crédito bancário, fornecer ao empresário essa capacidade, tornando-o efetivamente esse agente empreendedor.

Os Bancos são os grandes financiadores principalmente do setor produtivo de empresas de capital fechado, de Micro e pequenas empresas e empresas de médio porte.



Em 1998 no Brasil, pela Resolução 1.524/88, emitida pelo Banco Central por decisão do Conselho Monetário Nacional, foi criada a figura Jurídica dos Bancos Múltiplos, criando bancos com estrutura financeira de grande porte, assim os bancos podendo operar como Banco Comercial, Banco de Investimento, Banco de Desenvolvimento, Sociedades de Créditos. Essas instituições sendo provedoras dos empréstimos de longo prazo.

Um dos pioneiros na análise histórica estrutural do sistema bancário e suas relações com as empresas foi Gershenkeon (1973), ele ressalta que, os bancos têm um papel chave fundamental no processo de acumulação de capital e na formação de empresários empreendedores, nos países que se encontram em um processo de industrialização tardia.

Gershenkeon (1973) em seu estudo, levantou que em países com escassez de capital, onde possa haver dúvidas com relação ao resultado de projetos, investimentos industriais e com a ausência de um mercado de capitais eficaz era exigido um sistema bancário novo e diferente dos existentes em países de economia altamente desenvolvida.

Conforme Schumpeter (1982) os bancos e os empreendedores são dois agentes chaves no processo de desenvolvimento econômico, ele atribuiu aos banqueiros a liderança entre os verdadeiros empreendedores. Schumpeter dá ênfase na função fundamental dos Bancos, que é a expansão dos meios de circulação. Ele divide em duas fases separadas no tempo ao circuito financeiro: uma a procura de financiamento para atender as necessidades das empresas no momento em que são tomadas as decisões de investimento, e a outra quando essas decisões se transformam em produção proporcionando a geração de renda e poupança.

Esse poder dos Bancos como peça chave para viabilizar esse gap financeiro na execução dos projetos empresariais, para expansão e diversificação da produção, ou mesmo busca de novas tecnologias para redução de custos e melhora de qualidade, coloca os bancos em uma situação vantajosa, gerando concentração de capitais, formando a criação de cartéis e muitas vezes subordinando o capital industrial ao bancário.

## **II- CAPTAÇÃO EXTERNA DE RECURSOS**

### **2.1 Legislação Brasileira sobre capitais estrangeiros no Brasil**

A captação de recursos externos pelas empresas brasileiras é realizada através de alguns tipos de operações a serem descritas nesse capítulo. No entanto, antes de expô-las, será abordado de forma concisa, algumas Leis, Resoluções e Circulares de grande relevância nessas operações.

A lei mais importante que disciplina a aplicação do capital estrangeiro no País é a lei 4.131 de 03/09/1962.

No seu artigo primeiro defini-se:

“Consideram-se capitais estrangeiros, para os efeitos desta lei, os bens, máquinas e equipamentos, entrados no Brasil sem o dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens ou serviços, bem como os recursos financeiros ou monetários, introduzidos no país, para aplicação em atividades econômicas desde que, em ambas as hipóteses, pertençam a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior” (Lei 4.131, 62, pág 1)

Foi pela Lei 4.131/62 que nas décadas de 1960, 1970 e 1980, que a maioria das captações de recursos privados do exterior eram efetuadas, na forma de empréstimos e financiamentos bancários internacionais, eram internamente operacionalizados através das resoluções e circulares do BC, entre as quais a mais importante naquele período era a Resolução 63, que regulava a contratação de empréstimos externos diretamente pelos bancos comerciais e de investimento., desde que autorizados a operar em câmbio para repasse às empresas no País.

Pela Resolução 63, até 29/07/99 podiam ser captados recursos externos com as finalidades de: repasses interbancários; operações de arrendamento mercantil; aquisição de direitos creditórios oriundos de operações de crédito e de leasing decorrentes de contratos

celebrados no mercado interno, com lastro em recursos captados no exterior e com cláusula de variação cambial; depósitos remunerados constituídos em US\$ nas condições determinadas pelo BC, compra de títulos do governo;

O prazo mínimo dos Bancos para o repasse ao mutuário final dos recursos, até 03/01/00 era de 90 dias, os bancos faziam o repasse do empréstimo externo em reais, depois da venda da moeda estrangeira correspondente, cobrando do tomador, a correção cambial, a comissão de repasse e os custos de captação.

Com a Resolução 2.683 de 03/01/00 os critérios de repasses internamente de recursos captados no exterior, ficaram a critério de mercado, sem interferências do BC, desde que as instituições financeiras como sociedades de arrendamento mercantil, fossem autorizadas, credenciadas e registradas no BC.

Então com uma maior entrada do Brasil no processo de globalização financeira e pelo Programa Nacional de Desburocratização, a partir de 30/08/00 entrou em vigor a resolução 2.770 e posteriormente a Circular 3.027. Ambas legislações vieram a regular as normas que disciplinam as operações de empréstimos entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior, à exceção das operações que envolvem o setor público.

Segundo Fortuna (2006) as características básicas das normas contidas na resolução 2.770 e da Circular 3.027, que disciplinam as operações de empréstimos com o exterior, captação de recursos no exterior com vínculo às exportações e captação direta com títulos conversíveis e as feitas por agências ou subsidiárias de bancos brasileiros localizadas no exterior, são as seguintes:

- os recursos captados por meio de empréstimos externos devem ser aplicados em atividades econômicas nos termos da Lei 4.131, desde que respeitada a compatibilidade entre os custos da captação e os parâmetros usuais no mercado internacional;

- não há necessidade de autorização prévia do BC, para a contratação dos empréstimos;
- os recursos ingressados no País devem ser registrados no BC;
- as instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil podem captar recursos no exterior para livre aplicação no mercado interno, incluindo repasses interfinanceiros para livre aplicação no mercado interno, incluindo repasses interfinanceiros, sendo que, no caso das instituições financeiras, também está autorizado o repasse a pessoas físicas e jurídicas não-financeiras (no repasse só pode haver o ganho de comissão);
- os recursos externos captados diretamente por meio da colocação de títulos devem observar os procedimentos utilizados no mercado internacional, não sendo admitidos vencimentos em aberto ou encargos indefinidos ou vinculados de forma ilimitada à performance do tomados de recursos ou de terceiros;
- existem restrições quando os tomadores dos recursos externos forem o setor público;
- não há prazo mínimo de amortização para a contratação, renovação e prorrogação das operações,
- as captações de recursos no exterior com vínculo às exportações, com títulos conversíveis, e as feitas por agências ou subsidiárias de bancos brasileiros localizados no exterior não se sujeitam às regras da Resolução 2.770, mas sim, às da Circular 3.027 com seu regulamento anexo.

A Resolução 2.012/93 do CMN e a Circular 2.348 do BC consolidam as operações de swap no Brasil, de modo mais amplo, regulamentam as operações com instituições do exterior destinadas a proteção (*hedge*<sup>2</sup>), contra riscos de variações no mercado internacional de taxas de juros, câmbio e preços de commodities, relativos aos seus pagamentos e recebimentos, com efetivação programada em data futura.

---

<sup>2</sup> Hedge é uma operação (c/ derivativos) que tem por objetivo diminuir o risco das oscilações do mercado. O *hedge* vem do inglês e significa: cerca, muro, barreira, proteção ou cobertura de riscos.

A Resolução 3.221/04 define as condições para registro de recursos ingressados no País, mediante a emissão de títulos denominados em reais, no mercado internacional, por parte de pessoas jurídicas domiciliados ou com sede no País, nessa modalidade a empresa não vai precisar fazer *hedge* contra a desvalorização da moeda estrangeira, esses recursos captados em reais no exterior tem vantagens em ficar no exterior, se internalizasse os recursos no Brasil, o emissor teria que pagar o IR de 15% sobre os juros remetidos ao exterior, ficando em desvantagem devidos aos maiores juros em reais oferecidos aos investidores.

## **2.2 Formas de captação de recursos no exterior**

### 2.2.1 Lei 4.131

Pela lei 4.131 um banqueiro do exterior pode emprestar diretamente a uma pessoa jurídica não-financeira, apenas com a intermediação de uma instituição jurídica financeira, mas essas operações necessitam de autorização do BC. Normalmente para esses empréstimos é aplicada a taxa Libor<sup>3</sup> para seis meses acrescida de um spread.

### 2.2.2 Repasse de moeda estrangeira

Pela resolução 2.770, (antiga resolução 63) um banco Brasileiro capta recursos no exterior e repassa para terceiros dentro do país. Esse tipo de captação é repassada a empresas de médio e pequeno porte, que não tem a capacidade de captar diretamente recursos no exterior, assim o banco Brasileiro capta os recursos em moeda estrangeira, vende essas divisas no mercado de câmbio e repassa para uma empresa Brasileira, cobrando comissão, correção cambial e os mesmo juros que ele paga no exterior, os vencimentos dos empréstimos efetuados as empresas domiciliadas aqui não podem nunca serem superiores

---

<sup>3</sup> LIBOR - London Interbank Offered Rate - taxa de juros de venda do mercado londrino. É uma média, calculada a partir da taxa de juros praticada pelos principais banqueiros na praça de Londres.

ao vencimento da captação externa. No vencimento do empréstimo, o devedor paga em moeda nacional o banco Brasileiro, corrigido pelo câmbio vigente do dia. (Fortuna 2006)

### 2.2.3 Bônus ou Bonds

Os bônus ou Bonds, são títulos emitidos por empresas privadas ou públicas de grande penetração internacional, também podem ser emitidos por Governos. Como os conhecidos *Brady Bonds*, que foram emitidos em 1994, na renegociação da dívida externa Brasileira. Essa modalidade de captação de recursos geralmente envolve grandes volumes financeiros e são feitos através de bancos sindicalizados. (Maia 2008)

Os Bônus podem ter a conotação de eurobônus, que ocorre quando a emissão ocorre fora do País da moeda onde o título estiver sendo emitido. Esses títulos podem ser emitidos a taxas de juros fixas ou flutuantes e o BC quem determina os prazos mínimos de captação por meio de emissão de títulos, geralmente no mínimo de 3 anos, No exterior geralmente o termo *Bonds* são para títulos com vencimento de mais de 10 anos e para títulos com prazo menor que 10 anos, se usa o termo *Notes*. No mercado cambial, a emissão de bônus é chamada também de securitização.

Um dos primeiros passos para emissão de eurobônus no mercado internacional é a escolha de uma instituição financeira de credibilidade é ela que vai coordenar o lançamento e levantar as condições de mercado internacional para empresa, depois vem a contratação de um bom escritório de advocacia, que vai trabalhar na preparação da emissão do título a ser distribuída no mercado, nessa fase ocorre as reuniões entre os executivos da empresa, escritório de advocacia e os funcionários do agente financeiro, a última fase é quando é feito o lançamento ao mercado, que é realizada pelo banco coordenador, nesse momento é onde o tomador ira saber o custo do dinheiro da sua captação.

A emissão de bônus no mercado internacional é uma operação com elevados custos:

- um custo fixo mínimo de emissão que podem variar de US\$ 150 mil a US\$ 250 mil, que são referentes a serviços legais, confecção e impressão do prospecto de lançamento e dos títulos incluindo os cupons de juros e registro da emissão em uma bolsa internacional.
- um custo de comissão pela administração e venda dos títulos, que varia conforme as condições de mercado e podem chegar a 1,25% do total da operação.

Os eurobônus podem ser lançados com opções específicas: opção *Put* ou *Call*. A opção *Put* permite a devolução do título pelo investidor ao emissor antes do prazo final do vencimento do título, assim protegendo o investidor contra uma subida das taxas de juros; e a opção *Call*, protege o emissor contra a queda das taxas de juros, permitindo a resgate antecipado por parte do emissor antes do prazo final.(Fortuna 2006)

Existem também outras opções de títulos: títulos conversíveis em ações, nessa opção o investidor estrangeiro tem a possibilidade de trocar os títulos emitidos pela empresa por ações da mesma, transformando o empréstimo em investimento; títulos permutáveis, onde é oferecida ao investidor estrangeiro a chance de trocar os títulos por ações ou quotas de outra empresa sediada no país; títulos com garantia (*warrants*), são como cupons anexados aos títulos, eles dão a opção ao investidor de comprar ações ou quotas da empresa emissora a um determinado preço.

Em casos onde há opção de *warrant*, o investidor está combinando uma operação de renda fixa com um potencial de ganho de capital na conversão e futura venda das ações e para empresa emissora é uma operação de empréstimo em que paga o juros do bônus, mas o pagamento do principal pode ser feito através da emissão de ações.

O Retorno obtido pelo investidor na compra dos títulos será um desconto com relação ao valor de face que geralmente é obtido na hora da compra do título mais a

variação em pontos percentuais ou ponto-base que este título está acima do título de menor risco no mercado internacional, normalmente os títulos do mercado norte americano, de igual prazo ou prazo interpolado para efeito de comparação.

