

FACULDADE FIPECAFI

**PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM
CONTROLADORIA E FINANÇAS**

FABIO NEVES DA SILVA

Fatores que influenciam o *spread* em emissão primária de debêntures no Brasil

SÃO PAULO

2021

FABIO NEVES DA SILVA

Fatores que influenciam o *spread* em emissão primária de debêntures no Brasil

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI, como requisito para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. George André Willrich Sales

SÃO PAULO

2021

FACULDADE FIPECAFI

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornacchione Jr.

Diretor Presidente

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia

Diretor de Pesquisa

Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar

Diretor Geral de Cursos

Prof. Dr. Paschoal Tadeu Russo

Coordenador do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças

Catálogo na publicação

Serviço de Biblioteca da Faculdade FIPECAFI

Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras (FIPECAFI)

Dados fornecidos pelo (a) autor (a)

S586f Silva, Fabio Neves da
Fatores que influenciam o *spread* em emissão primária de debêntures no Brasil.
/ Fabio Neves da Silva. -- São Paulo, 2021.
74 p. il. col.

Dissertação (Mestrado Profissional) - Programa de Mestrado Profissional
em Controladoria e Finanças – Faculdade FIPECAFI Fundação Instituto de
Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras

Orientador: Prof. Dr. George André Willrich Sales.

1. Debêntures. 2. *Spread*. 3. Selic. 4. Mercado de capitais I. Prof. Dr. George André
Willrich Sales. II. Título

658.4

FABIO NEVES DA SILVA

Fatores que influenciam o *spread* em emissão primária de debêntures no Brasil

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI, para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Aprovado em: ____/____/____

Prof. Dr. George André Willrich Sales
Faculdade FIPECAFI
Professor Orientador

Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva
Faculdade FIPECAFI
Avaliadora Interna

Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Brito
Faculdade FIPECAFI
Avaliador Externo

SÃO PAULO

2021

*“O homem só pode descobrir
novos oceanos
se tiver coragem de perder a terra de vista”.*
(André Gide)

AGRADECIMENTOS

Uma professora a quem muito admiro disse certa vez que a vida acadêmica é uma vida, dentre outras coisas, solitária. Ao me propor a realizar essa dissertação, pude constatar que ela está parcialmente certa, uma vez que, lhe é exigido algumas coisas que só você pode fazer, ninguém, por mais boa vontade que tenha, pode fazer algumas coisas que lhe é exigido. No entanto, entendo que ela também está parcialmente errada, pois, embora muitas vezes sozinho, sempre tive a convicção de não estar só nessa jornada, aliás, muito longe disso.

Comparava o desafio de fazer o mestrado a um rio em que me propunha a atravessar, não conseguia enxergar a outra margem, mas sabia que, apesar das dificuldades e, às vezes, até vontade de desistir, chegar do outro lado seria uma grande conquista. E são as pessoas, que me ajudaram nessa travessia, a quem gostaria de agradecer.

Primeiramente agradeço ao Prof. Dr. George André Willrich Sales, que, desde os *insights* na disciplina até a parceria exercida durante a orientação foram fundamentais para o desenvolvimento desse estudo. Agradeço também a Prof. Dra. Fabiana Lopes que, com todo seu amplo conhecimento estatístico, auxiliou a trazer os fundamentos para a realização desse trabalho. Agradeço ainda ao Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olívio, pelas ricas contribuições durante o processo de qualificação.

Agradeço ainda a Thalita Regina Correia dos Santos, da ANBIMA, que prontamente se mostrou a disposição para a disponibilização dos dados, fundamentais para a realização dessa pesquisa. Além da revisora Alessandra Sampaio, pela diligência na revisão desse estudo.

Agradeço também aos meus pais Sebastião Neves e Almerita Cruz, a quem devo todos os alicerces que adquiri, e ao meu irmão, Flávio Neves, que a bravura demonstrada para encarar novos desafios servem de exemplo para mim.

A Ianara Ribeiro, minha esposa, pelo apoio, paciência e cuidado essencialmente durante a minha ausência, necessária para a condução desse trabalho. A Nicole, minha filha, fonte de inspiração, por quem eu daria minha própria vida.

Ao Emílio Oliveira, meu primo e amigo, que tem sido meu parceiro de caminhada na rua e na vida, com quem, os inúmeros debates e discussões auxiliaram a refinar o objetivo dessa pesquisa. Ao Marcelo Aparecido, companheiro da turma 06 na FIPECAFI, com quem muitas vezes precisamos trocar lamentos e incentivos mútuos fundamentais para chegar até aqui.

Finalmente, agradeço a pessoas mais que especiais, que contribuíram de forma direta ou indireta, nesse percurso, o qual não teria espaço para citar todas aqui. Assim, agradeço a todos que contribuíram para que pudesse chegar até aqui, a outra margem do rio.

RESUMO

SILVA, Fabio Neves da. (2021). *Fatores que influenciam o spread em emissão primária de debêntures no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Faculdade FIPECAFI, São Paulo, Brasil.

Nas últimas décadas, a principal fonte de financiamento de longo prazo das empresas no Brasil ocorria através de recursos subsidiados, com destaque para a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Porém, embora tenha sido de grande importância para o financiamento da atividade econômica do país, esse modelo de atuação tem demonstrado sinais de esgotamento. A política empregada pelo governo brasileiro de rever a atuação do BNDES, associada à redução da taxa Selic, taxa básica de juros da economia brasileira, tem mudado a maneira das empresas captarem recursos de médio e longo prazo no país. É nesse contexto que o mercado de capitais brasileiro passa a exercer cada vez mais um papel de protagonismo na economia do país. O mercado de capitais canaliza a poupança da sociedade para suprir as necessidades das companhias por recursos, ao fazer essa alocação de maneira eficiente, por meio de instrumentos que atendam demandas específicas de empresas e investidores, o mercado de capitais gera benefícios para toda a sociedade, a começar por um retorno mais adequado ao risco dos projetos de investimento. Tanto as grandes companhias como as pequenas e médias empresas beneficiam-se de um mercado de capitais mais sólido, pois conseguem acesso a recursos para financiar seus investimentos com menor custo de captação. Assim, fortalecer os mecanismos de alocação da poupança de uma economia, mitigando e diversificando riscos e provendo recursos às taxas e aos prazos mais adequados e consolidar o mercado de capitais do país traz impactos positivos em diversos indicadores socioeconômicos. Um dos mecanismos mais utilizados no mercado de capitais brasileiro, nos últimos anos, tem sido a busca pela emissão de títulos privados, com grande destaque para a emissão de debêntures. Com um volume de emissão de debêntures em ampla expansão nos últimos 10 anos e diante de um fato histórico em que a taxa Selic alcançou seu menor patamar desde que foi criada gera-se uma conjuntura que leva cada vez mais empresas a buscarem melhores condições de se financiarem e, cada vez mais investidores a buscarem remunerar melhor o seu capital investido, o que reforça a expansão e o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, tornando-o mais presente e disponível para um maior número de empresas e pessoas. Com isso, o objetivo deste trabalho foi o de analisar os fatores que influenciam a formação do *spread* no momento da emissão de debêntures no mercado brasileiro nos últimos anos. Foram analisados os *spreads* das emissões de debêntures emitidas no período de janeiro de 2010 a novembro de 2020 e utilizou-se a regressão múltipla por mínimos quadrados, em que o *spread* foi analisado como variável dependente e, como variável de controle foram analisadas a taxa Selic, o volume das emissões, o prazo, o tipo de registro (se ICVM 400 ou ICVM 476), o indexador (se DI ou IPCA), a garantia, as emissões incentivadas (Lei n. 12.431/2011), e a escolha do Banco Coordenador. Com base no resultado dessa pesquisa, foi possível afirmar que a taxa Selic e o *spread* variam na mesma direção, ou seja, quanto menor for a taxa Selic, menor tende a ser o *spread* gerado na emissão das debêntures. Os resultados encontrados demonstram que quanto maior o volume, menor o *spread* da emissão, emissões vinculadas à Instrução CVM 400, emissões incentivadas pela Lei 12.431/2011 e emissões coordenadas pelos principais bancos (Banco do Brasil, Itaú, Bradesco e Santander) possuem um menor *spread*. Em contrapartida, emissões que possuem o IPCA como indexador e emissões que tiveram garantia real, possuem *spread* mais elevado.

Palavras-chave: Debêntures; *Spread*; Selic; Mercado de Capitais.

ABSTRACT

SILVA, Fabio Neves da. (2021). *Factors that influence the spread in primary issue of debentures in Brazil* (Master's Thesis). FIPECAFI College, São Paulo, Brazil.

In recent decades, the main source of long-term financing for companies in Brazil occurred through subsidized resources, especially the activities of the National Bank for Economic and Social Development (BNDES). However, although it was of great importance for financing the country's economic activity, this model of action has shown signs of exhaustion. The policy employed by the Brazilian government to review bnDES's activities, associated with the reduction of the Selic rate, the basic interest rate of the Brazilian economy, has changed the way companies raise medium and long-term funds in the country. It is in this context that the Brazilian capital market is increasingly playing a leading role in the country's economy. The capital market channels the company's savings to meet the needs of companies by resources, by making this allocation efficiently, through instruments that meet specific demands of companies and investors, the capital market generates benefits for the whole society, starting with a return more appropriate to the risk of investment projects. Both large companies and small and medium-sized enterprises benefit from a stronger capital market because they can access resources to finance their investments at a lower borrowing cost. Thus, they strengthen the mechanisms of allocation of savings of an economy, mitigating and diversifying risks and providing resources to the most appropriate rates and deadlines and consolidate the capital market of the country bringing positive impacts on various socioeconomic indicators. One of the most used mechanisms in the Brazilian capital market in recent years has been the search for the issuance of private securities, with great emphasis on the issuance of debentures. With a volume of debenture issuance in wide expansion in the last 10 years and in the face of a historical fact in which the Selic rate has reached its lowest level since it was created, there is a conjuncture that leads more and more companies to seek better conditions to finance themselves and, increasingly, to seek to better remunerate their invested capital, which reinforces the expansion and maturation of the Brazilian capital market, making it more present and available for a greater number of companies and people. Thus, the objective of this work was to analyze the factors that influence the formation of the spread at the time of the issuance of debentures in the Brazilian market in recent years. Spreads of debenture emissions issued from January 2010 to November 2020 were analyzed and multiple regression by least squares was used, in which the spread was analyzed as a dependent variable and, as a control variable, the Selic rate, the volume of emissions, the term, the type of registration (if ICVM 400 or ICVM 476), the indexer (if DI or IPCA), the guarantee, in the case of encouraged emissions (Law no. 12,431/2011), and the choice of the Coordinating Bank were analyzed. Based on the results of this research, it was possible to affirm that the Selic rate and spread vary in the same direction, that is, the lower the Selic rate, the lower the spread generated in the issuance of debentures. The results show that the higher the volume, the lower the spread of the issue, issues linked to CVM Instruction 400, issues encouraged by Law 12,431/2011 and emissions coordinated by the main banks (Banco do Brasil, Itaú, Bradesco and Santander) have a lower spread. On the other hand, issues that have the IPCA as an indexer and issues that had a real guarantee have a higher spread.

