

CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS PELO SETOR PÚBLICO E PRIVADO BRASILEIRO ENTRE 1999 E 2009

Augusto Braun Muller¹
Julio Cesar de Oliveira²

RESUMO

Este trabalho analisa as principais variáveis que influenciaram a captação de recursos externos pelo setor público e privado brasileiro no período entre 1999 e 2009. Inicialmente descrevem-se as principais modalidades de captações existentes, apresentando suas características. Em seguida, efetua-se uma análise das entradas de capital pelo balanço de pagamentos do Brasil. Posteriormente, efetua-se uma análise de regressão dos ingressos de recursos de curto e longo prazo no país. Os resultados demonstraram que, entre as variáveis analisadas no estudo, a taxa de câmbio foi a mais representativa.

Palavras-chave: Captações externas de recursos, taxa de câmbio, balanço de pagamentos.

1 INTRODUÇÃO

Nas décadas de 1960 e 1970 e início da década de 1980, praticamente todas as captações de recursos privados no exterior eram feitas por empréstimos e financiamentos bancários internacionais, de acordo com a Lei 4.131. Internamente, esses recursos eram operacionalizados por meio das resoluções e circulares do Banco Central, como a Resolução 63. Na maior parte da década de 1980 e até o acordo da dívida externa ao final de 1993 (Plano Brady)³, a fonte externa de recursos cessou, limitando-se a algumas renovações. A partir de então, o fluxo externo recomeçou, mas não mais predominantemente por empréstimos e

financiamentos, mas na forma de emissão de títulos de dívida no exterior.

Com a globalização do mercado financeiro, melhora da situação macroeconômica do Brasil e maior abertura do mercado financeiro brasileiro, cresceram o número de empresas brasileiras que começaram a captar recursos no exterior. Financiavam sua expansão produtiva e seus negócios no comércio exterior através da 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 principalmente no caso de pequenas e médias empresas, para adiantamento de contratos de câmbio por empresas exportadoras e algumas empresas de grande porte obtendo recursos diretamente do mercado financeiro internacional. Também se pode ressaltar a captação de recursos no exterior por instituições financeiras brasileiras por mera especulação cambial, obtendo ganhos de arbitragem.

O objetivo deste estudo consiste em buscar 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 como eles afetam os ingressos de recursos externos no Brasil. O estudo analisa as formas de captação de recursos no exterior conforme a legislação vigente. Logo após, se procede à extração de alguns dados das contas do Balanço de Pagamentos, onde são registradas todas as transações econômicas do país com o resto do mundo. Posteriormente, realiza-se uma análise dos ingressos de capitais, relacionando-os com as modalidades de captação de recursos descritas nesse artigo. Por último verifica-se, por meio de análises de correlação e regressão, a influência da taxa de câmbio e do *spread* entre as taxas de juros nacionais e internacionais nos ingressos de capitais no Brasil.

O artigo está estruturado em três seções, incluindo esta introdução. A segunda seção apresenta a legislação vigente sobre as captações de recursos do exterior, as modalidades de captação. Na terceira seção, apresenta-se a análise descritiva dos ingressos de capitais, entre 1999 e 2009, extraídos das contas do balanço de pagamentos do Brasil, onde esses ingressos de capitais são relacionados com as modalidades de captação de recursos descritas nesse estudo. Após, são expostos alguns testes estatísticos para verificar a existência de 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.

2 MODALIDADES DE CAPTAÇÃO EXTERNA DE RECURSOS

A primeira parte deste item expõe a legislação brasileira sobre capitais estrangeiros no país, enquanto a segunda apresenta e descreve as principais modalidades de captação de recursos externos existentes na atualidade.

2.1 A legislação brasileira sobre capitais estrangeiros no país

Nesta seção são descritas as operações realizadas pelas empresas brasileiras para a captação de recursos externos. Além disso, será abordada, de forma concisa, a legislação relevante para essas 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 (BRASIL, 1962).

A maioria das captações de recursos privados do exterior, nas décadas de 1960, 1970 e 1980, foi efetuada através da Lei 4.131/62, na forma de empréstimos e financiamentos bancários internacionais. Essas captações eram internamente operacionalizadas através das resoluções e circulares do Banco Central, 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 Banco Central (BC) e 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 a entrada do Brasil na 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 as 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.