O sucesso na colocação dos títulos está relacionado com o comportamento do mercado cambial, a estrutura das taxas de juros em relação a seus níveis de curto e longo prazo e a liquidez no mercado secundário de títulos. As empresas emitem títulos para reestruturação de suas dívidas ou para realização de investimentos.

Conforme Fortuna (2006), as instituições financeiras brasileiras vão ao mercado financeiro internacional para captar dólares, geralmente para capital de giro no curto prazo, pela emissão de eurobônus, quando conseguem captar a juros menores do que o cupom cambial, assim obtendo ganhos de arbitragem pelos juros que vão receber da compra de títulos públicos federais ou empréstimos feitos às empresas.

Quando o cupom cambial é maior que os rendimentos dos títulos no exterior, mesmo com um aumento nos custos das captações externas, ainda é vantagem para os bancos e empresas caparem no mercado internacional, os emissores dos títulos no exterior obtêm ganhos de arbitragem pelas diferenças de juros internos e externos.

Quando o BC sente uma pressão indesejada no câmbio, ele pode alterar o cupom cambial, o seu valor está intimamente ligado aos efeitos da política cambial sobre a política monetária.

#### 2.2.4 Commercial papers

Os CP (commercial papers) são títulos, a curto prazo, emitidos por uma empresa, sem a necessidade de empréstimo bancário. Como os bônus, são títulos que definem uma obrigação direta do emissor ao portador.



Esses títulos têm uma similaridade com as debêntures, com uma diferenciação no prazo, as debêntures geralmente têm maior prazo. A garantia na maioria das vezes é somente a idoneidade da empresa emissora, Com garantias de um banco, vai ser emitido commercial papers pagando uma taxa de juros menor, assim geralmente são obtidos captações em menor volume.

Segundo Maia (2008) o primeiro lançamento de commercial papers emitidos no Brasil na década de 1960, foi tão grande que o governo Brasileiro ficou preocupado que inflacionasse o mercado, Então foram proibidas novas emissões até 1990, pela Resolução 1.723 do BC e Instrução 134, da CVM (Câmara de Valores Mobiliários).

Para commercial papers com prazo inferiores a 180 dias, os Juros são pagos no vencimento, CP com prazos maiores geralmente são pagos semestralmente e são baseados na *Libor* para seis meses, acrescidos de um *spread* referente ao risco comercial e política da operação, quando eles são captados via banco, assemelha-se a operação 63, as divisas são repassadas a tomadores internos em reais, com as prestações sendo corrigidas pela variação cambial no mesmo prazo da captação no exterior.

Os commercial papers, também são conhecidos como empréstimos intercompanhias , quando essa operação é executada entre a matriz no exterior e a filial dentro do país, assim elas podem capitalizar a filial e ficam protegidas do risco cambial.

A emissão de commercial papers é uma modalidade muito boa para as empresas brasileiras com carência de recursos e sem acesso ao mercado de ações e debêntures, em termo de prazos e juros obtidos. ( Fortuna, 2006)

#### 2.2.5 Certificado de Depósitos

Os certificados de depósitos (*certificate of deposits*), são títulos emitidos no mercado internacional por bancos estrangeiros ou agências de bancos brasileiros no

exterior, são similares ao CDB (Certificado de Depósitos Bancários) emitidos aqui no Brasil.

Esses títulos têm como finalidade aumentar a liquidez dos emitentes, os prazos desses papéis são variáveis e eles são vendidos a investidores internacionais, eles também podem ser negociados no mercado secundário. (Maia 2008)

#### 2.2.6 Operações de Empréstimos Sindicalizados

As operações de empréstimos sindicalizados (*syndicated loans*), são captações onde um grupo de bancos estrangeiros assume o duplo papel de credor e investidor, eles correm os riscos de crédito diferente dos outros meios de captação, onde os bancos são apenas financiadores como intermediários. Para as empresas esses empréstimos são mais vantajosos do que a simples colocação de papéis no mercado devido a maior flexibilidade com relação a prazos e taxas.

Nessa operação um banco lidera o sindicato, banco mandatário (*lead manager*) distribuindo as parcelas de créditos adicionais às demais instituições financeiras, o *lead manager* lidera até a formação do sindicato e a assinatura do contrato, depois passando a coordenação ao banco agente ou (*agent*) geralmente é escolhido o banco que mais contribui com os recursos sindicalizados, ficando com a função de organizar e operacionalizar os empréstimos.

As funções do banco agente são: gerenciamento dos fluxos de pagamento; atestar a ocorrência das condições impostas ao tomador par desembolso; receber notificações em nome dos membros do sindicato; realizar cálculos financeiros em caso de empréstimos sujeitos a taxas flutuantes; e declarar o vencimento antecipado do empréstimo, caso ocorram causas que o justifiquem. (Fortuna 2006)

### 2.2.7 Debêntures

As Debêntures são uma modalidade de título mobiliário, representativas de empréstimo, geralmente de médio a longo prazo, podem ser emitidos por sociedades anônimas não financeiras, que asseguram aos seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a empresa emissora, conforme as descrições constantes nas escrituras de emissão.

Uma grande atratividade destas emissões é a possibilidade da empresa poder conciliar a amortização e a remuneração ao seu fluxo de caixa e às condições de mercado.

Sua escritura de emissão é o documento onde são descritas as condições da debênture, como os direitos conferidos pelo(s) título(s) e os deveres da emissora, a data de emissão e vencimento, os pagamentos de juros, montante e quantidade de títulos, condições de amortização, prêmios e garantias. (Oliveira 2009)

A emissão de debêntures é regulamentada pela Lei 6.404/76 que estabelece algumas de suas condições, como: seu prazo de resgate nunca pode ser inferior a um ano; sua emissão deve ter o limite máximo o valor do capital próprio da empresa; as condições de emissão devem ser deliberadas em assembléia Geral de acionista; entre outras especificações.

Os Compradores de uma debênture são credores da empresa que a emitiu, ao contrário do acionista, que é um dos proprietários dela e tem direito à participação nos lucros, porém sujeito às oscilações diárias do valor do papel no mercado. A debênture é mais segura do que a ação, pois o debenturista recebe antes dos acionistas no caso de falência da empresa, por ser classificado como credor.

Um agente fiduciário pode representar um condomínio de debenturistas perante a empresa emitente. Este deve zelar pelos direitos dos debenturistas, é de sua

responsabilidade assegurar que a emitente cumpra as cláusulas da escritura. No contrato da debênture são especificados os direitos, deveres e condições para a remoção do agente.

O Banco Mandatário, que geralmente é um banco comercial ou múltiplo com carteira comercial, é o responsável pela confirmação financeira de todos os pagamentos e movimentações efetuadas pelo emissor. Ele se responsabiliza pela confirmação de lançamentos como pedidos de depósito e retirada do mercado secundário, conversões, permutas, pedidos de desistência fora do prazo determinado.

As principais características de uma emissão de debênture são:

- o nome da empresa;
- o número da emissão e o número de série;
- a data da emissão e data do vencimento de cada série
- o índice de atualização monetária
- a forma: Nominativas (onde a empresa dispõe do livro de Registro das Debêntures Nominativas e nele anota registro e controle das transferências) Escriturais (quando a custódia e escritura são delegadas a uma instituição financeira)
- a espécie, em função da garantia oferecida aos investidores podem ser classificadas em: Real (quando os ativos da empresa ou de terceiros garantem a emissão); Flutuante (os credores têm o privilégio sobre os ativos da empresa em caso de falência A emissão é limitada a 70% do ativo menos as dívidas garantidas por direitos reais, caso o valor da emissão supere o capital próprio); Quirografária (sem privilégios a emissão corre em igualdade de condições com os demais credores); Subordinada (os credores só têm garantias sobre os acionistas)
- o tipo: Simples (o credor recebe juros e correção monetária); conversível (após o término no prazo da emissão, o credor pode optar por transformar suas debêntures em ação) permutável (após determinado prazo o credor pode transformar suas debêntures em ações que não da empresa emissora)

- a quantidade da emissão e seu valor, o número de debêntures emitidas e o seu valor unitário;
- o cronograma de eventos; datas de pagamentos de juros, prêmios ou repactuação da remuneração;
- as condições de resgate antecipado
- os rendimentos: corresponde ao valor dos juros e prêmios a serem pagos, podem ser prefixados ou indexados;
- a forma de conversão; no caso de debêntures conversíveis em ações são fornecidas as datas e as formas de conversão;
- o banco mandatário
- o agente fiduciário

A base legal de natureza política para emissão de debêntures no Brasil está contida nas Leis 6385/76 (antiga lei das SA) e 6.404/76, com redação atualizada pela Lei 10303/01 foi dado respaldo legal e conferido o direito das empresas de emitirem debêntures. (Fortuna 2006)

As empresas Brasileiras podem emitir debêntures no exterior, desde que previamente autorizadas pelo Banco Central, onde o registro, para efeitos de remessa de amortização e de juros, pressupõe a transferência de recursos para o Brasil

A negociação no mercado de capitais Brasileiro de debêntures emitidas no exterior depende de prévia autorização do Conselho de Valores Mobiliários.

#### 2.2.8 Depositary Receipts (DR)

Os Recibos de Depósitos (Depositary Receipts) são títulos de renda variável, negociáveis no mercado de um determinado país onde o investidor está situado e são lastreados em ações ordinárias ou preferenciais, de uma sociedade anônima instalada em outro país. As ações que lastreiam essas operações são custodiadas em uma instituição financeira, responsável por manter a guarda dos títulos. O recibo é emitido por um banco

depositário no exterior e pode ser trocado a qualquer momento pelas ações custodiadas. As ações mesmo negociadas fora do seu mercado de origem, carregam consigo todas suas características, como também os direitos adquiridos pelos acionistas do país de origem. (Andrezo e Lima, 1999).

A emissão de DR traz diversos benefícios às empresas, principalmente para empresas situadas em países com um mercado de capital pouco desenvolvido, possibilitando ter suas ações negociadas em outro país, gerando uma captação de recursos no exterior.

Para uma empresa no Brasil lançar um DR, ela deve primeiramente fazer um pedido de registro no Conselho de Valores Mobiliários (CVM) e no Banco Central, verificar se a instituição financeira custodiante está registrada na CVM e entrar em contato com o órgão regulador do país onde os recibos serão negociados. O mais difícil é atender as diferentes exigências que os diferentes níveis dos programas de DR exigem.

Os Depositary receipts outorga ao acionista o direito sobre todos os dividendos, as subscrições e as bonificações, além de um ganho de capital.

Os tipos de DR mais conhecidos são:

- ADR (*American Depositary Receipt*) são negociados exclusivamente no mercado Norte Americano;
- IDR (*International Depositary Receipt*) são negociados no mercado Europeu;
- GDR (*Global Depositary Receipt*) emitidos somente por investidores institucionais em certos mercados.
- BDR (*Brazilian Depositary Receipt*). Constituem-se em recibos de depósitos com lastro em valores mobiliários emitidos por companhias abertas com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil.

Os ADR são o tipo de maior uso e negociação, devido a maior capitalização acionária e expressividade do mercado de capitais dos EUA (Estados Unidos da América), são também as com mais exigências de *disclosure* (abertura).

Os papéis emitidos e negociados no mercado norte-americano, com lastro em ações de outros países. Este instrumento financeiro foi desenvolvido para permitir a investidores americanos acesso ao mercado de ação de outros países, dentro dos Estados Unidos, em condições e práticas de mercado muito semelhantes àquelas a que estão acostumados, ao invés de fazê-lo nos mercados externos.

Para lançar ADR, a empresa deve emitir ações, ou comprá-las no mercado secundário, depositando os papéis em um banco no Brasil, que atuará como custodiante. Com lastro nessas ações, um banco comercial norte-americano (depositário) emitirá os respectivos certificados. (Oliveira 2009)

Os programas de DRs norte americanos podem ser classificados em quatro níveis, conforme o modo e a forma de negociação em relação às exigências de transparência e adequação as normas do SEC (Securities and Exchange Commission) e das bolsas locais.

O ADR Nível I, é a maneira mais simples e de menor custosa, assim sendo a maneira mais comum de acesso ao mercado norte americano, compreende a maior parte das operações efetuadas até agora por empresas brasileiras, envolvendo o lançamento de certificados para negociação em balcão. Os ADRs são emitidos com base em ações já pré-existentes no mercado doméstico, não representando novo lançamento. Essas ações ficam depositadas no banco custodiante. Entre as vantagens desse tipo de operação estão:

- maior liquidez proporcionada à ação
- ampliação da base de acionistas
- a não obrigação de adaptar suas demonstrações financeiras aos USGGAAP (*United States Generrally Accepted Accounting Principles*)
- a possibilidade de solicitar a isenção da registro junto à SEC

- Normalmente, visa uma colocação primária futura, tendo por objetivo inicial tomar o papel e seu respectivo emissor mais conhecido no exterior, com custos relativamente baixos.