Keywords: Debentures; Spread; Selic; Capital Market.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1 Contextualização do Crédito à Pessoa Jurídica no Brasil.....	21
2.2 Fundamentos do Mercado de Capitais Brasileiro.....	28
2.3 Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil.....	33
2.4 Características do Mercado de Debêntures no Brasil.....	38
2.5 Taxa Básica de Juros - Selic.....	43
2.6 Estudos Anteriores.....	43
3 METODOLOGIA	47
3.1 Procedimento Metodológico.....	47
3.2 Dados da Amostra.....	48
3.3 Descrição das Variáveis.....	48
<i>3.3.1 Variável Dependente - Spread</i>	48
<i>3.3.2 Variáveis Independentes</i>	49
<i>3.3.2.1 Selic</i>	49
<i>3.3.2.2 Volume</i>	50
<i>3.3.2.3 Prazo</i>	51
<i>3.3.2.4 Garantias</i>	52
<i>3.3.2.5 Tipo de Emissão</i>	53
<i>3.3.2.6 Indexador</i>	54
<i>3.3.2.7 Incentivada</i>	55
<i>3.3.2.8 Banco Coordenador</i>	56
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	59
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
REFERÊNCIAS	71

1 INTRODUÇÃO

Para o desenvolvimento de qualquer atividade empresarial faz-se necessária a obtenção de recursos para o financiamento desta atividade. Seja para iniciar um novo projeto, para efetivar novos investimentos ou até mesmo para manter o seu funcionamento, as empresas necessitam de recursos financeiros. Através de capital próprio ou de terceiros, as organizações precisam de capital para se financiarem e a decisão na maneira de captar o recurso pode gerar ou destruir valor para a companhia e, conseqüentemente, para os seus sócios (Brito, Corrar, & Batistella, 2007).

Quando se opta pela utilização de recursos de terceiros, a alternativa mais adequada de financiamento é determinante para a melhor gestão do fluxo de caixa da companhia e, conseqüentemente, de sua saúde financeira. Para Securato, Carrete, e Securato Junior (2006), devido a alavancagem do capital próprio, com o benefício fiscal da dívida, a opção do endividamento tende a remunerar melhor os acionistas. Porém, de acordo com Gitman e Madura (2003) é de extrema importância avaliar todas as alternativas diante da complexidade de cada instrumento de financiamento, afinal, uma decisão inadequada acarreta um maior custo de captação de capital, conseqüentemente destruindo o valor para sócios e acionistas.

Qualquer que seja o tamanho da necessidade de investimento das empresas é fundamental que a economia brasileira desenvolva fontes alternativas de captação para financiar sua atividade econômica. Afinal, o modelo de financiamento que sustentou o crescimento econômico do Brasil, em grande parte do século XX, não é mais capaz de sustentar os investimentos necessários para que o país cresça de forma sustentável.

Como parte fundamental na composição do Produto Interno Bruto (PIB) de qualquer nação, a correlação existente entre taxa de investimento e o crescimento do PIB, desafia o país a encontrar fontes alternativas de capital, frente ao esgotamento da capacidade de investimento do setor público que, ao longo dos anos, foi o provedor de financiamento a longo prazo do setor privado. Ao viabilizar condições necessárias para que o setor privado tenha instrumentos para financiar a atividade econômica do país, o Estado brasileiro tem a possibilidade de direcionar seus recursos para áreas como saúde, educação e demais demandas sociais para sua população.

Assim, investir em um mercado de capitais maduro e desenvolvido permite que o setor privado possa absorver parcelas cada vez maiores de financiamento de setores que necessitam de investimentos mais robustos, como por exemplo: transporte, telecomunicações, energia elétrica e saneamento – segmentos que carecem de capilaridade e qualidade necessárias para assegurar o bem-estar da população e para vencer as deficiências que impactam negativamente a produtividade brasileira.

A falta de condições favoráveis de fontes privadas de financiamento a longo prazo resulta que grande parte das empresas se financiam majoritariamente com recursos próprios. Mesmo quando vão a mercado, as companhias não têm por objetivo se capitalizar para investimento: o refinanciamento de passivo e o capital de giro são os principais destinos dos recursos obtidos via emissão de dívidas (ANBIMA, 2018). Em 2019, apenas 4,6% dos recursos captados por empresas que ingressaram no mercado de ações (IPO) foram direcionados para investimentos. Embora as emissões de debêntures tenham apresentado no mesmo período uma destinação do recurso captado maior para investimentos (17%), as operações com prazos superiores a 10 anos, representam menos de 20% do total emitido. Essa baixa participação de captação a longo prazo pode indicar a ausência de utilização desse instrumento de financiamento para mais investimentos de grande impacto (ANBIMA, 2021).

A principal fonte de financiamento de longo prazo nos últimos anos no Brasil tem sido o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), porém, embora tenha sido de grande importância para o financiamento da atividade econômica do país, esse modelo de atuação tem demonstrado sinais de esgotamento devido à escassez de recursos. Além de que, de certa maneira, as empresas acabam optando pela utilização do financiamento de suas atividades pela via pública, muitas vezes, com custo subsidiado e de mais fácil acesso.

Porém, o que se observou nos últimos anos é que o BNDES tem registrado queda significativa no volume de financiamento da atividade econômica. Desde 2013, a participação do banco no financiamento nacional é menor a cada ano. Esse encolhimento é reflexo de menor disponibilidade de recursos e das consequentes mudanças das políticas operacionais do banco.

A política empregada pelo governo brasileiro de rever a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), associada à redução da taxa Selic, tem mudado a maneira das empresas captarem recursos de médio e longo prazo. Entre 2010 a 2019, o crédito direcionado caiu de 32 para 18% e, no sentido oposto, o financiamento através do Mercado de Capitais subiu de 9 para 14% no mesmo período (BCB, 2019). O impulso foi dado pela redução na taxa de juros e pela menor oferta de crédito subsidiado, ao mesmo tempo que o BNDES mudou sua política de financiamento, concentrando-se em setores de maior impacto social.

Assim o mercado de capitais começa a exercer cada vez mais um papel de protagonismo na economia brasileira. A crescente participação do mercado de capitais no financiamento da atividade econômica do país, beneficia todo ecossistema da economia nacional auxiliando a viabilização de operações típicas de financiamento privado, por meio de títulos e valores mobiliários. Mas, o mais importante é o aumento da participação do mercado de capitais na matriz de financiamento das empresas brasileiras, que também impacta positivamente os principais indicadores socioeconômicos do país.

Fundamentalmente, o mercado de capitais canaliza a poupança da sociedade para suprir as necessidades das companhias por recursos. Ao fazer essa alocação de maneira eficiente, por meio de instrumentos que atendam demandas específicas de empresas e investidores, o mercado de capitais gera benefícios para toda a sociedade, a começar por um retorno mais adequado ao risco dos projetos de investimento.

O crescimento do mercado de capitais de uma economia favorece o desenvolvimento de governança corporativa nas empresas, pois estimula a transparência na divulgação de informações por parte das companhias interessadas em captar recursos, além da necessidade de uma gestão profissional e qualificada, que esteja comprometida efetivamente com o desenvolvimento da atividade da companhia que busca o recurso. Forma-se assim um *ciclo virtuoso*, que estimula a disponibilidade de capital, proporciona liquidez para empresas e investidores, oferece prazos adequados para pagamento de dívidas, reduz o custo de capital e, por conseguinte, melhora as taxas de retorno dos investimentos.

Quando investidores decidem investir sua poupança em capital produtivo, eles buscam alternativas de alocação mais eficientes com o maior retorno. Isso eleva a liquidez da economia e os prazos dos investimentos. Para fazer essa alocação, o mercado exige em troca o aprimoramento da governança corporativa e o compartilhamento de informação por parte das empresas que captam os recursos, o que induz maior eficiência na gestão e transparência, com impactos na produtividade e no retorno sobre o investimento.

Tanto as grandes companhias como as pequenas e médias empresas beneficiam-se de um mercado de capitais mais desenvolvido, pois conseguem acesso a maiores e mais baratos tipos de recursos para financiar os investimentos. Assim, no momento em que fortalece os mecanismos de alocação da poupança, mitigando e diversificando riscos e provendo recursos às taxas e aos prazos mais adequados, um mercado de capitais dinâmico tem impactos positivos em diversos indicadores socioeconômicos.

A existência de mercados de capitais desenvolvidos é um dos fatores que contribuem para o desenvolvimento socioeconômico dos países. Países que possuem o mercado de capitais desenvolvido e maduro, tem maior protagonismo na economia, e, em geral, alcançam melhores desempenhos em termos de crescimento econômico e desenvolvimento social. Toda a sociedade é beneficiada à medida em que o mercado de capitais cumpre aquelas que são suas funções: mobilização da poupança, gestão de riscos, alocação eficiente de recursos, e aumento da disciplina corporativa (ANBIMA, 2018).

O desenvolvimento de um mercado de capitais mais sólido se traduz em crescimento econômico e mais emprego, devido as evidências de relação positiva entre indicadores, como capitalização de mercado, número de empresas listadas em bolsa de valores e volume de títulos de dívida emitidos com fatores como investimentos, serviços de infraestrutura, inovação e qualidade de vida. Assim, promover o fortalecimento de mercados de capitais locais, de forma que eles sejam capazes de ser um pilar para o desenvolvimento econômico, tem sido um esforço recorrente em todos os países que buscam crescer de forma perene e sustentável.

Existem diversos países que optaram em investir no desenvolvimento do seu mercado de capitais, e a experiência deles mostra que a adoção de medidas consistentes, direcionadas a aspectos específicos, trazem resultados práticos, como aumento da base de emissores e redução de burocracia.