2.2 Formas de captação de recursos no exterior

Nesta seção são apresentadas e descritas as principais modalidades de captação de recursos externos, dentre as quais se destacam: Captação pela Lei 4.131; Repasse de moeda estrangeira; Bônus; *Commercial papers*; Certificado de Depósitos; Operações de Empréstimos Sindicalizados; Debêntures; *Depositary Receipts*; Securitização de Ativos e de Empréstimos; *Pre-export*; *Forfaiting*; *Supplier's e Buyer's Credit*.

A captação de recursos através da lei 4.131 permite que um banqueiro do exterior possa emprestar diretamente a uma pessoa jurídica não financeira, apenas com a intermediação de uma instituição jurídica financeira. No entanto, essas operações necessitam de autorização do Banco Central. Normalmente para esses empréstimos é aplicada a taxa Libor⁴ para seis meses acrescido de um *spread*.

A captação de moeda estrangeira pela resolução 2.770 (antiga resolução 63) possibilita que um banco Brasileiro capte recursos no exterior e repasse para terceiros dentro do país. Esse tipo de captação é repassado 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 mesmos juros que ele paga no exterior. Os vencimentos dos empréstimos efetuados às empresas domiciliadas aqui não podem nunca serem superiores ao vencimento da captação externa. No vencimento do empréstimo, o devedor paga em moeda nacional ao banco Brasileiro, corrigido pelo câmbio vigente do dia (FORTUNA, 2006).

A modalidade de captação de recursos denominada bônus envolve grandes volumes financeiros e, geralmente, são feitos através de bancos sindicalizados (MAIA 2008). Os Bônus ou *Bonds* são títulos emitidos por empresas privadas ou públicas de grande penetração internacional, e também podem ser emitidos por Governos.

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 é 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* é 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.

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 bônus: 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; permutáveis, onde é oferecida ao investidor estrangeiro a chance de trocar os títulos por ações ou quotas de outra empresa sediada no país; com garantia (*warrants*), são como cupons anexados aos títulos, eles dão a opção ao investidor de comprar ações ou quotas da empresa emissora a determinado preço.

O retorno obtido pelo investidor na compra de bônus 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 são utilizados os títulos do mercado norte americano, de igual prazo ou prazo interpolado para efeito de comparação.

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 captarem no mercado internacional os emissores dos títulos no exterior que obtêm ganhos de arbitragem pelas diferenças de juros internos e externos. Quando o Banco Central sente uma pressão indesejada no câmbio, ele pode alterar o cupom cambial, pois o seu valor está intimamente ligado aos efeitos da política cambial sobre a política monetária.

Os *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.

Os *commercial papers* também são conhecidos como empréstimos intercompanhias, quando essa operação é executada entre a matriz no exterior e a filial no 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

com carência de recursos e sem acesso ao mercado de ações e debêntures, em termo de prazos e juros obtidos (FORTUNA, 2006).

Os certificados de depósitos são títulos emitidos no exterior 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, e eles também podem ser negociados no mercado secundário (MAIA, 2008).

As operações de empréstimos sindicalizados (*syndicated loans*) são captações onde um grupo de bancos estrangeiros assume o duplo papel de credor e investidor, que 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 por 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).

A modalidade de captação na forma de Debêntures corresponde a um título mobiliário representativo 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 zelará pelos direitos dos debenturistas e 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.

A base legal de natureza política para emissão de debêntures no Brasil está contida nas Leis 6.385/76 (antiga lei das SA) e 6.404/76, com redação atualizada pela Lei 10.303/01, quando 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.

Os *Depositary Receipts* (Recibos de Depósitos) 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 *Depository Receipts* 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 *Depository Receipts* (DRs) outorgam 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 Depository Receipt*) são negociados exclusivamente nos EUA;
- IDR (*International Depository Receipt*) são negociados no mercado Europeu;
- GDR (*Global Depository Receipt*) emitidos somente por investidores institucionais em certos mercados.
- BDR (*Brazilian Depository 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 ADRs são o tipo de maior uso e negociação, devido a maior capitalização acionária e expressividade do mercado de capitais dos Estados Unidos da América. São também os com mais exigências de *disclosure* (abertura). Esses papéis, emitidos e negociados no mercado norte-americano, possuem lastro em ações de outros países. Este instrumento financeiro foi desenvolvido para permitir aos

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 às normas do SEC (*Securities and Exchange Commission*) e das bolsas locais.