O ADR de Nível II, neste nível a empresa está autorizada a negociar em bolsas americanas, embora não havendo captação de novos recursos, são exigidas: adaptações das demonstrações financeiras de acordo com a USGAAP; o registro no SEC; preencher os requisitos da bolsa de valores a ser negociado o papel; e o fornecimento periódico de informações detalhadas aos investidores.

O ADR Nível III, neste caso a empresa faz uma oferta pública de ADRs no mercado norte americano, aqui o lançamento é lastreado pela emissão de novas ações no mercado de origem, permitindo o levantamento de recursos. Nesse nível os títulos têm maior liquidez que nos anteriores e podem ser negociados tanto em bolsa como no mercado de balcão. As exigências são: enquadramento total às regras da SEC; tradução e classificação do balanço aos critérios da USGAAP;

O ADR restrito segundo a regra 144-A, neste caso há lançamento primário de papéis, mas as ofertas são restritas a compradores institucionais qualificados QIB (*Qualified Institutional Buyers*), é efetuado por meio de um sistema chamado PORTAL (*Private Offerings, Resales and Trading Trought Automated Linkaged*), devido ao volume que negociam, esses investidores são considerados sofisticados não requerendo a necessidade de registro no SEC e adaptações das demonstrações financeiras ao USGAAP, só é necessário apresentar um memorando de ofertas que contenham o mais recente relatório anual completo da empresa e manter o fornecimento de informações aos investidores estrangeiros com a mesma frequência e conteúdo das fornecidas ao investidor nacional. As exigências requeridas para captação de recursos pela norma 144, são basicamente as do ADR Nível I. A colocação desses títulos no mercado é por meios de bancos que vendem aos investidores institucionais. (Andrezo e Lima, 1999).



### 2.2.9 Securitização de Ativos

A securitização de ativos é a transformação dos ativos de uma empresa em títulos negociáveis, esses lastreados em posição de seus ativos, tais como contas a receber ou estoques a comercializar.

Em uma securitização é necessário criar uma Sociedade de propósito específico (SPE- *Special Purpose Company*). A SPE é quem capta no mercado pela emissão dos títulos, lastreados nas receitas futuras da empresa que recebe o crédito comprometido na operação e os aloca em conta própria os fluxos de moeda estrangeira.

As vantagens na securitização de ativos é de ter um custo reduzido de captação, devido a sua estrutura ter garantias implícitas, seus fluxos de recursos conhecidos e constantes em dólar (livre de risco de conversibilidade da moeda) e normalmente possuir um seguro *monoline* (seguradoras especializadas em securitização) assim o risco dessa operação passa ser o risco dessa seguradora.

Sua captação é de custo menor que dos Bônus e tem um *rating* das agências de risco melhor que do risco-Brasil, assim conseguindo acesso a um maior grupo de investidores, em um dos mercados de maior liquidez mundial, conseguindo classificações do tipo, a regra 144A.

As empresas exportadoras, podem executar uma securitização de recebíveis de seus contratos de exportação, a garantia dos títulos são os recursos de suas vendas no exterior, esses posteriormente são repassados para a SPE. Outra operação de securitização é a efetuada pelas instituições financeiras, que dão como garantia os fluxos de dólares de seus clientes do exterior para o Brasil e os recursos vinculados ao comércio exterior. (Fortuna 2006).

### 2.2.10 Securitização de Empréstimos

As securitizações por instituições financeiras são reguladas pela Resolução 2.493/98 do Banco Central. Securitização em seu conceito global envolve toda uma família de operações de transformação de empréstimo em títulos. Um exemplo de securitização seria pegar um empréstimo captado por uma operação do tipo 63 ou 4.131 e dividi-la transformando em títulos negociáveis, para colocá-los a venda no mercado para investidores. O banco que custodia o empréstimo original repassa o pagamento dos juros e principal para os donos dos títulos. Essa operação de empréstimo é semelhante à emissão de ADR.

A securitização de empréstimos refere-se a transformação de um empréstimo em títulos para serem revendidos para investidores, à prazos menores que dos Bônus e Eurobônus. (Fortuna 2006)

### 2.2.11 Pre-export

O *pre-export* é um tipo de financiamento para o exportador, onde é feita uma captação de recursos, a curto prazo, no exterior. Essas operações não são feitas individualmente, na prática um banco faz um pool de diversos contratos de câmbio e apenas um *pre-export* coletivo. (Maia 2008)

Uma operação de *pre-export* acontece da seguinte maneira:

- Um contrato de câmbio de exportação é fechado com um banco por um determinado prazo, isso significa que nesse prazo o importador deverá pagar o valor da importação;
- O exportador faz uma operação de ACC (Adiantamento sobre contrato de câmbio) nessa operação ele solicita ao banco um adiantamento, no valor do contrato de câmbio em moeda nacional, antes do prazo de vencimento do contrato;

- O banco não tendo moeda nacional disponível, solicita a um banco no exterior um empréstimo em moeda estrangeira, no valor da exportação (*pre-export*);
- depois de obtido o *pre-export*, o banco vende as divisas no mercado cambial e repassa o dinheiro em moeda nacional ao exportador;e
- no prazo de vencimento do contrato de exportação, o importador paga o banco que tomou o *pre-export* e esse repassa ao banqueiro no exterior que efetuou o financiamento, liquidando a operação.

#### 2.2.12 Supplier's Credit

Essa é uma operação onde um banco nacional ou do exterior financia um exportador, antecipando os recursos para produção, esse financiamento pode ser de curto ou longo prazo, podendo ficar os juros vinculados ao preço da mercadoria a ser comercializada. A operação será liquidada no vencimento do saque.

#### 2.2.13 Buyer's credit

Nessa operação um banco financia um importador, é uma operação inversa ao *supplier's Credit*.

#### 2.2.14 Forfaiting

Nessa operação um exportador negocia uma letra de câmbio (ou cambial de exportação), que nada mais é que um título contra o importador, o exportador vende a um banco esse cambial de exportação a um banco sem direito de regresso, isto é se a cambial não for paga no vencimento, o risco é do banco. No ato do da formalização da operação o banco cobrará do exportador comissões e juros.

(Maia 2008)

## **2.3 Os riscos na captação de recursos no exterior**

O risco é um componente presente na vida de cada um de nós e que procuramos ponderar, ainda que intuitivamente, no momento da tomada de qualquer decisão.

O risco de crédito no setor financeiro pode ser definido como a probabilidade de que o capital emprestado ou investido não retorne, em função de características do cliente, da operação, da conjuntura econômica ou da combinação de todos esses fatores.

No mercado internacional, o processo de avaliação de risco se torna muito mais complexo, pois as operações são conduzidas em ambientes legais, sociais, políticos e econômicos diferentes. A importância na classificação de risco, é devido a que, quanto menor a classificação de risco de inadimplência (ou *default*), mais barata deverá ser a captação.

Os principais tipos de risco são: o risco comercial é o risco atribuído a cada empresa, de natureza mais microeconômica e o risco político (ou Soberano) atribuído ao país, de natureza macroeconômica.

A seguir serão abordados alguns riscos nas captações de recursos no exterior e posteriormente algumas maneiras de proteção ao risco.

### **2.3.1 Risco Cambial**

O risco cambial está associado à política cambial, que é fundamentalmente a administração da taxa de câmbio e o controle das operações cambiais.

Segundo Saunders, (2000) risco cambial é o risco que existe nas transações nos mercados de moedas estrangeiras, nas concessões de empréstimos em moedas estrangeiras, na compra de títulos estrangeiros ou no endividamento em moedas estrangeiras para captar fundos.

No Brasil é adotada taxa de câmbio flutuante, a princípio sem intervenção governamental, nessa modalidade é a lei de oferta e procura do mercado que regula o valor da moeda.

A variabilidade associada às taxas de câmbio significa risco ponderável para as empresas que tenham ativos ou passivos em moeda estrangeira, dada à obrigatoriedade de conversão dos valores negociados para a moeda nacional.

Uma maneira de avaliar o risco cambial é através de uma análise das projeções do Balanço de Pagamentos do País, dos níveis atuais e futuros das reservas internacionais e da programação dos pagamentos das dívidas em moeda estrangeira. Também externamente deve ser analisada a trajetória das diversas moedas transacionadas no mercado internacional, cujo comportamento está diretamente associado à estabilidade econômica, social e política dos respectivos países emissores.

Um país que adota uma boa política cambial deve permitir um elevado fluxo de moeda com o exterior nos dois sentidos, garantindo que eventuais déficits em conta corrente sejam assegurados por um conjunto de financiamentos externos, como: colocação de bônus, vendas de títulos, linhas de crédito para exportação e importação, investimentos diretos, e outras fontes de entrada de recursos do exterior. Um mecanismo do Banco Central do Brasil de controlar o fluxo de dólares é através do IOF (Imposto sobre operações Financeiras) sobre operações de câmbio.

Um termo muito usado no mercado financeiro é cupom cambial, que significa a remuneração efetiva dos dólares convertidos em reais e aplicados no mercado financeiro brasileiro de títulos que renda correção cambial mais uma taxa de juros, no caso o cupom cambial. O valor do cupom cambial vai determinar o interesse do investidor estrangeiro em aplicar seus recursos no Brasil, comparando o risco de crédito da aplicação aqui e os ganhos que poderia obter no seu país de origem.

A taxa de cupom cambial varia conforme a oferta e procura por dólares ou *hedge* em dólares, quando houver uma pressão vendedora de papéis lastreados em dólares a tendência é de o cupom subir, pois o vendedor provavelmente oferecerá um juro ou prêmio maior para efetivar a venda. (Fortuna, 2006)

Alguns mecanismos de proteção contra o risco cambial, serão expostos mais adiante no trabalho, onde será tratado também de algumas operações como; mercado futuro, *hedge* em operações no mercado de títulos, mais especificamente de derivativos.

### 2.3.2 Risco da taxa de juros

Esse risco está associado ao comportamento das taxas de juros internacionais normalmente utilizadas nas operações de longo prazo, que repercute diretamente no custo final de uma operação de financiamento externo. Normalmente nessas operações é utilizada a taxa de juros *Libor* (London Interbank Offered Rate) taxa de juros do mercado Londrino ou a *Prime Rate* que é a taxa de juros praticada pelos bancos nos Estados Unidos da América.

A variação das taxas de juros internacionais está relacionada com a liquidez no mercado financeiro mundial e eventuais crises econômicas de grande repercussão, como uma eventual mudança de política monetária decorrente de algum ajuste econômico em algum dos principais mercados, como o mercado norte americano ou Londrino. (Hartung, 2002)

Existe a possibilidade de reduzir o risco de juros, com operações de *hedge*, fazendo uma alteração de taxas de juros flutuante para taxa de juros fixa. Essas operações serão abordadas mais adiante nesse trabalho.

### 2.3.3 Risco-país

O Risco-país é o risco de o governo de um país não honrar os compromissos representados pelos seus títulos de dívida, seja por questões econômicas ou políticas. Tecnicamente neste risco está embutido uma sobretaxa que se paga em relação a rentabilidades dos títulos do tesouro norte americano, que são os títulos de menor risco no mercado internacional. Dessa forma, o risco-Brasil pode ser mensurado como uma remuneração adicional que os investidores internacionais exigem para aplicar seu dinheiro no Brasil, esse risco é divulgado em pontos, cada 100 pontos, corresponde a 1 ponto percentual acima dos juros do mercado norte americano. (Oliveira 2009)

Este *spread* acima dos Juros do tesouro norte americano é medido a partir do EMBI+ (Emerging Markets Index Plus) medido pelo JP Morgan, para os títulos brasileiros, ou pelos preços de transação dos C-bond no mercado secundário.

O EMBI+ registra os retornos dos títulos da dívida externa dos países emergentes, incluído no índice estão, os empréstimos performados, os *Brady Bonds* e os eurobônus. Esse índice é amplamente usado no mercado financeiro internacional, como referência para percepção de risco, por compilar os retornos de maior liquidez dos instrumentos da dívida dos países que compõem o índice.

O Risco-Brasil serve como um termômetro, da confiança do mercado financeiro na capacidade de o Brasil honrar com seus compromissos da dívida. Quanto maior for o risco, menor será a capacidade do país de atrair investimentos estrangeiros, assim para tornar o investimento atraente, o país tem que elevar as taxas de juros que remuneram os títulos representativos da dívida.

#### 2.3.4 Classificação de risco de crédito (agências de *rating*)

Como uma alternativa de investimento aos investidores internacionais, os diferentes títulos de empresas e países são classificados pelas agências internacionais de classificação de risco, entre as mais conhecidas estão Moody's, Standard and Poor's e Fitch.

Segundo Altman (2000), *rating* de crédito é uma avaliação da capacidade creditícia de uma empresa e a função das empresas de *rating* é de informar aos investidores e ou credores a probabilidade de não receberem todos os pagamentos do principal e juros, é uma avaliação do risco de não pagamento (ou *default*), em relação a um determinado título.

A classificação das agências de crédito se torna de grande relevância com a globalização financeira e grande fluxo de capitais a cruzar as fronteiras, uma boa classificação pode reduzir o custo de captação e dar mais liquidez ao título de uma empresa ou governo.