O Chile, por exemplo, iniciou um conjunto de reformas estruturantes no começo da década de 1980, com mudanças no sistema previdenciário e nas novas leis para regular o mercado de capitais. Os ativos de fundos de pensão, entre 1981 e 2000 cresceram em média 22% ao ano, chegando a representar 54% do PIB e evidenciando a importância do mercado de capitais para a expansão da poupança interna do país. A Austrália, por sua vez, vem se posicionando com um *hub* financeiro para a região. A agenda de desenvolvimento do mercado de capitais foi colocada em prática na década de 1980 como parte da reforma do sistema financeiro. A liberação do câmbio e a desregulamentação foram decisivas para levar a Austrália a acumular mais de 25 anos de crescimento econômico contínuo e como resultado o mercado local passou de 2.043 empresas listadas em 2009, para mais de 2.400, um crescimento de 18%. (ANBIMA, 2018).

A Malásia foi outro país que optou em investir no desenvolvimento de seu mercado de capitais, e após a crise de 1997 o país se abriu para investidores estrangeiros e aprimorou as regras de governança, reduzindo a burocracia e aumentando sua transparência. Atualmente é o segundo maior mercado de títulos corporativos do leste asiático, atrás apenas da Coreia do Sul. O país possui uma das maiores capitalizações de mercado da região (ANBIMA, 2018). Os exemplos internacionais mostram que o desenvolvimento do mercado de capitais apresenta uma relação direta entre o aprimoramento da governança corporativa e a expansão da base de emissores, pela menor concentração de investidores e pela melhoria da estabilidade econômica e jurídica.

O Brasil enfrenta hoje muitos desafios no desenvolvimento do mercado de capitais como agente protagonista no financiamento à atividade econômica do país. Entretanto, o caminho seguido por outros países mostra que o investimento no mercado de capitais contribui efetivamente para que não só o mercado, mas toda a sociedade, beneficiem-se dos ganhos decorrentes desse desenvolvimento.

O mercado de capitais brasileiro já possui um mercado bem organizado, com infraestrutura e aparatos regulatórios e autorregulatórios adequados e reconhecidos internacionalmente. O país consolidou um sistema sólido, de bancos de investimento, corretoras, bolsa e gestores de recursos, que se compara com a de agentes de grandes mercados globais. Porém, o seu crescimento e desenvolvimento são muitas vezes inibidos por fatores estruturais e conjunturais. Enfrentar esses fatores é fundamental para o fomento de investimentos a longo prazo, essencialmente em um país que necessita viabilizar maiores taxas de investimento na busca de elevar o seu crescimento econômico.

Quando o país cria um ambiente de estabilidade econômica e fornece um ambiente jurídico e institucional que proporciona maior segurança para empresas e investidores, o mercado de capitais se desenvolve de maneira mais sólida, gerando maior atividade econômica e maior arrecadação de impostos. Logo, investir na solidez do mercado de capitais beneficia a máquina pública que ganha eficiência fiscal, já que o custo da dívida do Estado é reduzido.

Desta forma, os benefícios de direcionar esforços no sentido de fortalecer o mercado de capitais, mobilizando a alocação de poupança para o financiamento da atividade econômica, tende a gerar para a economia, redução de custo de capital, aumento da disponibilidade de recursos, maior liquidez para empresas e investidores e melhores taxas de retorno para investimentos. Esses

resultados trazem benefícios indiretos como a viabilização de maior número de projetos, expansão da produção, criação de empregos e aumento da renda.

No Brasil, historicamente, a captação de recursos é predominada pela emissão de dívida bancária, no entanto, o mercado brasileiro de dívida corporativa tem alterado suas características ao longo dos últimos anos. Embora ainda pequena, se comparada com economias desenvolvidas, a alternativa de captar recursos através do mercado de capitais vem crescendo constantemente.

Além da possibilidade da abertura de capital, em que os sócios da empresa diluem sua participação para que investidores adquiriam uma parcela da companhia em forma de ações, destaca-se ainda a emissão de um título de dívida privada, que gera o direito de crédito ao investidor e a obrigação por parte da empresa de reposição desse capital remunerado, instrumento chamado de debêntures. Visto como alternativa de empréstimos tradicionais em instituições financeiras, a emissão de debêntures pode estar associada ao reforço do capital de giro da companhia, investimentos e à readequação de passivo.

As emissões de debêntures estão crescendo e ganhando cada vez mais relevância na economia brasileira. De acordo com o Boletim de Mercado de Capitais, da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), em 2019 houve R\$189 bilhões em emissões de debêntures, um crescimento de 25%, se comparado ao total de emissões de 2018 e de 262% se comparado ao total de emissões de 2010 (ANBIMA 2020).

Com predominância de investidores institucionais (53,8%), a emissão de debêntures representou em 2019, 43,8% do total de emissões do mercado de capitais brasileiro (ANBIMA, 2020). De acordo com o Banco Central do Brasil (BCB), desde o segundo semestre de 2017, o mercado de títulos privados cresceu a taxa superior a 10%, sendo a fonte de recursos que mais cresceu nesse período e entre julho de 2018 a junho de 2019, a participação de novos emissores correspondeu a 42% das emissões acumuladas (BCB, 2019).

Complementando os dados mencionados no parágrafo anterior, estamos diante de um cenário inédito no Brasil. Em agosto de 2020, o Comitê de Política Monetária (Copom) anunciou um corte de 0,25 ponto percentual da taxa Selic para 2% ao ano. Com essa decisão, a Selic alcançou seu menor nível desde o início da série histórica iniciada em 1986.

Para efeitos de comparação, em julho de 2015, a Selic chegou a 14,25%, maior nível dos últimos 10 anos, e a partir de outubro de 2016, o Banco Central do Brasil (BCB) iniciou uma redução gradativa da taxa, que perdurou até março de 2018, em que a taxa ficou em 6,5% a.a. Em julho de 2019, o BCB iniciou uma nova redução gradativa da Selic, até atingir o histórico patamar de 2% a.a.

Com a redução da Selic é natural que os encargos cobrados nas operações de crédito reduzam, estimulando assim a economia do país. Por outro lado, a redução da Selic pode levar investidores, acostumados a alta remuneração, a migrar seus investimentos para ativos com maior risco, em busca de maior remuneração.

Quando os credores disponibilizam o capital à uma empresa, com uma expectativa de rentabilizar o capital investido, é de se esperar que a atividade da companhia devolva o capital investido e remunerado ao credor. De acordo com a B3 (2020), em novembro de 2020, o número de Cadastros de Pessoas Físicas (CPF's) para operar no mercado de capitais ultrapassou a marca de 3 milhões de pessoas; em agosto de 2017, esse número era de apenas 600 mil pessoas cadastradas, um crescimento de 400% de novos investidores em um período de 3 anos.

Colocado em percentual da população acima de 18 anos, que participa do mercado de capitais brasileiro, esse número saiu de 0,4% em agosto de 2017 para 1,7% em novembro de 2020. Apesar do robusto crescimento, se comparado aos Estados Unidos em que esse número é de 55%, o percentual de pessoas que participam do mercado de capitais no Brasil ainda é muito pequeno, mas seu crescimento pode indicar que estamos diante de uma transformação desse mercado (B3, 2020).

Conforme estudo divulgado pela CVM (2020), o Brasil é um dos maiores mercados emergentes em renda fixa corporativa em termos de tamanho, no entanto, a proporção entre o

estoque total dessas emissões frente ao PIB do país, oferece a relevância desse mercado na economia. A proporção do mercado de renda fixa em relação ao PIB brasileiro é de 39%, enquanto a média dos países desenvolvidos, essa proporção é de 171% e a média mundial de 98%.

Assim, observa-se que esse instrumento de financiamento, se comparado a outros países, ainda é muito pequeno e possui um amplo espaço para crescimento. O fato é que o Brasil pode estar se consolidando com um viés característico de economias mais desenvolvidas, em que observa-se taxas básicas de juros menores e mais empresas e pessoas acessando o mercado de capitais.

Dada a relevância do mercado de capitais na economia de um país e especificamente ao crescimento do mercado de renda fixa na economia brasileira, esse trabalho propõe-se a responder: **Quais os fatores determinantes para a formação do *spread* em emissões de debêntures no Brasil?**

Desta forma, o objetivo desse estudo é o de avaliar os fatores determinantes que impactem os *spreads* nas emissões primárias de debêntures no Brasil, uma vez que existem fatores internos e externos que ponderados impactam o *spread* cobrado no momento da emissão de debêntures e, com o crescimento dessa modalidade de financiamento como alternativa cada vez mais utilizada para financiar as empresas, torna-se fundamental compreender o que impacta o *spread* cobrado no momento da emissão dessa dívida.

Como justificativa, a presente pesquisa sugere contribuir para os tomadores de decisão nas empresas, que pretendem utilizar o *spread* como fonte de financiamento para captação de recursos, assim como possibilitar maior subsídio para a decisão sobre a emissão de debêntures e oferecer o melhor momento de acesso à essa alternativa de crédito, facultando assim, benefícios financeiros para as companhias.

Adicionalmente, espera-se que este trabalho possa servir aos investidores como contribuição de fundamento teórico, utilizando-se deste instrumento para analisarem a remuneração proposta desses títulos, antes de efetivarem seus investimentos.

Apesar do crescimento de assuntos relacionados ao mercado de renda fixa observado nos últimos anos na área acadêmica, no Brasil, a temática encontra-se ainda em desenvolvimento, carecendo ser mais explorada para compor maior diversidade e oferta de estudos científicos. Que possa ainda ser utilizado como fonte referencial no meio acadêmico, com o intuito de oferecer maior compreensão a respeito do mercado; possa contribuir para a sociedade como um todo, uma vez que o caminho para a maturidade do mercado de capitais aumenta o nível de investimento no país, possibilitando o aumento do seu PIB e gerando assim mais rendas e empregos no país; e, por fim, possa ser um instrumento de busca pela compreensão dos fatores que influenciam os *spreads* na emissão de debêntures, pelo fato de trazer o assunto para discussão e facultar a disseminação do tema para que mais pessoas possam olhar e compreender o mercado de renda fixa no Brasil.

Sobre o desenvolvimento, serão analisados os *spreads* das emissões de debêntures emitidas no período de janeiro de 2010 a novembro de 2020 e utilizada a regressão múltipla por mínimos quadrados, em que o *spread* é a variável dependente. Como variável de controle serão analisadas a Selic, o volume das emissões, o prazo, o tipo de registro, o indexador, a garantia, se trata de emissões incentivadas (Lei n. 12.431/2011) e a escolha do Banco Coordenador.