O ADR Nível I é a maneira mais simples e de menor custo, constituindo-se 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. Já no ADR de Nível II, a empresa está autorizada a negociar em bolsas americanas. Embora não haja captação de novos recursos, são exigidas adaptações das demonstrações financeiras de acordo com a USGAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*); 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. No ADR Nível III, a empresa faz uma oferta pública de ADRs no mercado norte-americano, sendo o lançamento 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. Já no ADR restrito segundo a regra 144-A, há lançamento primário de papéis, mas as ofertas são restritas a compradores institucionais qualificados QIB (*Qualified Institutional Buyers*). Essa operação é efetuada 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. Somente se faz 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 meio de bancos que vendem aos investidores institucionais (ANDREZO E LIMA, 1999).

A captação por meio de securitização de ativos consiste na 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 são: ter um custo reduzido de captação, devido a sua estrutura ter garantias implícitas; ter 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.

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).

A modalidade de captação através de securitizações por instituições financeiras é regulada 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 à transformação de um empréstimo em títulos para serem revendidos para investidores, à prazos menores que dos Bônus e Eurobônus.

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).

Supplier's Credit é uma operação onde um banco nacional ou do exterior financia um exportador, antecipando os recursos para produção. Nesse financiamento, de curto ou longo prazo, os juros podem ficar vinculados ao preço da mercadoria a ser comercializada. A operação será liquidada no vencimento do saque. Enquanto o *Buyer's Credit* é uma operação onde um banco financia um importador. Essa operação é inversa ao *Supplier's Credit*.

Forfaiting consiste numa operação em que 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 da formalização da operação o banco cobrará do exportador as comissões e os juros (MAIA, 2008).

3 ANÁLISE DOS INGRESSOS DE CAPITAIS EXTERNOS NO BRASIL, 1999/2009

Esta seção tem como objetivo analisar o ingresso de recursos do exterior, nas diversas formas de captação discutidas na seção 2 desse artigo durante o período 1999-2009. Os dados foram extraídos do Balanço de Pagamentos do Brasil. Ressalta-se que os dados utilizados para as análises nessa seção, foram computados a partir de 1999, porque foi onde houve uma mudança na política cambial, sendo adotado o câmbio flutuante, em abandono às bandas cambiais. Esse

foi o momento no Plano Real onde a taxa de juros passou a ser o regulador da taxa de inflação. A metodologia utilizada nesse estudo foi o teste de correlação e o 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 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.

3.1 Visão geral dos ingressos de capital pelo balanço de pagamentos

A maior parte das informações, neste artigo, foi extraída da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, 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 e Outros Investimentos.

Na parte de Investimento Estrangeiro Direto do BP (Balanço de Pagamentos) entram os recursos de Empréstimo Intercompanhia, que compreendem 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 Banco Central do Brasil passou a publicar esses dados a partir de dezembro de 1999 (últimos 9 anos), conforme pode ser observado na tabela 1.

Tabela 1 - Empréstimos Intercompanhia por prazo e valor total: 2000-2009 (US\$ milhões)

Data	Médio e Longo prazo	Curto prazo	Total
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
2009	265931,50	28973,80	294905,30

Fonte: BCB-DECEC (2009).

Como pode se verificar na tabela 1, vem crescendo o volume de captação de recursos nessa modalidade de captação, e esses ingressos são primordialmente de longo prazo. Não cabe a esse artigo verificar as razões para esse aumento, sendo isto uma sugestão para trabalhos futuros.

Na parte do Balanço de Pagamentos referente à IEC (Investimento estrangeiro em carteira) podemos verificar os ingressos de recursos no país nas seguintes formas de captações: (i) ações de companhias brasileiras negociadas no exterior DR (*Depositary Receipts*); (ii) 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 na seção 2, uma das formas de captação de recursos no exterior é através da emissão de *Depositary Receipts*, cuja emissão é necessário o registro na CVM (no Brasil) e nos devidos órgãos responsáveis nos determinados países onde serão negociados os DRs.

Na tabela 2 encontram-se os valores de recursos captados anualmente na forma de DR no mercado externo. Nesses recursos captados pelo país estão incluídos os DRs de empresas brasileiras lançados em várias bolsas do mundo,

como no mercado norte americano, europeu e da América latina.

Tabela 2 - 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
2009	5.316,80

Fonte: Adaptado pelos autores (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC, 2009).

O capital estrangeiro especulativo que entrou no Brasil para negociações em bolsa é de volume bem maior, como pode ser visto na tabela 3. No entanto, não será realizada uma análise destes ingressos de capital (compra de ações de companhias brasileiras) porque não consiste em uma forma de captação de recurso no exterior.