As classificações não são, no entanto, recomendações de compra ou venda de títulos, nem são garantia de que uma moratória não irá acontecer. As agências de classificação de riscos de crédito fazem classificações para qualquer tipo de dívida ou obrigação relacionadas aos interesses dos investidores institucionais, como por exemplo, títulos da dívida, soberanos ou corporativos, debêntures, títulos lastreados por ativos ou hipotecas, títulos da dívida conversíveis, notes, títulos derivativos, entre outros. Não são analisadas e classificadas as ações (títulos de renda variável) emitidas pelas corporações.

As taxas de inadimplência são sensíveis à conjuntura do período em que são calculadas, variando consideravelmente em função de ciclos econômicos mundiais e domésticos. Agências classificam tanto um devedor quanto uma emissão específica. A classificação de um título pode superar a classificação do emissor, caso haja garantias ou cláusulas contratuais que tornem mais seguro um determinado título do que a garantia dada pelo patrimônio geral do emissor.



Como vimos anteriormente as agências de risco calculam o risco-país (ou Risco-Soberano) que é o risco de insolvência de uma nação geralmente o risco de um país honrar suas dívidas é maior que das empresas que nele residem, mas existe alguns fatores que podem levar a classificação de uma empresa acima do risco soberano:

- a probabilidade de moratória generalizada no caso de inadimplência do governo central;
- valor da dívida, levando-se em conta as garantias;
- condições de acesso às divisas através da exportação, regular e em larga escala, ativos no exterior, proprietário estrangeiro ou outras fontes de apoio externo;
- integração com as redes de produção global e de suprimento;
- e importância para economia nacional e para os mercados de capitais nacionais.

Na tabela 2, página seguinte, estão contidos os *ratings* das agências de classificação de crédito conforme seu grau de segurança, informações das agências Standart & Poor's , Moody's e Fitch.

**Tabela 2 - Classificação de risco das agências de *rating***

Classificação do Rating	Serviços de Rating		
	Standart & Poor's	Moody's	Fitch
Segurança Máxima	AAA	Aaa	AAA
Alta Segurança	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Segurança Média Alta	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Segurança Média Baixa	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
Os riscos classificados acima dessa linha são Investment Grade			
Especulativo	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Altamente Especulativo	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
Risco de Insolvência	CCC	Caa1	CCC
Risco Substancial	CC	Caa2	CC
	C	Caa3	C
Alto risco de Insolvência	DDD		DDD
	DD		DD
	D		D

**Fonte:** Standart & Poor's , Moody's e Fitch (2009)

Para cada rating é atribuído uma probabilidade de default (insolvência). As probabilidades de default de uma empresa segundo os ratings da Moody's podem ser verificados na tabela 3 abaixo.

**Tabela 3** - Probabilidade de default por *rating* (Moody's)

Rating	Default
Aaa	0,00%
Aa1	0,02%
Aa2	0,05%
Aa3	1,00%
A1	0,19%
A2	0,35%
A3	0,54%
Baa1	0,83%
Baa2	1,20%
Baa3	2,38%
Ba1	4,20%
Ba2	6,80%
Ba3	9,79%
B1	13,85%
B2	18,13%
B3	24,04%
Caa1	32,86%
Caa2	43,88%
Caa3	66,24%

**Fonte:**Moody's (2005)

As agências de classificação de *rating* de crédito corporativo, possuem metodologias próprias, nelas elas abordam uma relação de informações que são analisadas para a classificação do *rating* de uma empresa. Essas informações serão abordadas nos quadros (4, 5 e 6) a seguir, definidos por agência.

**Quadro 1** - A relação de informações analisadas pela Moody's

Itens Analisados	Avaliações
Tendências do Setor	Vulnerabilidade a ciclos econômicos Preços de <i>commodities</i> globalizados Concorrência interna e global Barreiras à entrada Fatores de custo Vulnerabilidade a alterações tecnológicas.
Ambiente Nacional Político e Regulatório	Práticas de negócios do país de origem Tendências regulatórias e desregulatórias Garantias e apoio governamentais Política monetária e taxas de câmbio.
Qualidade Administrativa	Direção estratégica Filosofia financeira Conservadorismo Desempenho passado Relação matriz-subsidiária Planejamento sucessório Sistema de controle.
Posição Operacional e Competitiva Básica	Perspectiva de participação de mercado relativa Diversificação por linhas de negócios e por fluxos de receitas Estrutura de custos.
Situação Financeira e Fontes de Liquidez	Avaliando a flexibilidade financeira Avaliação da importância crítica de liquidez de apoio Avaliação da necessidade relativa de fontes de apoio Avaliação da qualidade de linhas de apoio Avaliação da fonte: Cronometragem de recursos disponíveis Valores mobiliários como liquidez alternativa Uso de securitização em planejamento de liquidez alternado.
Estrutura da Empresa	Importância da subsidiária para a entidade global Situação financeira relativa Ambiente jurídico Sócios de <i>joint ventures</i> e acordos de cooperação Subordinação estrutural e prioridade de reivindicação Cláusulas contratuais.
Garantias da Matriz	Garantias da matriz Contratos de manutenção Exequibilidade e pontualidade de pagamento Termos e condições de contrato.
Risco de Evento Especial	Evento especial adverso Redução de riscos de eventos.

Fonte: Moody's Investors Service (1999, pag. 4)

**Quadro 2 - A relação de informações analisadas pela Fitch**

<b>Itens Analisados</b>	<b>Avaliações</b>
Fluxo de Caixa	Como é utilizado o recurso Estrutura de capital Medidas para manter a estabilidade da receita Medidas para manter o fluxo de caixa Provisões e reservas de contingências.
Políticas da Contabilidade	Avaliação dos demonstrativos financeiros Fechamento de balanço Indicadores de lucratividade Metodologia de custos Metodologia de depreciação Política de avaliação contábil Práticas de reconhecimento de rendas e reservas Princípios de consolidação das contas Provisões.
Gerenciamento da Empresa	Estratégias de aquisições Existência de estratégias empresariais Flexibilidade financeira Foco da empresa direcionado para as metas O perfil do gestor em assumir riscos.
Posicionamento de Mercado	Capacidade da empresa em influenciar os preços Capacidade da empresa em resistir às pressões competitivas Diversificação de produtos Lucro das vendas por área de atuação Posicionamento de custos Tamanho da empresa.
Ambiente Operacional	Existência de oportunidades e ameaças Medidas de proteção à lucratividade Medidas de proteção ao crédito.
Risco da Indústria	Existência de ciclos de volatilidade Grau de crescimento da indústria Necessidade de utilização de capital Nível de competitividade.

Fonte: Fitch, Duff&Phelps (2001, pag 54)

**Quadro 3- A relação das informações analisadas pela Standart & Poor's**

<b>Itens Analisados</b>	<b>Avaliações</b>
Características e Risco do Setor	O ambiente e as perspectivas de crescimento, estabilidade ou declínio O padrão dos ciclos de negócios Vulnerabilidade às mudanças tecnológicas, questões trabalhistas ou interferências regulatórias. Níveis de intensidade do capital fixo ou de giro Necessidades de gastos atuais com ativo ou com pesquisa e desenvolvimento A natureza e a intensidade do ambiente competitivo Análise específica de sua composição geográfica e de seus negócios Os fatores relativos à oferta e à demanda doméstica e mundial.

Posição Competitiva	Participação no mercado Eficiência operacional Tamanho Diversificação Qualidade do corpo administrativo.
Risco Financeiro	Estrutura de capital As demonstrações financeiras são consolidadas: Riscos cambiais – flutuação da moeda Controle familiar por meio de um grupo Potenciais controles de preços Efeitos da inflação sobre os preços praticados.
Qualidade da Contabilidade e Análise dos Dados	Base de consolidação Reconhecimento da receita Depreciação Reservas para indenizações de funcionários e planos de pensão Conversão para moedas estrangeiras Avaliação de inventário Obrigações fora do orçamento, incluindo arrendamentos, financiamentos, dívidas garantidas pelo emissor que não são consolidadas e dívidas de controladas e afiliadas Provisões de impostos, descontos e obrigações futuras.
Política Financeira	Métodos de avaliação do desempenho da diretoria financeira Relacionamento bancário Tratamento dos impostos sobre juros e dividendos Políticas de aquisições Planos de investimentos.
Rentabilidade	Retorno sobre o capital Margens de lucros Lucros sobre os ativos do segmento de negocio Índice de cobertura dos juros.
Alavancagem Financeira e Proteção de Ativos	Financiamento da dívida Mix de dívidas (taxas fixas e flutuantes) Posição de liquidez (nível de capital de giro) Natureza dos empréstimos Reavaliação dos ativos.
Adequação do Fluxo de Caixa	Necessidade de capital para ativos fixos e capital de giro Índices de pagamentos e dividendos Índices de fluxo de caixa após o pagamento de impostos.
Flexibilidade Financeira	Capacidade de cumprir seu programa de financiamento durante períodos de adversidade econômica Acesso rápido ao financiamento bancário Acesso ao mercado de capitais – títulos de dívida e ações Acesso às fontes externas de financiamento.
Blocos Locais de Propriedade	Benefícios de relacionamentos operacionais ou maior acesso a financiamentos Responsabilidade direta ou indireta de fornecer apoio a empresas mais fracas do grupo.

**Fonte:** Standard & Poor's (2008)

O *rating* de crédito de uma empresa pode variar conforme cada empresa de classificação de crédito, como também, com a atividade da empresa analisada, setor de atuação e localização.

### 2.3.5 Mecanismos de proteção

Com a modernização do mercado financeiro hoje existem vários instrumentos criados com o objetivo de reduzir ou eliminar os riscos de determinadas operações. São os derivativos uma forma de proteção (*hedge*) que as empresas podem se utilizar para se resguardar de fortes oscilações nas taxas de câmbio e juros principalmente.

Os derivativos são instrumentos criados com a finalidade de hedgear riscos financeiros, os transferindo geralmente para uma instituição financeira ou assumir posições. Os instrumentos básicos de derivativos são: Contratos futuros, Contratos a termo, *Swaps* e Opções.

Mesmo os derivativos sendo um produto de engenharia financeira com o objetivo de eliminar riscos, se usados sem critério, podem ocasionar prejuízos financeiros, eles carregam seus próprios riscos. (Hurtung 2002).

#### 2.3.5.1 Swaps

Os *Swaps* são contratos pelas quais dois interessados trocam seus fluxos de caixa pelo tempo de vigência do contrato. Nos contratos de *swap* ambas as partes assumem direitos e obrigações, e a os valores e prazos são adequados conforme as necessidades dos contratantes. As operações de swap não tem como objetivo o levantamento de fundos é simplesmente uma operação de *hedge* e são de relativo baixo custo.

As operações de *swaps* mais conhecidas é o swap de moedas (ou *Plain Vanilla currency swap*) e o swap de permuta de juros(ou *Plain Vanilla Interest Rate Swap*).

O *swap* de moedas é quando, através de um contrato, uma empresa troca seu ativo ou passivo de uma moeda estrangeira para outra moeda, geralmente por intermédio de uma instituição financeira, ocorrendo uma operação de duplo financiamento.

O *swap* de juros é uma operação onde as contrapartes se comprometem a trocar por um determinado período de tempo, os pagamentos de juros sobre um empréstimo. Assim podendo, ser trocado de taxa de juros flutuantes para fixa ou vice-versa, gerando uma proteção contra possíveis variações acentuadas sobre as taxas de juros do contrato original. (Oliveira 2009)

#### 2.3.5.2 Contratos futuros

Uma empresa pode efetuar um contrato de compra ou venda de um ativo em uma *clearing house*, no caso do Brasil a BM&F (Bolsa de Mercadorias de Futuro de São Paulo) e assim prefixando uma certa quantidade e preço de um ativo para uma data futura. Nada mais é que uma compra e venda de contratos padronizados com uma liquidação futura negociados em bolsa.

Essas operações não são de custo elevados, é cobrada uma comissão da *clearing house* (bolsa de mercado futuro) que é o prêmio correspondente ao custo do *hedge* e é exigida uma garantia que corresponde ao valor do contrato, que pode variar de 1% a 10% por cento dependendo do ativo. A empresa pode acompanhar diariamente o valor dos contratos que sofrem ajustes diários e pode se desfazer do contrato antes do fim do seu prazo. (Oliveira 2009)



### 2.3.5.3 Contratos a termo

Os contratos a termo são compromissos através do qual uma parte se obriga a comprar e outra a vender um determinado ativo, em uma data predeterminada a um preço previamente definido pelo objeto do contrato.

Num contrato a termo, uma empresa sem recursos para efetuar o câmbio, poderá efetuar um contrato com um banco, através do qual este lhe garanta a venda a termo dos dólares correspondentes, a um valor previamente determinado. Normalmente é cobrado um prêmio pelo banco, por essa garantia de taxa.

Esses contratos são conhecidos como contratos de balcão devido à estas operações não estarem sujeitas às exigências de padronizações, nem a ajustes diários de margem, no entanto eles apresentam para as partes riscos de performance e inadimplência, uma vez que a entrega do objeto contratual e sua liquidação financeira ocorrerão apenas no vencimento e não são garantidas por uma bolsa, como na operação contratos futuros.