Além da Introdução, também compõe este trabalho o capítulo 2, com o referencial teórico apresentando conceitos empregados aqui a partir de trabalhos relevantes desenvolvidos sobre o tema, o capítulo 3 que traz a metodologia utilizada e descrição das variáveis, o capítulo 4 com o resultado da pesquisa desenvolvida e o capítulo 5 com as Considerações Finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Contextualização do Crédito à Pessoa Jurídica no Brasil

Operações de financiamento da atividade econômica existem desde a antiguidade. Relatos indicam que na Mesopotâmia em 3.400 a.C., nos mesmos templos em que eram negociadas as mercadorias, também eram realizados empréstimos, ainda que não existisse moeda, eram utilizados como “capital e juros” o sal, o gado e metais preciosos. A moeda surgiu por volta do ano 500 a.C. na Lídia e o cheque é uma invenção grega de concessão de crédito para facilitar as viagens dos capitalistas reduzindo o risco de roubos (Toledo Filho, 2020).

Na idade média, no final do século XVI, as cidades de Gênova, Florença e Veneza, na Europa, abrigavam famílias de banqueiros, mas como cada cidade possuía uma moeda diferente, cambistas se sentavam em bancos na entrada das cidades e realizavam as trocas de moeda, dando origem assim aos bancos.

No Brasil a atividade bancária tem início em 1808 com a fundação do Banco do Brasil, porém a atividade de financiamento do sistema de produção já estava presente no país há muito mais tempo. No estudo publicado por Flory (1978), a autora analisou 300 escrituras datadas entre 1698 a 1715, de empréstimos registrados no notariado da cidade de Salvador e encontrou 45% dos empréstimos em que foram realizados pela igreja e 25% por homens de negócio, e a destinação dos recursos de 35% dos mutuários eram para os senhores de engenho e 16% para os lavradores de cana.

O mercado de crédito exerce papel fundamental para a economia de um país. O adiantamento do poder de compra por parte dos intermediários financeiros é fundamental para viabilizar as decisões de investimento que norteiam a economia. Contudo, as decisões dos intervenientes financeiros são tomadas diante de incertezas, assim, seu estímulo em crescer a oferta de crédito é proporcional a confiança e as expectativas geradas sob o ambiente econômico o qual estão inseridos (Schumpeter, 1983).

Quando há uma perspectiva otimista sobre o desempenho de uma economia, as empresas buscam aumentar sua posição passiva (dívidas) objetivando ampliar sua posição ativa (investimentos). Já em momentos de incertezas gerados por crises ou desestabilidades econômicas, ocorre o movimento inverso, ou seja, as empresas evitam a realização de novos investimentos produtivos e buscam resguardar o capital investido.

Os agentes de crédito que exercem papel fundamental no mercado capitalista de livre comércio também são afetados pelas condições macroeconômicas o qual estão inseridos. Instituições financeiras são empresas que estabelecem estratégias para obtenção da elevação de riqueza de seus acionistas. Assim, a sua disposição em ofertar ou restringir o crédito está intrinsicamente ligada à sua perspectiva de transformar a concessão de crédito na economia em um negócio com lucratividade minimizando a possibilidade de perdas (inadimplência).

Com esse entendimento é natural que diante da expectativa positiva dos empresários em determinado mercado, as instituições financeiras corroborem com essa percepção através de maior concessão de crédito e, ao contrário, diante de uma expectativa negativa em determinado mercado, as instituições financeiras restrinjam o crédito, visando resguardar sua atividade e o seu capital.

Para Minsky (1986) é papel do Estado estabilizar a oferta da moeda e crédito através de sua política monetária através de seus bancos públicos. De acordo com o autor, essa participação não deveria ser pontual, mas constitutiva da própria dinâmica do sistema financeiro.

Ter um direcionamento, previsibilidade para atuar, segurança jurídica e condições exequíveis são alguns dos fatores que contribuem para a eficiência desse mercado. Porém, os mercados de crédito divergem entre países e entre períodos da economia, de acordo com o seu desenvolvimento, maturidade e necessidade de cada economia.

Assim sendo, o desenvolvimento da economia de um país tem estreita relação com o desenvolvimento e amadurecimento de seu mercado de crédito. Um mercado de crédito fortalecido

permite a elevação da demanda, permitindo que as pessoas possam satisfazer seus desejos, em especial, aumentar a capacidade de aquisição de bens duráveis. Por outro lado, a maturidade e maior disponibilidade de crédito para as empresas permite que essas possam financiar seus investimentos ao longo prazo, podendo investir em projetos de maior escala. Desta maneira, economias com mercado de crédito desenvolvido fortalecem o crescimento da demanda e da oferta de uma forma sustentável, contribuindo para a elevação de empregos e renda de sua população.

A forma de financiar as empresas é diferente entre os países, de acordo com o estudo de Demirguç-Kunt e Levine (2004), nos Estados Unidos e na Inglaterra a principal fonte de financiamento a investimentos de longo prazo é através do mercado de capitais, sejam através de ações ou da emissão de título de dívida privada ofertada diretamente aos investidores. Já em países como o Japão, a Alemanha e o Brasil, os bancos possuem um papel mais relevante através do financiamento indireto. Nos países em que o financiamento indireto é dominante, os estados tendem a agir por meio de bancos públicos ou fundos fiscais (Torres Filho, 2007).

A atuação dos bancos públicos no mercado de crédito vem sendo alvo de muita discussão. Existe uma linha que defende a forte atuação dos bancos públicos no financiamento das empresas. Esses argumentam que o Estado, através de seus bancos de desenvolvimento, é o responsável pelo financiamento a projetos de investimento que, seja pelo risco, prazo, ou demais condições não foram atendidos pelo setor privado (Torres Filho, 2007).

Por outro lado, existem autores que afirmam que o protagonismo dessas instituições inibe o crédito privado, uma vez que o Estado tem acesso a menor custo de captação de recursos em detrimento do setor privado, além de sua capacidade singular de tributar a sociedade para obtenção de novos recursos. Assim, acredita-se que a atuação dos bancos públicos como protagonistas no mercado de crédito de uma economia, inibe o desenvolvimento do seu mercado de capitais comprometendo a eficiência do sistema financeiro (Pinheiro & Oliveira, 2007).

Em todas as economias, o mercado de crédito é impactado com a volatilidade da economia, isso ocorre como consequência dos riscos inerentes de inadimplência que as instituições financeiras têm que administrar. Além do evidente risco de crédito também é preciso gerenciar os riscos de liquidez, de taxa de juros e o risco cambial. A gestão desses riscos incorre no agravamento de suas fragilidades em períodos de instabilidade macroeconômica. Ocorre que essa fragilidade das instituições financeiras se torna menos perceptível em período de crescimento econômico, uma vez que a concorrência das instituições financeiras privadas tende reduzir a aversão ao risco. Porém, quando a economia se retrai, o crédito para as empresas tendem a se contrair (Sant'anna, Borça Junior, & Araújo, 2009).

Considerado como um país de economia em desenvolvimento, o Brasil possui características singulares. O desenvolvimento da forma de financiar as empresas ao longo dos últimos anos tiveram diferentes vetores. Observa-se que sendo considerada para a economia como 'Década Perdida', a década de 80 foi marcada por políticas econômicas voltadas ao combate à hiperinflação. Causada pela expansão monetária e pela crise do petróleo, a inflação já estava em um patamar elevado durante o regime militar (1964-1985), com média anual de 69,89% a.a., porém, com pico de 235% em 1985 (Munhoz, 1997).

Esse período de hiperinflação teve fim em 1994 com o início do Plano Real, em que dentre várias medidas criadas para o combate à inflação, o governo brasileiro criou sistemas de recuperação da economia através de extensos programas de reestruturação, em que destacavam-se: o Programa de Estímulo à Recuperação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) e o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF). A implantação desses programas contribuiu com a retração do crédito, que decaiu de 34 pontos percentuais (p.p.) do PIB em dezembro de 1995, para 26 p.p. do PIB em dezembro de 2002 e levou a uma queda expressiva da participação dos bancos públicos na oferta de crédito no país (Lundberg, 2011).

Em 2003, com chegada do Luiz Inácio Lula da Silva à Presidência da República, há mudanças também na equipe econômica e o crédito no novo governo torna-se um instrumento para a política de crescimento econômico. Neste ano, o crédito representava 24,6 p.p. do PIB e em 2010 esse número cresceu para 45,3 p.p. do PIB; o crédito para pessoa jurídica cresceu de 15 p.p. para 25 p.p. em relação ao PIB (Moura, 2015).

Em setembro de 2008, com a falência do banco norte-americano Lehman Brothers, houve uma forte crise econômica nos Estados Unidos, que logo afetou praticamente todas as economias do mundo. Com o objetivo de minimizar os impactos dessa crise global e diante do impacto ocasionado na oferta de crédito no Brasil, o governo brasileiro passa a utilizar os bancos públicos para dar suporte às empresas e preservar a economia do país.

Na economia brasileira, o banco público de maior destaque no financiamento à indústria e à infraestrutura em investimentos de longo prazo é o BNDES, atuando muitas vezes com papel anticíclico no mercado de crédito, como forma de compensar déficit de crédito deixado pelo mercado privado. Dá-se início então a um grande incremento de crédito direcionado através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com o objetivo da equipe econômica de minimizar o risco de uma inadimplência generalizada, além de estimular alguns setores para evitar a retração da atividade econômica.

Além do BNDES, o governo utilizou a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil para injetar crédito no mercado para financiar o investimento privado e o setor habitacional (Lundberg, 2011). Embora não se limitem a isso, dentro de cada um dos bancos, o governo foca na Caixa para o crédito habitacional, no BB para o crédito na agricultura e pecuária e no BNDES para investimentos (Freitas, 2007).

A utilização dos bancos públicos para a concessão de crédito às empresas parte de uma decisão política embasada em movimento anticíclico, uma vez que os bancos privados brasileiros, temendo os efeitos da crise econômica e com o intuito de preservação de seu capital, tornaram-se mais cautelosos e passaram a restringir as condições de crédito para financiamento da atividade econômica. Adicionalmente, os bancos estrangeiros repatriaram grandes remessas de capital para os seus países de origem (Prates & Biancareli, 2009).