Tabela 3 - 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
2009	144.425,70

Fonte: Adaptado pelos autores (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC, 2009).

Mais 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 faz a rolagem de suas dívidas, sendo o maior emissor de Bônus do país. A Tabela 4 expõe o lançamento de Bônus do Governo Federal.

Tabela 4 – Lançamento de bônus pela República Federativa do Brasil

Discriminação	Ingresso	Vencimento	Prazo (anos)	US\$		Cupon (% a.a.)	Spread ^{1/} (bps)	Periodicidade de juros	
				Moeda	Valor (Milhões)				
Global 27	9.6.1997	15.5.2027	30	USD -	3 500	3 500	10,125	395	Semestral
EuroIira	26.6.1997	26.6.2017	20	ITL -	750 000	443	11,000	348	Anual
Global 20	26.1.2000	15.1.2020	20	USD -	1 000	1 000	12,750	650	Semestral
Global 30	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
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	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 14	14.7.2004	14.7.2014	10	USD -	1 250	1 250	10,500	538	Semestral
Euro 12	24.9.2004	24.9.2012	8	EUR -	1 000	1 228	8,500	474	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
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
Euro 15 (Reabertura)	3.2.2006	3.2.2015	9	EUR -	300	362	7,375	185	Anual
Global 34 (Reabertura)	2.6.2006	20.1.2034	28	USD -	198	198	8,250	-	Semestral
Global BRL 22	13.9.2006	5.1.2022	15	BRL -	1 600	743	12,500	-	Semestral
Global BRL 22 (Reabertura)	11.12.2006	5.1.2022	15	BRL -	750	346	12,500	-	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 41	7.10.2009	7.1.2041	30	USD -	1 275	1 275	5,625	175	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
Global 19N (Reabertura)	22.12.2009	15.1.2019	10	USD -	525	525	5,875	114	Semestral
Global 21	22.4.2010	22.1.2021	10	USD -	788	788	4,875	115	Semestral

Fonte: Banco Central do Brasil (2010).

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

Como pode ser verificado na Tabela 4, os *spreads* e o cupon vêm caindo nos últimos anos, mostrando que o Brasil tornou-se atrativo aos investimentos estrangeiros. Observa-se que apesar da diminuição da remuneração dos títulos brasileiros no mercado internacional de capitais, a melhora do *rating* de crédito do Brasil gerou uma maior confiabilidade para ingresso de capitais externos no país.

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 5).

Tabela 5 - 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	7.087,0
2004	5.928,0
2005	12.489,5
2006	5.575,1
2007	2.883,2
2008	536,5
2009	4.155,9

Fonte: Adaptado pelos autores (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC, 2009).

Fazendo uma comparação com as tabelas 4 e 5, 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 similar ao Bônus (pela emissão de títulos), são os *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 nessa modalidade podem ser verificados na tabela 6.

Os volumes de recursos nessas modalidades de captação vinham crescendo nos últimos anos e obtiveram uma baixa no volume dos ingressos nos últimos dois anos. Este fato foi atribuído à diminuição da liquidez no mercado financeiro, devido à crise financeira que começou no mercado norte americano e se espalhou mundialmente.

Tabela 6 - *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
2009	8.449,7

Fonte: Adaptado pelos autores (Balanço de Pagamentos - BCB-DEPEC, 2009).

As outras formas de captação de recursos no exterior referente aos volumes ingressados no país estão registradas: no Balanço de Pagamentos (BP); 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 dependendo do prazo original de vencimento das obrigações.

A tabela 7 refere-se aos ingressos de capital financeiro no país pela conta *outros investimentos estrangeiros* do Balanço de Pagamentos sendo extraídas somente as seguintes subcontas de operações de LP (longo prazo): Créditos comerciais LP - Fornecedor (*Supplier's credit*); Financiamentos de compradores LP (*Buyer's credit*); Empréstimos outros LP - Exclusive Autoridade Monetária - Total; e Empréstimos e financiamentos - Demais setores - LP - Total. Todas essas subcontas pertencem a Conta Financeira da seção Outros Investimentos Estrangeiros.

Tabela 7 – 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
2009	2.742,20	8.365,90	20.482,20	3.079,00

Fonte: Adaptado pelos autores (Balanço de Pagamentos- BCB-DEPEC, 2009).