### 2.3.5.4 Opções

As operações de opção consistem na aquisição de uma opção, mediante o pagamento de um prêmio, onde o comprador da opção adquire simplesmente o direito de comprar ou vender determinado ativo, por um preço previamente estabelecido, podendo ou não exercer seu direito em uma data determinada.

O vendedor da opção tem sua rentabilidade limitada ao prêmio, ficando exposto aos riscos de mercado, caso ele se comprometa a vender um ativo a um determinado preço e sua cotação estiver acima do preço de exercício (o comprador exercerá o direito de comprar o ativo pelo preço combinado), assim o vendedor perderá a diferença entre o preço de exercício e o preço praticado no mercado à vista menos o valor do prêmio.

Existem dois tipos de opções no mercado, a opção *Call* e *Put*.

A opção de compra (*call*) estabelece ao titular (comprador) da opção o direito, mas não a obrigação, de comprar o ativo ao preço (de exercício) e data (vencimento) preestabelecidos, pagando por ele um prêmio, que é o preço da opção. O vendedor (lançador) tem a obrigação de vender o ativo objeto na data determinada ao preço negociado.

A opção de venda (*put*) dá ao titular (comprador) o direito, mas não a obrigação, de vender o ativo ao preço (de exercício) e data (vencimento) preestabelecidos. O vendedor da opção de venda tem a obrigação de comprar o ativo na data ao preço negociado.

Das operações de derivativos, o lançamento de opções é o que tem os custos maiores, porque o comprador não assume nenhuma obrigação e fica com o direito de exercer a opção e também há o pagamento desnecessário do prêmio quando não for exercido o direito de compra.(Oliveira 2009)

### 2.3.6 Garantias Internacionais

Uma empresa para realizar uma captação de recursos no exterior, pode ter seu custo bastante reduzido, se for uma empresa de primeira linha e utilizar um seguro contra risco político (risco soberano).

As garantias internacionais contra o risco político podem ser operacionalizadas de algumas formas: um seguro de uma seguradora privada; uma carta de crédito de um banco de primeira linha; e um *captive*, é um fundo internacional formado por recursos de todas as empresas seguradoras.

Vale destacar duas grandes agências Internacionais garantidoras, que asseguram contra risco político, uma é a MIGA (*Multilateral Investment Guarantee Agency*), vinculada ao Banco Mundial e a OPIC (*Overseas Private Investment Corporation*), agência oficial do governo norte americano. (Fortuna 2006).

### **III- ANÁLISE DOS DADOS DAS ENTRADAS DE CAPITAIS DO EXTERIOR**

#### **3.1 Metodologia**

Em um primeiro momento será utilizada uma metodologia descritiva com base na análise de dados, tabelas, entre outros, para passar um panorama geral sobre a dívida externa do Brasil e sobre os ingressos de capitais do exterior pelo Balanço de pagamentos.

Num segundo momento, será utilizado método estatístico de regressão para verificar a correlação (influência) entre algumas variáveis com o ingresso de capitais no país no curto e no longo prazo.

Os dados utilizados para as análises nesse capítulo, serão computados a partir de 1999 onde houve a mudança na política monetária, foi adotado o câmbio flutuante, sendo abandonadas as bandas cambiais. Esse foi o momento no Plano Real onde a taxa de juros passou a ser o regulador da taxa de inflação.

A periodicidade dos dados para análise pela metodologia descritiva será Anual e pelo método estatístico será pela apuração mensal de Janeiro de 1999 até Setembro de 2009.

#### **3.2 Visão geral sobre a dívida externa Brasileira**

Uma visão geral sobre a dívida externa, será dada conforme dados obtidos do sistema de gerenciamento de séries temporais do Banco Central do Brasil e do Balanço de Pagamentos.

Compreende-se como dívida externa para esta análise o total apurado em determinada data, dos débitos contratuais efetivamente desembolsados e ainda não quitados, de residentes com não residentes, onde haja a obrigatoriedade de pagamento de

principal e/ou juros. Considera-se dívida de curto prazo aquela cujo vencimento é igual ou inferior a 360 dias e de médio e longo prazos aquelas que ultrapassem este limite.

Os dados são extraídos dos registros de capitais estrangeiros instituídos por força da Lei no. 4.131/62 gravados em base de dados sob a gestão do Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio (DECEC), sobre os Registro de operações financeiras (RDE-ROF).

**Tabela 4** - Dívida externa registrada total de Longo e Curto prazo e o percentual referente ao total da dívida por setor.

Data	Longo prazo em US\$ milhões	Curto prazo em US\$ milhões	Pública em %	Privada em %
1999	214.076,48	5.120,53	49,80	50,20
2000	206.189,77	9.224,79	48,50	51,50
2001	182.276,30	10.443,96	51,50	48,50
2002	187.315,82	8.271,33	59,40	40,60
2003	194.735,65	5.371,69	63,10	36,90
2004	182.630,00	2.753,00	65,70	34,30
2005	150.673,92	3.075,34	59,20	40,80
2006	152.266,26	3.795,82	51,70	48,30
2007	154.317,92	11.287,88	44,50	55,50
2008	161.896,10	8.223,75	42,40	57,60

Fonte: BCB-DEPEC (2009)

Como se pode verificar a dívida externa de longo prazo vem diminuindo no decorrer dos últimos dez anos, e a de curto prazo variando, não apresentando uma tendência. A composição percentual da dívida total, entre pública e privada vem se alternando com uma maior participação do setor privado nos últimos dois anos.

### 3.3 Visão geral dos ingressos de capital pelo Balanço de Pagamentos

Será exposto um panorama geral sobre o comportamento do ingresso de recursos do exterior, nas diversas formas de captação discutidas no capítulo II. Os dados serão extraídos do Balanço de Pagamentos do Brasil.

O Balanço de Pagamentos é o registro sistemático de todas as transações econômicas realizadas entre os residentes em um determinado país e os residentes no resto do mundo, durante certo período, geralmente um ano.

O Banco Central do Brasil é o responsável pela elaboração do Balanço de Pagamentos, registrando todas as operações financeiras do Brasil com o exterior. A partir do ano de 2001 o BC cumpre as recomendações de estrutura do FMI (Fundo Monetário Internacional), suas demonstrações seguem as normas da quinta edição do manual desta instituição.

Nesse trabalho será extraído a maior parte das informações da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, é onde são registradas as transações com ativos entre residentes e não-residentes. A Conta Financeira é dividida em quatro grupos:

- Investimento Direto
- Investimento em Carteira
- Derivativos
- Outros Investimentos

Na parte de Investimento estrangeiro direto do BP (Balanço de Pagamentos) entram os recursos de Empréstimo Intercompanhia, que compreende os empréstimos externos entre filial e matriz, controlada e controladora ou coligada e coligadora, assinalados nos registros de cada operação de dívida externa no sistema Registro declaratório eletrônico. O BC do Brasil passou a publicar esses dados a partir de Dezembro de 1999 (últimos 9 anos), conforme pode ser observado na tabela 5.

**Tabela 5** - Empréstimos intercompanhia por prazo e valor total

Data	Médio e Longo prazo em US\$ milhões	Curto prazo em US\$ milhões	Total em US\$ milhões
2000	65142,40	6762,30	71904,70
2001	55394,90	9380,20	64775,10
2002	50520,00	15775,60	66295,60
2003	59146,50	16884,00	76030,50
2004	57742,50	18014,00	75756,50
2005	59053,60	18099,20	77152,80
2006	72638,20	18134,00	90772,20
2007	144905,20	17071,50	161976,70
2008	212883,10	22011,00	234894,10

Fonte: BCB-DECEC (2009).

Como pode se verificar na tabela acima, vem crescendo o volume de captação de recursos nessa modalidade de captação, e esses ingressos são primordialmente de longo prazo. Não cabe a esse trabalho verificar as razões para esse aumento, ficaria como sugestão para trabalhos futuros.

Na parte do Balanço de Pagamentos referente a IEC (Investimento estrangeiro em carteira) podemos verificar os ingressos de recursos no país nas seguintes formas de captações:

- 1) ações de companhias brasileiras negociadas no exterior DR (*Depositary Receipts*).
- 2) títulos de renda fixa de LP(longo prazo) e CP(curto prazo) negociados no exterior: no LP temos os Bônus, *Notes* e *Commercial papers*.; e os títulos de CP.

Como observado no capítulo II, uma das formas de captação de recursos no exterior é através da emissão de *Depositary Receipts*, para cuja emissão é necessário o registro na CVM (no Brasil) e nos devidos órgãos responsáveis nos determinados países onde serão negociados os DRs.

Nos quadros 4 e 5, pode-se verificar algumas empresas brasileiras que conseguiram registros para lançamento de ADRs e GDRs registradas na CVM. Das 171 empresas

registradas, apenas 15 conseguiram lançar DRs de Nível 3 no mercado internacional. Esse é o nível de maior exigência, dando acesso aos mercados de captação recursos de menor custo e grande liquidez.

**Quadro 4 - Empresa Brasileira registradas na CVM na modalidade de ADRs**

EMPRESA	NÍVEL	CUSTODIANTE	DEPOSITARIO
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
ALL AMÉRICA LATINA LOGISTICA SA	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
ARACRUZ CELULOSE AS	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BAHIA SUL CELULOSE AS	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
BANCO DAYCOVAL S.A.	NÍVEL 1	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK
BANCO DO BRASIL S.A.	NÍVEL 1	BANCO DO BRASIL S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BANCO ITAU AS	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BANCO PATAGONIA AS	144-A	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	NÍVEL 3	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
BCO.BRADESCO AS	NÍVEL 2	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK
BOMBRILO AS	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BOMPREGO SA SUPERM.DO NORDESTE	144-A	LEHMAN BROTHERS INC.	CITIBANK NA
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
BRASIL ECODEIESEL S/A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
BRASIL TELECOM S/A	NÍVEL 2	BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA
BRASIL TELECOM S/A	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BRASKEM S.A.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
BRAZIL REALTY SA EMP.E PART.	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BRAZIL REALTY SA EMPREED E PART	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIARIO SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIARIO SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CENTRAIS ELET.BRAS.SA	144-A	CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
CENTRAIS ELÉT.STA.CATARINA	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
CENTRAIS ELETR. BRASILEIRAS SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
CENTRAIS ELETR.SANTA CATARINA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
CENTRAIS ELETRICAS DE SANTA CATARINA S.A	144-A	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CESP CIA ENERGETICA SAO PAULO	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CIA ENERGETICA MG - CEMIG	NÍVEL 2	CITIBANK DTVM SA	CITIBANK NA
CIA FORÇA E LUZ CATAGUAZES-LEOPOLDINA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CIA GER ENE ELET TIETE	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK

CIA PARANAENSE ENERGIA - COPEL CIA SANEAMENTO BÁSICO ESTADO SÃO PAULO	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
CIA SIDERURGICA NACIONAL	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CIA TRANSM ENERG ELET PAULISTA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
CIA VALE DO RIO DOCE	NÍVEL 3	BANCO BRADESCO SA CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
CIA VALE DO RIO DOCE	NÍVEL 2	CITIBANK DTVM SA	CITIBANK NA
CIA.ENERGETICA DE MG CEMIG	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A. CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	THE BANK OF NEW YORK MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
CIA.PARANAENSE ENERGIA - COPEL	NÍVEL 3		
CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS- AMBEV	NÍVEL 1		
COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CPFL ENERGIA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A	NÍVEL 3	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK
CTM CITRUS SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA DUKE ENERGY INT,GERAÇÃO	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
PARANAPANEMA SA DUKE ENERGY INT,GERAÇÃO	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
PARANAPANEMA SA ELETROPAULO METROPOLITANA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
EL.S.PAULO S.A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
EMBRAER EMPR BRAS. DE AERONAUTICA S/A	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
EMBRATEL PARTICIPAçOES S.A.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
EQUATORIAL ENERGIA S/A	NÍVEL 1	CITIBANK DTVM SA	CITIBANK NA
EUCATEX SA IND E COMERCIO	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
GERDAU SA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
GLOBEX UTILIDADES SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
IOCHPE-MAXION SA	NÍVEL 1	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK
ITAÚ UNIBANCO BANCO MÚLTIPLO S.A.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
JBS SA	NÍVEL 1	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK
	144-A E REG "S"		
JHSF PARTICIPAÇÕES SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
KLABIN S.A.	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
LIGHT SA	NÍVEL 1	BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA
LLX LOGISTICA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
LOJAS AMERICANAS SA	NÍVEL 1	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK
LOJAS ARAPUA SA	Nível 1 e 144 A	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
MARCOPOLO SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
	144-A E REG "S"		
MEDIAL SAUDE S/A	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK Deutsche Bank Trust Company Americas
MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S/A	NÍVEL 3	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK
NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S/A	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK



PARANA BANCO S.A.	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
PARANAPANEMA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
PDG REALTY SA EMPREENDIMENTOS E PARTS	NÍVEL 1	CITIBANK DTVM SA	CITIBANK NA
PERDIGÃO SA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
PETROBRAS DISTRIBUIDORA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
PETROLEO BRAS SA PETROBRAS	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
REFRIGERACAO PARANA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
SA FABRICA PROD ALIMENT VIGOR	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
SÃO CARLOS EMPREENDS E PARTICIPAÇÕES S.A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
SAO PAULO ALPARGATAS SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
SARAIVA SA LIVREIROS EDITORES	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TAM S.A.	NÍVEL 3 144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
TECNISA S/A	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TEKA - TECELAGEM KUEHNRIK SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
TELE CENTRO OESTE CELULAR PART	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELE LESTE CELULAR PARTIC.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELE NORTE CELULAR PARTIC. S.A	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELE NORTE LESTE PARTIC.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELE SUDESTE CELULAR PART.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELECOM BRASILEIRAS SA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELEFONICA DATA BRASIL HOLDING SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELEMIG CELULAR PARTIC. S.A.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELESP CELULAR PARTIC. S.A.	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TELESP PARTICIPAÇÕES SA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TIM PARTICIPAÇÕES SA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
TRACTEBEL ENERGIA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
TRACTEBEL ENERGIA SA	144-A	CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
TRACTEBEL ENERGIA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL SA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA

Fonte: CVM ( Posição em 08/11/2009)

#### Quadro 5 - Empresa Brasileira registradas na CVM na modalidade de GDRs

EMPRESA	NÍVEL	CUSTODIANTE	DEPOSITARIO
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A.		BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
BRADSPAR S/A		BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA
BRADSPAR S/A		BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA
CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIARIO SA	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK

CIA ENERG MINAS GERAIS - CEMIG	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
CIA.BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CREMER SA	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CSU CARDSYSTEM S/A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
CYRELA COMMERCIAL PROPERTIES SA EMP PART	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
DIXIE TOGA SA	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
ELEVADORES ATLAS SA	144-A	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
ESP.STO.CENT.EL.-EXCELSA		BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA
GAFISA SA	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
INPAR S/A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
IVEN SA	REG "S"	BANCO ITAU S.A. BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY
LATAS DE ALUMINIO SA - LATASA	REG "S"		
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
MPX ENERGIA SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S/A	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A. CITIBANK DTVM SA	THE BANK OF NEW YORK CITIBANK NA
REDECARD S/A	144-A E REG "S"		
RHODIA-STER SA	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO SA	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK
SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S/A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK
TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS SA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A. BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK THE BANK OF NEW YORK
USINAS SID.DE MINAS GERAIS SA	REG "S"		
USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS SA	144-A E REG "S"	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK

Fonte: CVM ( Posição em 08/11/2009)

Na tabela 6 estão os valores de recursos captados na forma de DR no mercado externo anualmente, estão incluídos os DRs de empresas brasileiras lançados em várias bolsas do mundo, como no mercado norte americano, europeu e da América latina.

**Tabela 6** - Ações de companhias brasileiras DR (negociadas em bolsa estrangeira)

Ano	Valores em US\$ milhões
1999	2.952,80
2000	7.920,70
2001	3.478,50
2002	2.952,00
2003	1.076,40
2004	1.572,40
2005	1.700,70
2006	2.776,10
2007	2.842,50
2008	4.842,30

Fonte: Adaptado pelo autor (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC)

Como pode ser constatado, essa forma de captação de recursos não envolve grandes volumes. O capital estrangeiro especulativo que entra no Brasil para negociações em bolsa, na compra de ações de empresas brasileiras é de volume bem maior, como pode ser visto na tabela 7, mas não caberá uma análise, devido a não ser uma forma de captação de recurso no exterior, será exposta somente para efeito de comparação.

**Tabela 7** - Ingresso de capital estrangeiro para negociação de Ações de companhias brasileiras negociadas no país

Ano	Valores em US\$ milhões
1999	12.580,50
2000	10.425,00
2001	7.015,50
2002	7.103,00
2003	9.475,50
2004	14.797,20
2005	32.332,20
2006	48.510,80
2007	116.581,20
2008	212.759,20

**Fonte:** Adaptado pelo autor (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC)

Uma outra forma de captação de recursos de longo prazo no exterior é pela emissão de Bônus, Essa é a principal forma pela qual o governo brasileiro capta recursos e rola suas dívidas, ele o maior emissor de Bônus do país. A quadro 6 expõe o lançamento de Bônus do Governo Federal.

**Quadro 6** – Lançamento de bônus pela República Federativa do Brasil

Discriminação	Ingresso	Vencimento	Prazo (anos)	Valor (milhões) Moeda	US\$ (Data do ingresso)	Cupon (% a.a.)	Spread <sup>1/</sup> (bps)	Periodicidade de juros
Global 27 <sup>2/</sup>	9.6.1997	15.5.2027	30	USD - 3 500	3 500	10,125	395	Semestral
Eurolira <sup>3/</sup>	26.6.1997	26.6.2017	20	ITL - 750 000	443	11,000	348	Anual
Global 09	25.10.1999	15.10.2009	10	USD - 2 000	2 000	14,500	850	Semestral
Global 20	26.1.2000	15.1.2020	20	USD - 1 000	1 000	12,750	650	Semestral
Euro 10	4.2.2000	4.2.2010	10	EUR - 750	737	11,000	652	Anual
Global 30 <sup>5/</sup>	6.3.2000	6.3.2030	30	USD - 1 600	1 600	12,250	679	Semestral
Global 40	17.8.2000	17.8.2040	40	USD - 5 157	5 157	11,000	788	Semestral
Euro 11	24.1.2001	24.1.2011	10	EUR - 1 000	938	9,500	560	Anual
Global 24	22.3.2001	15.4.2024	23	USD - 2 150	2 150	8,875	773	Semestral

Global 12	11.1.2002	11.1.2012	10	USD -	1 250	1 250	11,000	754	Semestral
Euro 09 (liquidado)	2.4.2002	2.4.2009	7	EUR -	500	440	11,500	646	Anual
Global 10	16.4.2002	15.4.2010	8	USD -	1 000	1 000	12,000	719	Semestral
Global 13	17.6.2003	17.6.2013	10	USD -	1 250	1 250	10,250	738	Semestral
Global 11 <sup>8/</sup>	7.8.2003	7.8.2011	8	USD -	1 250	1 250	10,000	757	Semestral
Global 24B	7.8.2003	15.4.2024	21	USD -	825	825	8,875	764	Semestral
Global 10N	22.10.2003	22.10.2010	7	USD -	1 500	1 500	9,250	561	Semestral
Global 34	20.1.2004	20.1.2034	30	USD -	1 500	1 500	8,250	377	Semestral
Global 09N (liquidado)	28.6.2004	29.6.2009	5	USD -	750	750	Libor 3m + 5,75	359	Trimestral
Global 14 <sup>9/</sup>	14.7.2004	14.7.2014	10	USD -	1 250	1 250	10,500	538	Semestral
Euro 12 <sup>10/</sup>	24.9.2004	24.9.2012	8	EUR -	1 000	1 228	8,500	474	Anual
Global 19	14.10.2004	14.10.2019	15	USD -	1 000	1 000	8,875	481	Semestral
Euro 15	3.2.2005	3.2.2015	10	EUR -	500	652	7,375	399	Anual
Global 25	4.2.2005	4.2.2025	20	USD -	1 250	1 250	8,750	431	Semestral
Global 15	7.3.2005	7.3.2015	10	USD -	1 000	1 000	7,875	353	Semestral
Global 19 (Reabertura)	17.5.2005	14.10.2019	14	USD -	500	500	8,875	458	Semestral
Global 34 (Reabertura)	2.6.2005	20.1.2034	29	USD -	500	500	8,250	440	Semestral
Global 15 (Reabertura)	27.6.2005	7.3.2015	10	USD -	600	600	7,875	363	Semestral
A-Bond 18 (Troca C Bond)	1.8.2005	15.1.2018	13	USD -	4 509	4 509	8,000	336	Semestral
Global 25 (Reabertura)	13.9.2005	4.2.2025	20	USD -	1 000	1 000	8,750	417	Semestral
Global BRL 16	26.9.2005	5.1.2016	10	BRL -	3 400	1 479	12,500	-	Semestral
Global 15 (Reabertura)	17.11.2005	7.3.2015	9	USD -	500	500	7,875	312	Semestral
Global 34 (Reabertura)	6.12.2005	20.1.2034	28	USD -	500	500	8,250	363	Semestral
Global 37	18.1.2006	20.1.2037	31	USD -	1 000	1 000	7,125	295	Semestral
Euro 15 (Reabertura)	3.2.2006	3.2.2015	9	EUR -	300	362	7,375	185	Anual
Global 37 (Reabertura)	23.3.2006	20.1.2037	31	USD -	500	500	7,125	204	Semestral
Global 34 (Reabertura)	2.6.2006	20.1.2034	28	USD -	198	198	8,250	-	Semestral
Global 37 (Reabertura)	15.8.2006	20.1.2037	30	USD -	500	500	7,125	205	Semestral
Global BRL 22	13.9.2006	5.1.2022	15	BRL -	1 600	743	12,500	-	Semestral
Global BRL 22 (Reabertura)	13.10.2006	5.1.2022	15	BRL -	650	301	12,500	-	Semestral
Global 17	14.11.2006	17.1.2017	10	USD -	1 500	1 500	6,000	159	Semestral
Global BRL 22 (Reabertura)	11.12.2006	5.1.2022	15	BRL -	750	346	12,500	-	Semestral
Global 37 (Reabertura)	30.1.2007	20.1.2037	30	USD -	500	500	7,125	173	Semestral
Global BRL 28	14.2.2007	10.1.2028	21	BRL -	1 500	715	10,250	-	Semestral
Global BRL 28 (Reabertura)	27.3.2007	10.1.2028	21	BRL -	750	361	10,250	-	Semestral
Global 17 (Reabertura)	11.4.2007	17.1.2017	10	USD -	525	525	6,000	122	Semestral
Global BRL 28 (Reabertura)	17.5.2007	10.1.2028	21	BRL -	788	389	10,250	-	Semestral
Global BRL 28 (Reabertura)	26.6.2007	10.1.2028	21	BRL -	750	393	10,250	-	Semestral
Global 17 (Reabertura)	14.5.2008	17.1.2017	10	USD -	525	525	6,000	140	Semestral
Global 19N	13.1.2009	15.1.2019	10	USD -	1 025	1 025	5,875	370	Semestral
Global 19N (Reabertura)	14.5.2009	15.1.2019	10	USD -	750	750	5,875	252	Semestral
Global 37 (Reabertura)	5.8.2009	20.1.2037	30	USD -	525	525	7,125	195	Semestral
Global 41	7.10.2009	7.1.2041	30	USD -	1 275	1 275	5,625	175	Semestral

Fonte: Banco Central do Brasil (Outubro 2009)

1/ Sobre *US Treasury*, no lançamento. Para títulos emitidos em mais de uma tranche, *spread* ponderado pelo valor de cada tranche.

2/ Os recursos provenientes do Global-27 ingressaram em dois momentos: US\$3 bilhões em 9.6.1997 e US\$500 milhões em 27.3.1998.

3/ Os recursos provenientes do mercado de eurolira ingressaram em dois momentos: ITL500 bilhões em 26.6.1997 e ITL250 bilhões em 10.7.1997.

4/ *Step-down* – 10% nos dois primeiros anos e 7% nos anos subsequentes.

5/ O ingresso do Global-30 ocorreu em duas tranches: US\$1 bilhão em 6.3.2000, com *spread* de 679 bps e US\$0,6 bilhão em 29.3.2000, com *spread* de 635 bps.

6/ A emissão do Global-07 ocorreu em duas tranches: US\$1 bilhão, com *spread* de 610 bps, em 26.7.2000, e US\$500 milhões, com *spread* de 615 bps, em 17.4.2001.

7/ A emissão do Euro-07 ocorreu em duas tranches: EUR500 milhões, com *spread* de 512 bps, em 19.9.2000, e EUR250 milhões, com *spread* de 499 bps, em 2.10.2000.

8/ A emissão do Global-11 ocorreu em duas tranches: US\$500 milhões, com *spread* de 757 bps, em 7.8.2003, e US\$750 milhões, com *spread* de 633 bps, em 18.9.2003.

9/ A emissão do Global-14 ocorreu em duas tranches: US\$750 milhões, com *spread* de 632 bps, em 7.7.2004, e US\$500 milhões, com *spread* de 398 bps, em 6.12.2004.

10/ A emissão do Euro-12 ocorreu em duas tranches: EUR750 milhões, com *spread* de 482 bps, em 8.9.2004, e EUR250 milhões, com *spread* de 448 bps, em 22.9.2004.