Nota-se assim que os bancos privados atuam de maneira pró-cíclica reduzindo o volume de empréstimo, reduzindo os prazos e aumentando seus custos. Essa cautela torna-se ainda maior diante das perdas de grandes empresas com derivativos cambiais, decorrentes da desvalorização do câmbio ocorrida nesse período de fuga de capital. A consequência disso é uma queda no volume de empréstimos realizados por esses bancos, aumento do custo para as empresas, redução nos prazos e um aumento substancial de incremento de garantias nas operações, tais como recebíveis ou garantia de imóvel, por exemplo.

Para Afonso (2012), a atuação do governo brasileiro utilizando o crédito para fortalecer as empresas na busca de se evitar um agravamento maior da crise econômica no país, coloca o crédito como quarto item no existente tripé do regime de metas de inflação, composto por política monetária, lei de responsabilidade fiscal e câmbio flutuante.

Assim, contando com o recurso da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) ao banco de fomento, o BNDES é utilizado como instrumento anticíclico e o crédito direcionado passou a subsidiar o crédito à pessoa jurídica. Além do BNDES, a Caixa e o BB também exerceram importante papel nessa finalidade, fazendo em 2009 e 2010 com que o crédito direcionado protagonizasse o financiamento das empresas no país.

A participação do BNDES cresceu de 1,6 p.p. do PIB no final de 2008 para 3,5 p.p. no final de 2010, com isso o crescimento de crédito direcionado à pessoa jurídica cresceu 2,7 p.p. do PIB, compensando a queda de 1,0 p.p. na redução do crédito sobre o PIB no mesmo período. Isto posto, por conta do crédito direcionado, o crédito destinado à pessoa jurídica cresceu 1,7 p.p. do PIB no período de dezembro de 2008 a dezembro de 2010 (Moura, 2015).

No final de 2011, o governo brasileiro entendeu que a sustentação do crescimento deveria se dar pelo estímulo ao mercado interno através do consumo e investimento. Motivada pela

retomada do preço das *commodities* no mercado internacional e pela liquidez ocasionada pela redução das taxas de juros internacionais, volta a crescer a entrada de recursos estrangeiros no país e conseqüentemente há uma valorização cambial adicionada a contenção da inflação, que fazem com que o BCB torne mais flexível a política monetária, reduzindo a Selic e estimulando o crédito.

No início de 2012 o governo lançou uma série de medidas para estimular o crédito no país, dentre essas medidas destacavam-se a liberação dos compulsórios sobre depósitos a prazo para viabilizar a elevação do crédito ofertado e a redução das taxas de juros das linhas de crédito voltadas para o investimento via BNDES, acentuando as linhas do Programa de Sustentação do Investimento – PSI (Oliveira & Wolf, 2016).

Com queda da taxa básica de juros em diversas economias do mundo, passa a existir uma liquidez que gera maior fluxo de capitais para países emergentes como o Brasil, que por consequência, refletem na redução da taxa de câmbio, somando-se à redução da taxa de inflação, viabilizada pela continuidade no processo de redução da Selic aos níveis mais baixos já observados até aquele momento. Entretanto a queda da taxa de juros básica da economia não refletiu redução na taxa de juros cobrado pelos bancos, com isso, no início de 2012, o governo brasileiro utiliza o BB e a CEF para reduzir os encargos cobrados aos seus clientes com o objetivo de pressionar os bancos privados a também reduzirem seus encargos.

O governo brasileiro argumentava que não havia espaço naquele momento para a manutenção dos *spreads* elevados e que o motivo dos encargos permanecerem elevados era pela manutenção da margem de lucro desses bancos. Os bancos privados, por sua vez, justificavam a sua resistência em baixar os *spreads*, mesmo diante do aumento de participação de mercado dos bancos públicos, alegando o aumento do risco de inadimplência. Com isso, destinaram seus recursos para clientes com menor risco, operações com uma série de exigências, garantias, encargos mais elevados e menores prazos.

Com essa estratégia os bancos públicos elevaram sua participação no mercado de crédito, compensando a redução dos *spreads* com aumento no número de operações e volumes, o que evitou uma queda no resultado ao contrário do que o mercado previa. Aproveitando a trajetória de redução da taxa básica de juros da economia, BB, CEF e BNDES assumiam um papel de destaque não apenas no financiamento das grandes empresas, mas também das pequenas e médias empresas. Porém, sem novos aportes de capital, por conta do acordo da Basileia, sua capacidade de expandir as operações foi reduzindo-se gradualmente e sua capacidade de expandir suas carteiras de crédito, logo alcançou seu limite (Oliveira & Wolf, 2016).

Em 2013, com o aumento da inflação, o governo brasileiro aumentou a taxa básica de juros da economia, nesse período há uma desaceleração da economia, e quedas no emprego e renda das pessoas. A elevação da Selic, além de inibir a procura por novos empréstimos, eleva os encargos das operações já contratadas, afetando assim a capacidade de pagamento das empresas em suas operações vigentes. E novamente observa-se um movimento em que os bancos, temendo uma onda de inadimplência, passaram a elevar os encargos de novas operações de crédito, com menores prazos e exigência de mais garantias.

Dessa vez o governo esteve mais limitado ao que tange a utilização dos bancos públicos para fomentar o crédito na economia. Ocorre que, com as restrições fiscais que limitavam a capacidade do Tesouro Nacional em fazer aportes essas instituições, aumentaram as críticas a essa medida em função do seu impacto no sentido da redução do *superávit* primário e do aumento da dívida bruta.

Com o objetivo de fazer com que os bancos públicos fossem capaz de manter os financiamentos às empresas, diante da retração dos bancos privados em um momento de crise econômica e incertezas quanto ao futuro e redução das expectativas, os aportes aos bancos públicos cresceram substancialmente. Em janeiro de 2007 esses aportes correspondiam a 0,8% da dívida pública bruta com o valor de R\$11 bilhões, em dezembro de 2013 esses aportes correspondiam a 17% da dívida pública bruta somando R\$466,9 bilhões.

No entanto, com as limitações de continuar utilizando os bancos públicos para fomentar a economia, diante da dificuldade em estimular os bancos privados em assumir maior participação no financiamento as empresas, em especial referente aos investimentos de longo prazo, o governo brasileiro adotou medidas para estimular o mercado de capitais com o intuito de elevar o financiamento as empresas através da emissão de títulos de dívida privada. Através da Lei n. 12.431/2011, o governo brasileiro passa a isentar os investidores do imposto de renda sobre os rendimentos de debêntures vinculadas a projetos de investimento e infraestrutura.

Em 2014, a elevação da taxa de inflação passa ser acompanhada pelo aumento dos desequilíbrios nas contas públicas, o que leva o governo brasileiro a adotar políticas fiscais e monetária mais rígidas. A desaceleração da economia trouxe o desestímulo pela busca de financiamentos, o que no momento de condições mais restritivas de concessão de crédito por parte dos bancos gera um ciclo vicioso.

Dessa vez os bancos públicos passam a atuar de forma mais discreta, que focaram em suas áreas tradicionais, mais passaram a atuar com mais cautela quanto ao limite técnico para a expansão dos seus negócios, além de possuírem condições menos favoráveis de volume, prazo, spread e garantias que se observou em períodos anteriores.

Nesse momento, além de se observar uma retração no crédito em bancos privado, também nos bancos públicos observa-se uma elevação substancial nos encargos cobrados. O aumento nos *spreads* bancários foi superior a elevação da Selic. A justificativa dos bancos recaía sobre o risco percebido de inadimplência diante da incerteza da capacidade de pagamento das empresas que, com a desaceleração da economia e com dívidas contraídas em momentos anteriores, geravam incertezas quanto à capacidade de honrar suas obrigações.

Nesse contexto o governo utiliza-se de novas estratégias na tentativa de manter a oferta de crédito para as empresas e com isso busca fomentar a economia brasileira. Uma das principais medidas da época foi a redução dos empréstimos externos para empresas com o encargo de 6% de IOF, cobrado nas operações de empréstimo no exterior, que passaram a ter alíquota zero para operações com prazo superior a 180 dias.

Complementarmente, o BCB anunciou um pacote de medidas que tinham o objetivo de estimular o crédito as empresas. Dentre as principais medidas destacavam-se: a liberação de um percentual dos compulsórios sobre depósitos a prazo para operações de crédito, a liberação de parte dos compulsórios sobre os depósitos a vista para operações de crédito no âmbito do PSI, redução no percentual de capital que os bancos precisam manter para cobrir o risco de crédito de seus empréstimos e a mudança nas exigências para empréstimos às pequenas e médias empresas, em que a exigência de capital para empréstimos a elas, passavam a ser menor quando a operação fosse inferior a R\$1,5 milhão (Cucolo, 2014).

Essas medidas entusiasmavam os credores a emprestarem, estimulando a oferta de crédito, porém as medidas não foram suficientes para estimular a demanda. Ainda sobre o efeito da desaceleração da economia, as empresas perderam receitas com a retração das vendas e tiveram aumento nos custos, o que além das incertezas do período para efetivar novos investimentos, tiveram também sua capacidade de pagamento comprometida, mantendo-se assim estático o setor de crédito.

O objetivo do BCB foi o de estimular sobretudo pequenas e médias empresas, que com o alto grau de incerteza e a falta de expectativa do setor, temendo não receber, reduziram o apetite dos bancos. As empresas, por sua vez, diante desse cenário, não tiveram apetite para investir ou tomar novos recursos, em especial nas condições de mercado da situação, o que gerou um ciclo vicioso e manteve o crédito a pessoal jurídica estagnado.

Em 2015, diante do agravamento do aumento de inflação e desequilíbrio das contas públicas, a adoção de políticas monetária e fiscal contractionistas, teve como consequência o aumento do desemprego e queda na renda dos trabalhadores. Por parte das empresas, devido à queda nas receitas e aumento dos custos reduziram as margens das organizações, os planos de

investimentos foram adiados, havendo assim, uma queda considerável na busca por empréstimos e financiamento, bem como sua própria capacidade de pagamento pudesse estar comprometida.

Mas, se de um lado a demanda por crédito estava comprometida, apesar da tentativa de estímulo do governo, a oferta por parte dos bancos também mostrou retração. Os bancos privados optaram pela liquidez imediata além de direcionar seu portfólio para os títulos de dívida pública em seus balanços. E, dessa vez, os bancos públicos não tiveram condição de atuar de forma anticíclica para compensar a retração dos bancos privados, além do elevado risco ainda presente em suas carteiras, sob o resultado do ciclo anterior e diante da tentativa do governo brasileiro de aumentar o superávit e reduzir a dívida pública, o Tesouro Nacional não efetuou novos aportes nos bancos públicos (Oliveira & Wolf, 2016).