Pela tabela 7, consegue-se verificar que não há grandes variações nos volumes de capital que ingressaram por essas contas. Constata-se apenas uma diminuição nos anos de 2003 a 2005 e depois um leve aumento a partir de 2005.

3.2 Análise dos dados estatísticos

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 a soma 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: a) Índice da taxa de câmbio real (IPC-FIPE) - Jun/1994=100 - Dólar americano; b) *Spread* TJLP/Libor; e c) *Spread* Selic/Libor.

Em um primeiro momento foi realizada uma análise de correlação entre as variáveis dependentes e independentes. Posteriormente, realizou-se a regressão entre os índices (variáveis dependentes) e demais dados (variáveis explicativas). Na tabela 8 se encontram os dados obtidos pelos cálculos de correlação.

Tabela 8 - 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 pelos autores (2010).

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 prazo⁵. 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.

Na tabela 9 estão os resultados obtidos das regressões lineares com um nível de confiança de 95%. 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 R2 que indicam a parcela da variação da variável dependente que é explicada pela variação da variável explicativa foram relativamente baixos para a maioria das variáveis.

Tabela 9 - 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 pelos autores (2010).

No tocante ao *Spread Selic/Libor*, essa variável explica 26,75% da variabilidade dos ingressos de capital no curto prazo e somente 20,54% no longo prazo. O *Spread TJLP/Libor*, por seu turno, 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.

Quando analisadas as saídas das regressões uni-variadas referentes aos ingressos totais (que inclui os ingressos de curto e longo prazo, mais os empréstimos-intercompanhias) 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 foram levantadas para explicar os resultados obtidos na análise dos ingressos de capital, principalmente no longo prazo. A primeira refere-se à existência de 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. Uma segunda suposição refere-se a tomada de recursos no exterior que 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 terceira, e última hipótese, refere-se que 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.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Devido a maior integração do Brasil no mercado financeiro internacional, no decorrer dos últimos anos, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central (BC) vêm aprimorando a regulamentação 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 esse artigo abordou diversas modalidades de captação de recursos no exterior. Essas modalidades se mostraram bem variadas, com diferentes custos, prazos e volumes de recursos a serem captados.

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 uni-variadas, pode-se verificar que, entre os resultados obtidos os mais relevantes foram em relação à 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 é mais explicada pela variação da taxa de câmbio.

Uma consideração que passa a ser de relevante importância no presente artigo, 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, pode-se apontar a questão tributária, a disponibilidade de crédito dentro do mercado nacional e a situação econômica do país, deixando como sugestões para estudos futuros.

ABSTRACT

This paper analyzes the main variables that influenced the reception of external resources for the public and private section of Brazil in the period between 1999 and 2009. Initially it is described the main modalities of existent receptions, presenting their characteristics. Soon afterwards it takes place an analysis of the capital entrances on the balance of payments. Later shows an analysis of regression of the entrances of resources of short and long term in the country. The results demonstrated that the exchange rate was the most representative variable of the variables analyzed in the study.

key-words: External receptions of resources, exchange rate, balance of payments.

NOTAS

¹ Economista graduado pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

² Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professor do Departamento de Economia da UFRGS.

³ Em 1994, o secretário de tesouro dos EUA, Nicholas F. Brady, fez um plano para o Brasil que renovava a dívida externa brasileira mediante a troca por bônus novos lastreados em pápeis do Tesouro norte-americano.

⁴ *LIBOR - London Interbank Offered Rate* - taxa de juros de venda do mercado londrino.

⁵ Observa-se que 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.

REFERÊNCIAS

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.

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

BCB - Banco Central do Brasil, Lançamento de bônus pela Republica Federativa do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/PEC/indeco/Port/ie5-27.xls>. Acesso em maio de 2010.

BRASIL. Lei nº 4.131, de 13 de set. de 1962. Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4131.htm. Acesso em Setembro 2009.

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

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

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2006.

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

GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

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

MAIA, Jayme de Mariz. *Economia internacional e comércio exterior*. São Paulo: Atlas, 2008.

NOGUEIRA, Fernando da Costa. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron Books, 1999.

OLIVEIRA, Fabiano Pistoia. *Finanças internacionais*. Mimeo, 2009.

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

SAUNDERS, A. *Administração de instituições financeiras*. São Paulo: Atlas, 2000.

STUBER, Walter Douglas. *Emissão de debêntures na legislação Brasileira*, Porto Alegre, mimeo, 2009.