Como pode ser verificado, os *spreads* e o cupon vem caindo nos últimos anos, mostrando que o Brasil tornou-se atrativo aos investimentos estrangeiros, pois apesar da diminuição da remuneração de seus títulos no mercado internacional capitais, a melhora do seu *rating* de crédito (menor risco-brasil) gera uma confiabilidade que aporta recursos não só especulativos de curto prazo, apesar dessa última ser de maior volume que as de longo prazo. Também pode ser visto na quadro 6 a seguir, a diminuição do risco-brasil pela avaliação da agência de crédito Moody's, que vem melhorando o *rating* do Brasil desde Agosto de 2002 e agora em Setembro de 2009 obtendo o *Investment grade*.

**Quadro 6 – Rating do Brasil pela agência Moody's**

Date	Rating	Rating Action
22 Sep 2009	Baa3	Upgrade
6 Jul 2009	Ba2	Possible Upgrade
23 Aug 2007	Ba2	Upgrade
24 May 2007	Ba3	Possible Upgrade
31 Aug 2006	Ba3	Upgrade
01 Aug 2006	B1	Possible Upgrade
12 Oct 2005	B1	Upgrade
09 Sep 2004	B2	Upgrade
12 Aug 2002	B3	Downgrade
16 Oct 2000	B2	Upgrade
17 Aug 2000	B3	Possible Upgrade
16 Dec 1999	B3	Upgrade
03 Sep 1998	Caa1	Downgrade
02 Oct 1995	B2	New

Fonte: Agência Moody's (Outubro de 2009).

Pela conta Financeira do Balanço de Pagamentos em IEC (Investimento estrangeiro em carteira), títulos de renda fixa negociados no exterior, Bônus LP, é possível verificar o ingresso de recursos nesse tipo de operação no Brasil. (Tabela 8).

**Tabela 8** - Renda fixa LP negociado exterior - Bônus - Total (ingresso)

Ano	Valores em US\$ milhões
1999	7.707,8
2000	12.222,5
2001	9.698,7
2002	4.100,9
2003	7.087
2004	5.928
2005	12.489,5
2006	5.575,1
2007	2.883,2
2008	536,5

**Fonte:** Adaptado pelo autor (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC)

Fazendo uma comparação com as duas últimas tabelas (7 e 8), consegue-se verificar que o maior emissor de Bônus no mercado externo é o governo federal, com 70,60% das emissões nos últimos 10 anos.

Outra forma de captação de recursos de médio e longo prazo, que é de modo similar ao Bônus (pela emissão de títulos) que podemos verificar o volume de ingresso pelo balanço de Pagamentos é dos *Notes* e *Commercial papers*

Eles fazem parte da Conta Financeira, IEC, títulos de renda fixa negociados no exterior, *notes* e *commercial papers* LP. Os volumes ingressados podem ser verificados na tabela 9, na página seguinte.

**Tabela 9** - *Notes e commercial paper* negociado no exterior

Ano	Valores em US\$ milhões
1999	11.976,1
2000	6.495,7
2001	7.350,4
2002	2.093,4
2003	4.728,6
2004	5.085,1
2005	7.336,9
2006	10.243,4
2007	15.434,2
2008	7.282,8

**Fonte:** Adaptado pelo autor (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC)

Os volumes de recursos nessas modalidades de captação vinham crescendo nos últimos anos e obtiveram uma baixa no volume dos ingressos nos últimos meses de 2008. Pode ser em decorrência da diminuição da liquidez no mercado financeiro, devida à crise financeira que começou no mercado norte americano e se espalhou mundialmente, nas séries mensais de ingresso no ano de 2009, a partir do mês de Abril os volumes voltam aos parâmetros dos meses anteriores a crise.

As outras formas de captação de recursos no exterior que podemos verificar os volumes ingressados no país estão registradas: no Balanço de Pagamentos; conta financeira; outros investimentos estrangeiros.

Nessa parte do BP estão registrados fluxos líquidos dos passivos brasileiros nas modalidades de crédito comercial, empréstimos e financiamentos, moeda e depósito e outros passivos. Essas operações são consideradas, separadamente, em curto prazo (até um ano) e longo prazo (maior que um ano), dependendo do prazo original de vencimento das obrigações.

A tabela 10 a seguir, é referente aos ingressos pela conta, outros Investimentos do BP, sendo extraído somente as sub-contas de operações de LP listadas a seguir:

- Créditos comerciais LP - Fornecedor (ingresso), da Conta Financeira da seção Outros Investimentos estrangeiros; (*Supplier's credit*)
- Financiamentos de compradores LP (ingresso), da Conta Financeira da seção Outros Investimentos estrangeiros; (*Buyer's credit*)
- Empréstimos outros LP - Exclusive Autoridade Monetária - Total (ingresso), da Conta Financeira da seção Outros Investimentos estrangeiros;
- Empréstimos e financiamentos - Demais setores - LP - Total (ingresso), da Conta Financeira da seção Outros Investimentos estrangeiros;

**Tabela 10** – Ingressos de capital do exterior de LP pela conta Outros Investimentos Estrangeiros -Valores em US\$ milhões

Data	Créditos comerciais Fornecedores	Financiamentos de compradores	Empréstimos e Financiamento Demais setores	Outros Empréstimos Exclusive autoridade Monetária
1999	3.374,30	7.593,40	17.499,10	4.202,90
2000	2.675,40	3.251,80	15.926,10	6.967,20
2001	3.293,40	4.443,40	14.281,20	5.016,30
2002	1.284,20	3.438,10	11.115,40	2.286,40
2003	1.007,30	2.695,50	10.080,40	2.887,90
2004	969,10	1.492,30	8.404,50	3.734,90
2005	740,00	1.432,80	7.975,80	2.606,40
2006	811,40	2.116,70	27.250,00	18.564,30
2007	1.617,40	6.283,70	16.076,40	6.018,20
2008	2.232,60	9.140,40	21.573,30	5.689,50

**Fonte:** Adaptado pelo autor (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC)

Pela tabela 10, consegue-se verificar que não há grandes variações nos volumes de capital que ingressaram por essas contas, somente uma diminuição nos anos de 2003 à 2005 e depois um leve aumento a partir de 2005.

### 3.4 Análise dos dados estatísticos

Para obtenção dos dados estatísticos foi utilizado o teste de correlação entre as variáveis e o método de regressão.



Os dados para as amostras foram obtidos do sistema de gerenciamento de dados do Banco Central do Brasil. A periodicidade das amostras será de apuração mensal de Janeiro de 1999 até Setembro de 2009.

As variáveis dependentes são:

- O ingresso de capital de curto prazo. Para a composição dessa variável foi executado o somatório dos ingressos mensais das seguintes contas do Balanço de Pagamentos; Ações de companhias brasileiras negociadas no país, Títulos de renda fixa CP negociado no país e Títulos de renda fixa CP negociado no exterior.
- O ingresso de capital de longo prazo. Para a composição dessa variável foi executado o somatório dos ingressos mensais das seguintes contas do Balanço de Pagamentos; Renda fixa LP negociado no exterior – Bônus (Total), Títulos de renda fixa LP negociado no exterior - *Notes e commercial paper*, Empréstimos e financiamentos - Demais setores – LP.
- O ingresso total de capitais de curto e longo prazo, medido pelas contas já mencionadas acima e demais contas de ingressos que não tinham a caracterização de prazo e/ou apuração mensal, como: Empréstimos intercompanhias.

As variáveis explicativas:

- Índice da taxa de câmbio real (IPC-FIPE) - Jun/1994=100 - Dólar americano
- Spread TJLP/Libor
- Spread Selic/Libor.

Em um primeiro momento será realizada uma análise de correlação entre as variáveis dependentes e independentes, e posteriormente, a regressão entre os índices (variáveis dependentes) e demais dados (variáveis explicativas).

O coeficiente de correlação linear  $r$  mede a intensidade da relação linear entre duas variáveis. O valor de  $r$  pode ser obtido através da fórmula:

$$r = \frac{S_{XY}}{\sqrt{S_{XX} * S_{YY}}}$$

Onde:

$S_{XY}$  = Covariância de X, Y

$S_{XX}$  = Desvio-padrão de X

$S_{YY}$  = Desvio-padrão de Y

É comum calcular  $r$  considerando-se X tanto como uma variável aleatória quando não aleatória. A existência de uma correlação entre duas variáveis não significa, necessariamente, que existe uma relação de causa e efeito entre elas. (Gujarati, 2006).

Os valores de  $r$  podem significar:

- Valores de  $r$  próximos de +1 indicam uma forte correlação positiva entre X e Y;
- Valores de  $r$  próximos de -1 indicam uma forte correlação negativa entre X e Y;
- Valores de  $r$  próximos de 0 indicam uma fraca correlação entre X e Y.

Na tabela 11 se encontram os dados obtidos pelos cálculos de correlação.

**Tabela 11** - Coeficientes de correlação obtidos no teste

Coeficiente de Correlação	Ingresso (Curto Prazo)	Ingresso (Longo Prazo)	Ingresso (total)
Taxa de câmbio	-0,6672	-0,5986	-0,7245
Spread TJLP/LIBOR	-0,5547	-0,5792	-0,6314
Spread Selic/LIBOR	-0,5172	-0,4532	-0,5630

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Pelos coeficientes de correlação obtidos pode-se concluir o seguinte: todos tiveram uma correlação negativa, quanto menor a taxa de câmbio e os *spreads* dos juros, maiores os ingressos de capital, tanto no longo prazo, quanto no curto prazo. Sendo observado que a correlação entre os ingressos de curto prazo e taxa de câmbio é maior que dos ingressos no longo prazo, indicando que o câmbio tem um impacto maior no curto prazo, o mesmo acontece com relação ao Spread Selic/LIBOR. Já com relação ao *spread* de juros TJLP/LIBOR o impacto parece ser maior nos ingressos de longo prazo. (observação: para as análises de CP e LP foram deixadas de lado algumas contas que não tinham essa classificação e/ou não tinham apuração mensal, mas que fazem parte dos ingressos, isto pode levar a alguns erros de inferência, os resultados obtidos nessa análise foram de dados disponíveis no sistema de dados do Banco Central do Brasil)

Vale ressaltar que o cálculo da correlação somente mede a intensidade e o grau de associação entre as variáveis. Essa relação estatística por si só, não determina causa.

Agora será feita uma regressão, para observar o comportamento desses variáveis, mas num primeiro momento será dada uma breve introdução ao modelo de regressão expondo suas premissas.

. O modelo de regressão pode ser explicado pela equação a seguir:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon$$

Onde  $Y$  é a variável dependente, os  $X$  são variáveis explanatórias, e  $\varepsilon$  é o termo de erro.

As premissas do modelo de regressão são:

- A relação entre  $Y$  e  $X$  é linear e dada pela equação anterior.
- Os  $X$  são variáveis não-estocásticas.

- Não existe nenhuma relação linear exata entre duas ou mais variáveis explanatórias.
- O erro tem esperança matemática zero para todas as observações.
- O termo de erro tem variância constante para todas as observações.
- Erros correspondem a observações diferentes, são independentes e, portanto, não há correlação entre eles.
- O termo de erro tem distribuição normal.

Os resíduos de uma regressão podem ser uma medida de quanto a linha de regressão estimada se ajusta aos dados. Uma equação boa explica boa parte da variância de  $Y$ . A partir da variação total de  $Y$  (ou soma total dos quadrados), tem-se:

$$SQT = SQR + SQE$$

Onde  $SQR$  é a variação residual de  $Y$  e  $SQE$  é a variação explicada de  $Y$ . Ao dividir ambos os lados da equação pela soma total dos quadrados, tem-se:

$$1 = \frac{SQR}{SQT} + \frac{SQE}{SQT}$$

O  $R$  ao quadrado ( $R^2$ ) da equação de regressão é definido como:

$$R^2 = 1 - \frac{SQR}{SQT} + \frac{SQE}{SQT}$$

Na regressão, o  $R^2$  mede a proporção da variação de  $Y$ , que é “explicada” pela variável  $y$ . O  $R^2$  é sensível ao total de variáveis incluídas no caso de uma regressão múltipla, pois quanto mais variáveis possui o modelo, maior será o  $R^2$ . Desse modo, para o modelo de regressão múltipla, costuma-se utilizar o  $\bar{R}^2$ , que considera as variâncias, que não reflete o número de variáveis explanatórias do modelo.

A estatística  $F$ , calculada pela maioria dos *softwares* de regressão pode ser usada no modelo de regressão para testar a significância da estatística  $R^2$ . Outros dois parâmetros importantes na regressão são a estatística  $t$  e o valor de  $p$ . A partir desses dois parâmetros é

descrita a significância dos coeficientes  $\beta$  da regressão. Enquanto o teste  $t$  traz o valor da tabela  $t$  de *student*, determinado o intervalo de confiança, o valor de  $p$  demonstra a porcentagem mínima em que o coeficiente é significativo (PINDYCK E RUBINFELD, 2004).

No tabela 12 está parte dos resultados obtidos das regressões lineares com um nível de confiança de 95%.