A situação do mercado de crédito se agravou ainda mais depois que algumas das principais empresas brasileiras do setor de infraestrutura e construção civil foram acusadas de corrupção. A dimensão do alcance das denúncias era incerto, mas gerou um efeito cascata atingindo toda a cadeia desses setores. Diante desse novo fator de risco e das incertezas geradas com o rumo das investigações em curso, os bancos restringiram ainda mais as condições de empréstimo para pessoa jurídica.

A conjuntura desses acontecimentos fez com que a capacidade das empresas em continuar honrando seus compromissos reduzissem ainda mais, elevando assim os níveis de inadimplência das carteiras dos bancos. A consequência é uma nova elevação dos encargos cobrados para novas concessões de crédito. Deste modo reduziam operações de investimento e operações de longo prazo e aumentarem a procura por operações de curto prazo e mais onerosas.

Com a desvalorização cambial, destaca-se nesse período as operações relacionadas ao comércio exterior, em especial as operações de financiamento às exportações, como os Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), que antecipam as receitas obtidas por operação de exportação. Nesse caso, como a dívida é em moeda estrangeira, a desvalorização cambial acaba refletindo na carteira de crédito (Campos & Ribeiro, 2015).

Nesse momento, com os bancos públicos acompanhando os bancos privados, com aumento de encargos, redução de prazos e mais exigências de garantias para liberação de crédito às empresas, observa-se uma redução nas linhas de recursos direcionados e um aumento das carteiras de créditos livres, no total de crédito concedido no período. A redução do crédito direcionado vai ao encontro da estratégia do governo em realizar o ajuste fiscal, porém a ausência de crédito em melhores condições, dificulta ainda mais a situação das empresas nesse período de crise.

Sem condições de agir como protagonista na liberação de recursos para novos investimentos, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica exercem um papel importante no processo de renegociação de dívidas para as empresas. Com a economia em crise e com a capacidade de pagamento comprometida, muitas empresas tiveram que recorrer à renegociação de suas dívidas para adequar sua nova realidade de fluxo de caixa. Já o BNDES, o banco mais impactado com o ajuste fiscal efetuado pelo governo, além de reduzir o volume de empréstimos, dessa vez, atuou elevando os encargos. A TJLP, principal índice de correção para a composição do encargo cobrado pelo banco, foi elevado.

Dessa forma, os bancos públicos exerceram um papel fundamental na economia brasileira nesse período, sendo utilizados com instrumentos de intervenção do Estado. Diante do movimento de retração dos bancos privados, a atuação dos bancos públicos se mostrou determinante para fortalecer as empresas, minimizando seus efeitos nos níveis de emprego e renda.

A consequência disso é que, ao que se refere às características do crédito direcionado, essencialmente em relação ao volume, prazo e o custo da operação, o crédito direcionado tornou-se uma das principais fontes de financiamento de longo prazo na economia brasileira, atrás apenas do autofinanciamento. Isso demonstra não apenas a baixa participação do crédito livre de financiamento, mas demonstra também a baixa participação do mercado de capitais, em especial, do mercado de renda fixa. Para emitir títulos de dívida privada as empresas têm de competir com os títulos de dívida pública, o que impõem condições muito onerosas para emissão do título.

Com o cenário econômico pouco aquecido, há um recuo no crédito bancário para o financiamento da atividade econômica. Observa-se que embora tenha havido recuo do crédito total para as empresas, quando observado apenas o direcionamento de crédito bancário destinado às Pequenas e Médias Empresas (PMEs), houve expansão do crédito nesse segmento.

Em geral, houve redução do crédito bancário para o financiamento de grandes empresas, em que observou-se um direcionamento das instituições financeiras para a concessão de crédito para as Pequenas e Médias Empresas. Essa característica pode ter relação com a busca dos bancos em minimizar os riscos, diluindo a concessão de créditos a mais tomadores, ao invés de concentrar operações em operações maiores.

Por outro lado, a queda do financiamento bancário, incluindo o crédito direcionado para as grandes empresas é compensada pelo acesso dessas empresas ao mercado de capitais. Observa-se, contudo, que o Brasil está em um momento emblemático da forma de financiar a atividade econômica de suas empresas e conseqüentemente impactando a economia. Apesar do ambiente econômico interno menos estimulante, com a indústria operando em ociosidade elevada, houve melhora na capacidade de pagamento e na rentabilidade das empresas não financeiras de capital aberto. Quando somados ao crédito bancário à empresa e ao financiamento via mercado de capitais, em 2019, houve continuidade do aumento das fontes de crescimento domésticos (BCB, 2019).

Em 2020 o mundo vivenciou uma pandemia gerada por um vírus, o COVID-19, que além de ocasionar milhares de mortes, forçou os governantes do mundo inteiro a estabelecerem medidas de restrições de circulação de pessoas na tentativa de conter a doença. O impacto na economia foi imediato, levando a uma série de medidas governamentais para tentar conter os impactos da pandemia.

No Brasil, uma das principais medidas adotadas pelo governo federal para socorrer as empresas foi a utilização do Sistema Financeiro para conceder crédito para socorrer as empresas. Um dos programas de maior destaque foi o lançamento do Programa Emergencial de Acesso a Crédito em junho do mesmo ano. O programa foi destinado às empresas com faturamento R\$360 mil e R\$300 milhões anuais, na tentativa de apoiar as pequenas e médias empresas que, segundo o governo federal, eram responsáveis por empregar 3,3 milhões de pessoas. O programa consistia em oferecer garantias aos agentes financeiros, para que estes concedessem empréstimos através do Fundo Garantidor de Investimentos para Investimentos (FGI), administrado pelo BNDES (Gov, 2020).

Complementar ao FGI para auxiliar as empresas durante o período de pandemia, em julho de 2020, o governo federal lançou o programa de Capital de Giro Para Preservação da Empresa (CGPE). Também destinadas às empresas com faturamento até R\$300 milhões, o CGPE tratou-se de uma linha mais simplificada, que não exigia contrapartidas específicas ou uma regra para a destinação dos recursos, permitindo que as empresas pudessem utilizar os empréstimos para reforçar o caixa durante o período de pandemia. Para estimular as instituições financeiras, o programa permitiu que bancos e instituições que concedessem empréstimos enquadrados nessa linha, pudessem abater parte de suas perdas para ter benefício fiscal no pagamento do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (EBC, 2020).

De acordo com estudo apresentado pelo BCB (BCB, 2021), as medidas adotadas pela equipe econômica para enfrentar os efeitos da pandemia de Covid-19, surtiram o efeito esperado. O intuito das medidas foi de assegurar o bom nível de liquidez do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e de não deixar com que a escassez de crédito comprometesse ainda mais a economia já tão fragilizada. As medidas fizeram com que os bancos tivessem recursos disponíveis de forma tempestiva para emprestar e refinarciar dívidas de empresas afetadas pela crise.

Ressalta-se que para que surtisse efeito, a evolução do crédito dependia também do apetite de risco das instituições financeiras, que, por sua vez, é influenciado pelas condições macroeconômicas e pelas expectativas sobre essas condições. E essas medidas criaram condições para que o crédito destinado às empresas pudessem continuar disponíveis apesar do cenário

adverso causado pelos efeitos da pandemia de COVID-19. A tendência natural é que, diante de uma crise econômica, houvesse uma retração de crédito a exemplo do que se verificou durante a recessão ocorrida entre 2015 e 2016, mas de acordo com o mesmo estudo do BCB, os dados observados demonstram um crescimento na carteira de crédito das instituições financeiras destinadas às pessoas jurídicas, em que a concessão de novos empréstimos, adicionados às linhas de renegociação ou prorrogação das parcelas, superaram as amortizações e liquidações ocorridas no ano.

Na figura 1, adaptada de BCB (2021), é possível observar a evolução da carteira de crédito segmentada entre PME e empresas de Grande Porte (valores em R\$/bilhões):

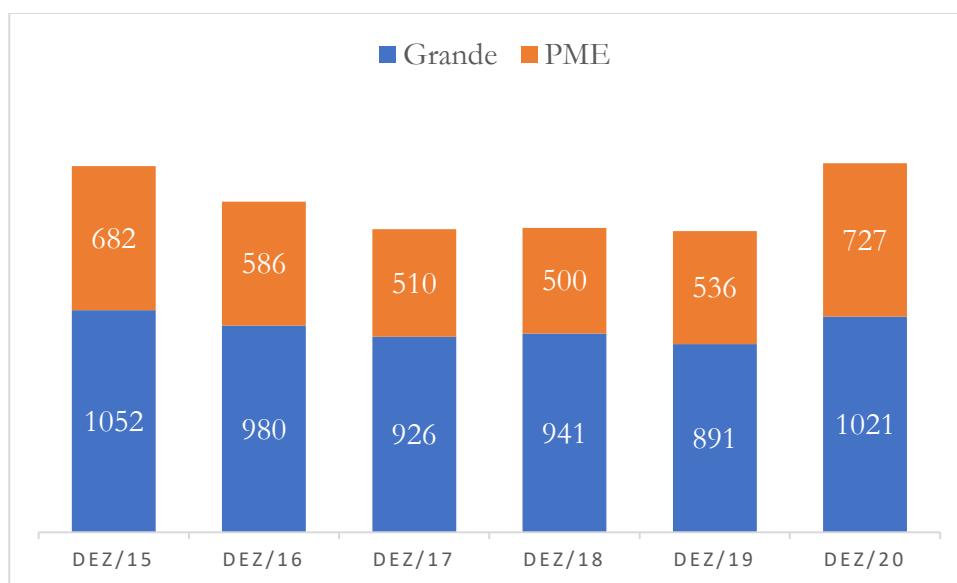


Figura 1. Evolução da Carteira de Crédito – Pessoa Jurídica.

Nota. Adaptada de BCB (2021).

Destaca-se que em 2020, apesar de toda as restrições e impactos gerados pela pandemia, a carteira de crédito para as grandes empresas cresceu 15% e a carteira de crédito destinadas às PMEs 36%, corroborando com o planejamento da equipe econômica de que, com as medidas anunciadas durante a crise, fosse possível evitar a retração do crédito à pessoa jurídica, em especial as PMEs.

Somando os programas criados durante a pandemia, aparou-se por concessão até 31/12/2020, o montante de R\$155,2 bilhões, dos quais 94% tem sido destinados às micros, pequenas e médias empresas. Ressalta-se ainda que, a despeito da crise, naturalmente aumentou-se a percepção de risco e as taxas médias apresentam tendências de queda, mantendo-se a patamares inferiores aos observados antes do período de pandemia (BCB, 2021).

Isto posto, observa-se que a liquidez e a fluidez do mercado de crédito destinados à pessoa jurídica, bem como a redução das taxas médias de juros durante o período de crises e incertezas, como os ocasionados pelos impactos da pandemia do COVID-19, tem relação direta com as medidas adotadas pela equipe econômica. Nota-se novamente a importância da elaboração de políticas de crédito adequadas para amparar o desenvolvimento econômico do país.

2.2 Fundamentos do Mercado de Capitais Brasileiro

Uma empresa diante da necessidade de investimento precisa decidir a maneira de captar recursos para efetivar seu planejamento. A escolha de como captar recursos para se financiar é uma decisão financeira e estratégica da empresa, que deverá avaliar os custos e benefícios de cada opção. Em síntese, existem três possíveis fontes para captação de recursos:

- A utilização de recursos próprios, como os lucros acumulados pela companhia;

- A contratação de financiamento bancário, através das linhas de crédito tradicionais ou linhas de financiamento governamentais; e,
- A utilização do mercado de capitais, por meio de emissão pública de títulos diretamente aos investidores.

Para os investidores, o mercado de capitais surge como alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos ou pelo governo. É nesse contexto que os poupadores têm a oportunidade de participar de empreendimentos que consideram interessantes, desde que dispostos a assumir os riscos decorrentes de cada atividade. Espera-se que, ao assumir maiores riscos que os relacionados aos investimentos tradicionais, o investimento no mercado de capitais possa trazer maior remuneração dos ativos. Cabe ressaltar que isso ocorre porque diferente do mercado de crédito em que o risco das operações é centralizado nas instituições financeiras, no mercado de capitais, o risco da operação em que os recursos são aplicados é assumido pelo investidor.

Com isso, o mercado de capitais, é conceituado como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos. Por isso, o mercado de capitais tem uma grande importância no desenvolvimento do país, pois estimula a poupança e o investimento produtivo, o que é essencial para o crescimento de qualquer sociedade econômica.

O funcionamento do mercado de capitais estabelece que os investidores, ao emprestarem seus recursos diretamente para as empresas, adquiram títulos que representam as condições estabelecidas no negócio, chamados de valores mobiliários. Esses podem ser títulos de dívida, em que se estabelece uma relação de crédito entre as partes, como é o caso das debêntures, ou podem ser títulos patrimoniais, ou de capital, em que os investidores se tornam sócios do negócio, com todos os direitos e deveres inerentes, como é o caso das ações (CVM, 2019a).

Os investidores podem adquirir esses valores mobiliários diretamente, ou indiretamente por meio de estruturas de investimento, como os fundos ou clubes de investimento e as instituições financeiras, que atuam como prestadores de serviços e não assumem a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações estabelecidas e formalizadas entre os emissores dos títulos e estes investidores. Diante disso, nota-se que a responsabilidade pelo pagamento dos juros e do principal de uma debênture, por exemplo, é da empresa emissora, e não da instituição financeira que a tenha assessorado ou participado do processo de colocação dos títulos no mercado.

As empresas que podem acessar esse mercado são aquelas enquadradas no artigo 1º da Lei n. 6.406/1976 (Lei das S.A.), que estabelece que “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (CVM, 2019a). Nas empresas, o capital social é dividido em ações que são subscritas pelos sócios, os acionistas.

Essas empresas são denominadas sociedades de capital, pois, ao contrário do que ocorre a exemplo nas Sociedades por Cotas de Responsabilidade Limitada, não há um contrato que ligue diretamente os sócios. As ações são de livre negociação, podendo cada um dos acionistas negociar sua participação na sociedade quando quiser, sem a necessidade de aprovação dos demais sócios. Em relação à responsabilidade, cada acionista responde apenas pelo preço de emissão das suas ações, não possuindo responsabilidade adicional por compromissos assumidos pela companhia.

As empresas podem ser classificadas como Companhia Aberta, ou seja, companhias em que os valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercados organizados de Bolsa ou Balcão, para isso, devem ser obrigatoriamente registradas na CVM ou como Companhia Fechada, empresas que não possuem valores mobiliários de sua emissão negociados em mercados organizados, consideradas uma companhia fechada, ou companhia de capital fechado.

Dentre os principais ativos negociados no mercado de capitais estão as negociações das ações das empresas. A ação é a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, portanto, um título patrimonial e concede aos seus detentores, denominados acionistas,

todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações que possuem. Apesar de todas as companhias ou sociedades por ações terem o seu capital dividido em ações, somente as ações emitidas por companhias registradas na CVM, chamadas companhias abertas, podem ser negociadas publicamente no mercado de valores mobiliários.

As ações podem ser de diferentes espécies, conforme os direitos que concedem a seus acionistas. O estatuto social de cada companhia define as características de cada espécie de ações, que podem ser Ação ON (ordinária), em que sua principal característica é conferir ao seu titular direito a voto nas assembleias de acionistas e Ação PN (preferencial), que não possui direito ao voto, mas em contrapartida concede outras vantagens, como prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital.

Outro ativo de destaque negociado no mercado de capitais são as debêntures, principal ativo analisado no presente trabalho, as debêntures são títulos de dívida emitidos por sociedades por ações e que conferem aos seus detentores direitos de crédito contra a companhia emissora. Por definição da Lei n. 6.385/1976, são valores mobiliários de instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais, que as empresas utilizam para financiar seus investimentos ou administrar suas vendas, com diversas possibilidades de utilização, tais como o aumento ou modernização da capacidade de produção, investimento em novas instalações, alongamento do perfil das dívidas, financiamento de capital de giro, dentre tantas outras coisas.

O investidor que adquire debêntures, também denominado como debenturista, ao disponibilizar seus recursos para serem utilizados pela companhia, torna-se detentor do direito de receber uma remuneração conforme condições pré-estabelecidas. Ao adquirir debêntures, o investidor não se torna sócio da companhia, como acontece com as ações. O debenturista torna-se credor da empresa o qual está emprestando dinheiro, e a companhia se compromete a devolver os valores emprestados e pagar juros por esta operação, conforme prazos e condições previamente estabelecidos.

Além das empresas e do investidor, existem diversos agentes presentes no mercado de capitais brasileiro que atuam para facilitar, disseminar, fiscalizar, intermediar e viabilizar essas operações; dentre esses agentes, destacamos:

- Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- Bancos de Investimentos;
- Sociedades Corretoras de títulos e valores mobiliários;
- Sociedades Distribuidoras de títulos e valores mobiliários;
- Agentes Autônomos de Investimentos;
- Gestor de Recursos de Valores Mobiliários;
- Analistas de Valores Mobiliários;
- Consultor de Valores Mobiliários.

A CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, dotada de autoridade administrativa independente, entidade, em regime especial, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários. Com o objetivo de reforçar sua autonomia e seu poder fiscalizador, o governo federal emitiu a Medida Provisória n. 8/2001, posteriormente convertida na Lei n. 10.411/2002, pela qual a CVM passa a ser uma entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo, estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira e orçamentária (CVM, 2019a).

A CVM tem como objetivo estimular a formação de poupança e sua aplicação no mercado de capitais, promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais, assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de

informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários, evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado, assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários, e assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CVM, 2019a).

Os bancos de investimento são instituições especializadas em operações estruturadas, que podem envolver participação acionária ou societária de caráter temporário em empresas ou financiamentos a médio e longo prazos, para suprir necessidade de captação de capital de giro, mediante a aplicação de recursos próprios ou captados junto ao público. Possuem natureza privada, devem ser constituídos sob a forma de sociedade por ações e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão “Banco de Investimento”. Captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. Além de instituírem, organizarem e administrarem fundos de investimentos, administram carteiras de títulos e valores mobiliários, assessoram negócios, realizam lançamentos de ações de empresas e prestam outros serviços do gênero.

As Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários são instituições financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações ou por quotas de responsabilidade limitada, com múltiplas funções. Sua principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes, podendo também administrar Fundos de Investimentos, além de poder auxiliar o investidor na medida em que disponibilizam para seus clientes informações e análises que possam ajudá-los em suas decisões.

Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários também são instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central do Brasil e pela CVM, atuando na intermediação de títulos e valores mobiliários e possuem diversas funções, em especial, atividades relacionadas ao mercado de capitais. Em 2009, a Decisão-Conjunta BACEN/CVM n. 17/2009 estabeleceu que as Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários ficariam autorizadas a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores. São constituídas sob a forma de sociedades por ações ou por quotas de responsabilidade limitada e, em sua denominação social, deve constar obrigatoriamente a expressão “Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários”. Tanto as Corretoras como as Distribuidoras de Valores Mobiliários cobram taxas e comissões por seus serviços (CVM, 2019a).

Os agentes autônomos de investimento são pessoas físicas que exercem a função de prepostos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, em especial das corretoras. Podem também exercer as suas atividades sob a forma de sociedade ou firma individual, desde que constituídas exclusivamente para esse fim. As suas atividades são comerciais: de prospecção e captação de clientes, de recebimento e registro de ordens e de prestação de informações acerca dos produtos e serviços oferecidos pelas corretoras.

Está em sua função apresentar o mercado de capitais para os investidores, esclarecendo as principais características dos produtos, cadastrar os clientes, receber as ordens e as transmitem para os sistemas de negociação, tiram dúvidas operacionais, entre outras coisas. Em um mercado em expansão como o brasileiro, o papel dos agentes é tido como fundamental para o crescimento da base de investidores no mercado de capitais, ao constituírem um importante elo entre os investidores e os produtos e serviços disponíveis.

Os Agentes Autônomos não possuem autorização para administrar a carteira dos investidores, ou seja, não podem operar de forma autônoma em nome do cliente, sendo necessária a autorização expressa do investidor para cada uma das ordens e operações a serem executadas. Para exercer suas atividades, os agentes autônomos devem ser credenciados por entidade autorizada pela CVM, que mantenha uma estrutura de autorregulação.