**Tabela 12 - Resultado das regressões lineares**

Resultados	Ingresso (Curto Prazo)		Ingresso (Longo Prazo)		Ingresso (Total)	
Taxa de câmbio	R múltiplo	0,6672	R múltiplo	0,5986	R múltiplo	0,7245
	R-Quadrado	0,4451	R-Quadrado	0,3583	R-Quadrado	0,5249
	R-quadrado ajustado	0,4407	R-quadrado ajustado	0,3533	R-quadrado ajustado	0,5212
Spread TJLP/LIBOR	R múltiplo	0,5547	R múltiplo	0,5792	R múltiplo	0,6314
	R-Quadrado	0,3077	R-Quadrado	0,3355	R-Quadrado	0,3986
	R-quadrado ajustado	0,3023	R-quadrado ajustado	0,3302	R-quadrado ajustado	0,3939
Spread Selic/LIBOR	R múltiplo	0,5172	R múltiplo	0,4532	R múltiplo	0,5630
	R-Quadrado	0,2675	R-Quadrado	0,2054	R-Quadrado	0,3170
	R-quadrado ajustado	0,2617	R-quadrado ajustado	0,1991	R-quadrado ajustado	0,3116

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Pela análise da regressão de forma uni-variada, a um nível de significância de 5% em todos os modelos de regressão as premissas básicas foram atendidas, apesar disso, os resultados do  $R^2$  que indica a parcela da variação da variável dependente que é explicada pela variação da variável explicativa foram relativamente baixos para maioria das variáveis. No caso do Spread Selic/Libor ela explica 26,75% da variabilidade dos ingressos de capital no curto prazo e somente 20,54% no longo prazo, o Spread TJLP/Libor explica 30,77% dos ingressos no curto prazo e 33,55% dos de longo prazo. Já a taxa de câmbio explica 44,51% da variabilidade dos ingressos de curto prazo e 35,83% dos ingressos no longo prazo. (observação: para as análises de CP e LP foram deixado de lado algumas contas que não tinham essa classificação e/ou não tinham apuração mensal, mas que fazem parte dos

ingressos, isto pode levar a alguns erros de inferência, os resultados obtidos nessa análise foram de dados disponíveis no sistema de dados do Banco Central do Brasil)

Quando analisados as saídas das regressões univariada referentes aos ingressos totais (que inclui os ingressos de curto e longo prazo, mais os empréstimos intercompanhia) obteve-se um  $R^2$  maior para todas as variáveis explicativas sendo o maior o da taxa de câmbio, 52,49% dos ingressos é explicado por essa variável.

Algumas hipóteses para os resultados obtidos para os ingressos de capital principalmente no longo prazo, podem ser:

- Há um descompasso temporal entre a entrada dos recursos no País e a tomada de decisão de obter o crédito, a maioria dos processos de obtenção de recursos de longo prazo no exterior são relativamente custosos e demorados, podendo levar meses.
- A tomada de recursos no exterior pode estar associada com a falta de liquidez interna, dentro do País e não pelas condições de vantagens comparativas em relação aos recursos captados no exterior.
- A tomada de recurso de uma empresa, com a finalidade de investimento está mais associada com as projeções de mercado futuro do que as condições financeiras de captação de menor custo no mercado.

## CONCLUSÃO

Com a maior integração do Brasil no mercado financeiro internacional, no decorrer dos últimos anos, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central (BC) vem aprimorando as regulamentações do sistema financeiro nacional através de suas normas e circulares, para se adequar às necessidades do mercado.

Com o aumento da integração financeira mundial e a atual situação econômica brasileira, aumentam os afluxos de capitais com o exterior, devido a isso nesse trabalho foi abordada várias modalidades de captação de recursos no exterior, elas se mostraram bem variadas, com diferentes custos, prazos e volumes de recursos a ser captado.

Alguns fatores são essenciais para poder-se determinar a modalidade de operação a ser realizada na captação de recursos externos. Dentre eles estão a capacitação (capacidade de obter crédito) da empresa, que por sua vez é definido pelo seu tamanho, pelo seu *rating* de crédito, pela quantidade de ativos no exterior, se participa do comércio exterior ou não e se possui filial ou não no exterior.

Outro fator de relevante importância para a definição da operação a ser efetuada é o volume de recursos a ser captado no exterior. Pois, dependendo da quantidade a ser angariada, estaremos diante de uma ou de outra modalidade.

Por fim, outras variáveis também devem ser consideradas na hora de obtermos um enquadramento na modalidade de operação a ser utilizada. Essas variáveis podem ser exemplificadas pelos seguintes elementos: a liquidez do mercado financeiro, tanto o interno quanto o externo; a taxa de câmbio e as diferenças nas taxas de juros.

Deve-se ter em mente que os riscos nas captações de recursos do exterior estão muito associados à condução da política monetária adotada pelo governo e pela situação do sistema financeiro mundial.

Pela análise dos dados presente neste trabalho, percebe-se que o total da dívida externa de longo prazo vem diminuindo nos últimos anos. Apesar disso, os ingressos de capitais aumentaram, essa diminuição deve-se ao fluxo contrário que seria o de pagamento de dívidas antigas de longo prazo. Outra observação é de que a composição desta dívida mudou nos últimos dois anos, sendo que a participação do setor privado aumentou em comparação com o setor público.

Das operações de ingresso de capital de médio a longo prazo, a que acabou se destacando em termos de volume de capital ingressado, sendo inclusive muito superior a de todas as outras modalidades de mesmo prazo, foi a dos Empréstimos Intercompanhia. Ficando como sugestão para trabalhos futuros, uma análise detalhada das vantagens dessa operação sobre as outras.

Outra operação que ficaria como proposta para se estudar em trabalhos futuros é o ingresso de capitais estrangeiros para a negociação de ações de companhias brasileiras negociadas no país. Isso se deve ao fato de que teve ela um grande afluxo de capital, mas de característica especulativa (de curto prazo). Registre-se que o ingresso de capital estrangeiro para investimento em bolsa no Brasil, foi alvo, este ano, do governo nacional. Houve um aumento na tributação como uma tentativa de inibir os ingressos dessa forma.

A partir dos resultados dos cálculos de correlação obtidos, pode-se concluir que, os ingressos de capitais têm uma correlação inversa com a taxa de câmbio e também com os *spreads* dos juros nacionais e juros internacionais. Isto quer dizer que, quanto menor a taxa de câmbio e os *spreads*, maiores os ingressos de capitais. Esse resultado foi obtido em todas as correlações calculadas, tanto no ingresso de capitais de curto e longo prazo e nos ingressos totais, sendo as correlações maiores neste, principalmente com referência a taxa de câmbio.

Já pela análise das regressões univariadas, pode-se verificar que, entre os resultados obtidos os mais relevantes foram com relação a taxa de câmbio, com 52,49% da variabilidade dos ingressos de capitais totais sendo explicada por essa taxa. Em comparação



com os capitais no curto e longo prazo, a variação dos ingressos de curto prazo são mais explicados pela variação da taxa de câmbio.

Uma consideração que passa a ser de relevante importância no presente trabalho, é que existem outras variáveis que também exercem certa influência nos ingressos de capitais que não foram consideradas nesse estudo estatístico. Tais como o risco-país e outras variáveis referentes aos custos de captação. Sendo que nesta, podemos apontar a questão tributária, a disponibilidade de crédito dentro do mercado nacional e a situação econômica do país (crescimento do Produto Interno Bruto - PIB). Deixando como sugestões para estudos futuros.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALTMAN, E., CAOQUETTE, J.B, NARAYANA, P. Gestão de Riscos de crédito: o próximo grande desafio financeiro. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 1999.

ARONOVICH, S. O custo de captação externa por meio de bonds: considerações sobre as recentes experiências de Argentina, Brasil e México. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p. 37-62, jun. 1997.

BC- Banco Central do Brasil, Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries> Acessado em Novembro de 2009

BC- Banco Central do Brasil, Legislação e Normas. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/> Acessado em Setembro de 2009

BERNANKE, Bem, e BLINDER, Alan. Credit Money and Aggregate demand. American Economic Review, vol 78, Pag 435-439. Disponível em: <<http://www.jstor.org>> Acessado em Setembro de 2009

CLAESSENS, S.; EMBRECHTS, G. Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings. Basel Committee Publications, 2002

CNB- Comissão Nacional de Bolsas. Disponível em: <http://www.cnb.org.br/> Acessado em Outubro de 2009

CNI- Confederação Nacional da Indústria. Disponível em: <http://www.cni.org.br/portal/data/pages/FF808081239C151201239F3211D766CE.htm> Acessado em Agosto de 2009

CROCCO, M.; CAVALCANTE, A.; BARRA, C. Polarização Regional, Sistema Financeiro e Preferência pela Liquidez: uma abordagem Pós-Keynesiana – novos conceitos. – SEP. Florianópolis, 2003.

CVM- Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/> Acessado em Outubro de 2009

FAINI, R.; GALLI, G.; GIANNINI, C. Finance and Development: The case of Southern Italy. In: Giovannini, A. (ed.), Finance and Development: Issues and experience. Cambridge: University Press, 1993.

FITCH RATINGS. Disponível em: <http://www.fitchratings.com.br/> Acessado em: Outubro de 2009

FITCH RATINGS. Metodologia de Securitização de Fluxos Futuros de Recebíveis no Brasil- Relatório de Metodologia 2005

FITCH RATINGS. Securitização de Ativos Existentes no Brasil- Relatório de Metodologia 2005

GERSHENKEON, A. Atraso econômico y industrializacion. 2 ed. Barcelona: Ariel, 1973

GOMES, Carlos Thadeu de Freitas. Captação de recursos no mercado internacional de capitais. Rio de Janeiro, IBMEC, 1982.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. "Financial Markets and Corporate Strategy. New York: McGraw Hill, 2002

GUJARATI, Damodar N. Econometria Básica – Rio de Janeiro. Elsevier 2006

HERMANN, Jennifer . O Modelo de Racionamento de Crédito e Política Monetária Nova-Keynesiana: Uma Análise Crítica; Revista de Economia Política, vol. 20 n2 (78), abril-junho/2000

HURTUNG, Douglas S. Negócios Internacionais. Rio de Janeiro:Qualitymark Ed.,2002.

IMF- International Monetary Fund. Disponível em: <http://www.imf.org/external/index.htm> Acessado em Setembro de 2009

J.P.MORGAN. Disponível em: <http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan> Acessado em Outubro de 2009

LIEN, D; TSE, Y. K.; TSUI, A. K. C. Evaluating the hedging performance of the Constant Correlation GARCH model. Applied Financial Economics, V. 12, N° 11, 2002

MAIA, Jayme de Mariz. Economia Internacional e Comércio Exterior. São Paulo: Atlas, 2008.

MEDEIROS, C. M. – O Fundamentalismo pós-keynesiano e a expansão do crédito. Editora Insight, 1996.

MOODY'S. Disponível em: <https://v3.moodys.com/Pages/default.aspx> Acessado em Outubro de 2009

MOODY'S Investor Service. Global Credit Research, Industrial Company Rating Methodology: Moody's Rating Methodology, 1999.

MOODY'S Investor Service. Introdução aos Ratings da Moody's- Comentário Especial: Maio, 1999.

NOGUEIRA, Fernando da Costa. Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista. São Paulo: Makron Books, 1999.

OLIVEIRA, Fabiano Pistoia. Finanças Internacionais. Mimeo (2009)

OLIVEIRA, Julio César. O Papel do Crédito na Teoria Schumpeteriana do Desenvolvimento Econômico. UFRGS, Porto Alegre, 1993

PINDYCK, Robert S. RUBINFELD, Daniel L. Econometria: modelos & previsões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004. 726 p.

RODRIGUEZ-FUENTES, C. J. Credit Availability and Regional Development. Papers in Regional Science, v. 77, 1, p.63-75, 1998.

SAMOLYK, K. A. A regional perspective on the credit view. Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review, n. 27, p.27-38.

SAUNDERS, A. "Administração de Instituições Financeiras". São Paulo: Atlas, 2000.

SCHUMPETER, J.A. A teoria do desenvolvimento econômico. São Paulo: Abril, 1982

SCHUMPETER, J. A. 1883-1950. Teoria do desenvolvimento econômico: Uma investigação sobre os lucros, capital, crédito, juro e ciclo econômico, São Paulo; Nova Cultura 1988

SOUZA, N.J. Desenvolvimento Econômico. São Paulo: Atlas, 1999

STANDARD & POOR'S. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/home/en/us>  
Acessado em Outubro de 2009

STANDARD & POOR'S – Critérios de Ratings Corporativos Globais. Ratings Corporativos- América Latina, 2000.

STANDARD & POOR'S- Critérios, Metodologia e Definições – Governança Corporativa , Scores e Avaliações, 2003.

STIGLITZ. Credit markets and the control of capital. Journal of Money, Credit and Banking, v. 17, n. 2, p. 133-152, May 1985. [Trabalho citado em LEVINE E ZERVOS (1996).]

STUBER, Walter Douglas Emissão de debêntures na legislação Brasileira

WALSH, Carl E.. Monetary theory and policy. 2nd ed. Cambridge: The MIT Press, 2003

WICKELL, Knut. Lições de economia política. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.