A administração de carteiras de valores mobiliários é a atividade relacionada direta ou indiretamente ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor. Essa atividade só pode ser exercida por agente autorizado pela CVM. De acordo com a regulamentação da autarquia, o registro de administrador de carteiras pode ser requerido em duas categorias: administrador fiduciário e gestor de recursos.

O gestor de recursos de valores mobiliários é responsável pela gestão profissional de recursos, sujeitos à fiscalização da CVM, entregues a ele com autorização para que compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor. Esses profissionais se responsabilizam pela gestão dos recursos de seus clientes, e podendo assumir a gestão da carteira de fundos ou clubes de investimentos. Eles são responsáveis pelas decisões sobre os tipos de ativos financeiros que farão parte da carteira que administram, e em que proporção, considerando entre outros fatores, os riscos e as políticas de investimentos pré-definidas.

Destaca-se em suas funções a necessidade de transparência das informações prestadas. Além disso, as informações divulgadas pelo administrador de carteiras de valores mobiliários devem ser fidedignas, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro, além da necessidade de estarem escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

O administrador de carteira não pode assegurar a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor. Para reduzir potenciais conflitos de interesse, a gestão de carteira deve estar completamente segregada das demais atividades desempenhadas pelo administrador de carteira. Em essência, devem ser adotados procedimentos necessários para que se garanta a efetiva independência das decisões tomadas na gestão da carteira em relação aos demais interesses do administrador.

A administração de carteiras de valores mobiliários pode ser exercida por pessoa física ou jurídica e, no exercício da atividade, é responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.

Os analistas de valores mobiliários são profissionais que elaboram relatórios de análise para à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes, que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Esses relatórios podem ser apresentados através de textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores determinados. Exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, também são consideradas como relatórios de análise.

Já o consultor de valores mobiliários é a pessoa física ou jurídica que presta serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação é exclusiva do investidor. A atividade do consultor tem o objetivo no investidor, a fim de identificar suas necessidades, interesses, objetivos, preferências e perfil de risco, de modo a oferecer um aconselhamento mais adequado e personalizado, orientando melhor os clientes sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, as classes de ativos e valores mobiliários tais como ações, debêntures, fundos de investimentos entre outros. Podem ainda prestar consultoria no que refere-se à escolha dos prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários (como a escolha do Banco Coordenador para emissão de debêntures, por exemplo) e outros aspectos relacionados.

A atividade de consultoria de valores mobiliários, não envolve a adoção e nem a implementação das recomendações oferecidas. É o cliente quem decide se irá efetivar as recomendações e de que forma. No entanto, o consultor, as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, como corretoras, distribuidoras ou bancos, e seus clientes em

comum, podem estabelecer canais de comunicação e ferramentas que permitam executar as orientações e recomendações com maior agilidade e segurança.

O consultor tem a responsabilidade de trabalhar para o investidor e desta forma precisa desempenhar as suas atividades de forma independente e fundamentada, sempre buscando evitar situações de conflito de interesses. Assim, o consultor deve colocar os interesses de seus clientes acima dos seus, desempenhar suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes, levando em consideração a sua situação financeira e o seu perfil, e verificar se os produtos, serviços e operações estão adequados a esses objetivos e perfil.

O consultor de valores mobiliários também não pode assegurar a seus clientes a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor. Não pode omitir informações sobre conflito de interesses e riscos relativos ao objeto da consultoria prestada, nem receber qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência ao prestar os seus serviços. A consultoria de valores mobiliários só pode ser exercida por profissionais registrados na CVM, que para isso precisam atender aos critérios exigidos na regulamentação (CVM, 2019a).

2.3 Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil

A origem das bolsas nas organizações tem início nas trocas comerciais mercantis no século XIV. Comerciantes se encontravam em centros no entrecruzamento de rotas comerciais para fechar acordos de compra e vendas. A origem do termo “bolsa” ocorre em Bugres (atual Bélgica), cidade que destacava-se como centro de transações comerciais, em uma propriedade da família Van de Bourse, cujo emblema posicionado na entrada do local trazia o desenho de três bolsas. O termo “bolsa” mostrou-se adequado, uma vez que nesses centros eram realizadas transações que ao final eram “empacotadas”, com cada negociador seguindo seu caminho (Braudel, 2005).

Para Wójcik (2009) foi a concentração de negócios no espaço e no tempo que levou a criação das bolsas de valores. O autor aponta que a primeira grande instituição surgiu em Amsterdam em 1602 com negociações da *Dutch East India Company*. Seu surgimento deu-se diante de um cenário de expansão financeira, resultado de um intenso fluxo de excedentes monetários. Após um período de consolidação das bolsas, passa a haver um predomínio da *London Stock Exchange* de 1795 até 1914, momento em que destaca-se no cenário mundial a *New York Stock Exchange* (Wójcik, 2009).

No Brasil, o surgimento de um mercado de capitais organizado ocorre no século XIX, em 1809. O recém-criado Banco do Brasil faz o que viria a ser a primeira oferta pública de ações no país. Em um contexto de abertura econômica que sucedeu a chegada da família real ao Brasil, tornado o país a nova capital do império português. Na ocasião, D. João VI emitiu 1.200 títulos do Banco do Brasil, porém com a baixa liquidez dos papéis e três após o lançamento, apenas 126 ações haviam sido subscritas. A vendas dos papéis do banco só foi concluída em 1817, tornando assim, o mais longo lançamento de ações no país (Carvalho, 2012).

Os primeiros papéis governamentais surgiram em 1828 com a necessidade do parcelamento da dívida pública, e no final de 1830 surgiram as primeiras Sociedades Anônimas. Uma das empresas pioneiras é a Imperial Companhia de Estrada de Ferro, que buscava capitalizar-se com intenções a conectar-se, por vias férreas, ao Rio de Janeiro à São Paulo, sem obter sucesso. Constituíam-se assim um cenário para a institucionalização do mercado de capitais no Brasil (Nabarro, 2016).

A primeira bolsa criada em São Paulo ocorreu em 1890 e após um lento processo de maturação que envolveu criação e fechamento, a Bolsa de São Paulo passou a ir além dos setores tradicionais de financiamento e incluiu novos mecanismos de financiamentos como as debêntures. Em 1930 a bolsa de valores de São Paulo assume importante papel ao constituir com parte do financiamento para a expansão da capacidade produtiva, ligando investidores e seu capital à

empresas em amplo crescimento, fazendo com que o capital disponível pudesse ser alocado em atividades industriais (Levy, 1977).

Em 1937, o governo de Getúlio Vargas passa a exercer maior interferência nas bolsas de valores do país e, nesse período, estabelece uma reforma na legislação efetivando uma revisão da Lei das Sociedades Anônimas dando à Bolsa a função de fiscalizar as empresas listadas. Para aumentar sua escala de atuação os agentes do mercado financeiro defendiam a integração das bolsas de valores do país, o desenvolvimento de programas de educação financeira e as reformas na legislação que facilitassem o acesso de empresas e investidores a esse mercado (Levy, 1977). Na década de 40, o mercado de capitais no Brasil ganha maior destaque com o lançamento de ações de empresas do Estado, com a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e a Vale do Rio Doce (Nabarro, 2016).

Entre 1945 até 1964 foi considerado um período de transição entre uma estrutura importante, mas ainda simples, de intermediação financeira, e uma complexa estrutura gerada após as reformas de 1964. Nesse período, em especial a partir da década de 1950, a um ambiente econômico de inflação crescente no país, direcionando o investidor brasileiro a optar em investir em ativos reais, essencialmente em imóveis (Lopes & Rosseti, 1983).

Com o golpe militar ocorrido em março de 1964, a equipe econômica do novo governo se propõe a fazer grandes reformas na economia nacional. Assim, foram criadas leis com o intuito de reestruturar o mercado financeiro. A partir de 1964 o governo brasileiro iniciou um programa de reformas na economia nacional, inclusive reestruturando o mercado de capitais no país, foi nesse contexto que foi criada a Lei n. 4.728, de 14/04/1965, primeira Lei de Mercado de Capitais, que consolidou esse mercado e estabeleceu condições para seu desenvolvimento (Carvalho, 2014).

Dentre as leis que foram criadas e que impactaram diretamente o mercado de capitais brasileiro foram: a Lei n. 4.537/1964, que instituiu a correção monetária; a Lei n. 4.595/1964, conhecida como a lei da reforma bancária, que reformulou o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central; e, em especial a Lei n. 4.728/1965, Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado criando medidas para o seu desenvolvimento (CVM, 2020).

Com as mudanças trazidas pela nova legislação ao mercado acionário, houve a reformulação da Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras e a criação dos Bancos de Investimento, responsável por desenvolver a indústria de fundos de investimento. Na ocasião, foi criada uma diretoria no Banco Central denominada Diretoria de Mercado de Capitais, com o objetivo de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários brasileiro, as Bolsas de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, função que atualmente é exercida pela CVM.

Com o objetivo de estimular o mercado de capitais brasileiro foram criadas medidas de incentivos para os investidores aplicarem seus recursos no mercado acionário. Em 1967, o governo criou o Decreto-Lei n. 157/1967, com o intuito de dar ao contribuinte a opção de utilizar parte do imposto exigido no momento da Declaração do Imposto de Renda para investir em quotas de fundos de ações de companhias abertas. O incentivo surtiu efeito imediato e logo grandes volumes de investimentos foram direcionados para o mercado de capitais. O problema é que a elevação dos investimentos não foi acompanhada de novas emissões de ações das empresas, gerando uma forte onda especulativa nesse período.

Em julho de 1971 houve o ponto máximo do que ficou conhecido como o “*boom* de 1971”, diante disso, investidores mais esclarecidos iniciaram um movimento de realização de lucros e passaram a vender suas posições. Investidores assustados com o movimento de baixa foram influenciados a também se desfazerem de seus títulos. O problema foi agravado com a chegada de novas empresas no mercado de capitais, elevando a oferta de ações no momento em que a demanda estava caindo (CVM, 2020).

Esse rápido período especulativo trouxe graves consequências à imagem do mercado de capitais brasileiro, pois percebeu-se que algumas ofertas de ações foram emitidas por empresas

frágeis e sem compromisso com seus investidores. Assim, após o “boom de 1971” o mercado de capitais passou por um período de retração com sua reputação comprometida não inspirando confiança dos investidores.

Vários incentivos foram criados visando retomar o crescimento do mercado de capitais, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social aos subscritores de ações distribuídas publicamente. A recuperação do mercado acionário só ocorreu em 1975, devido aos novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e à criação das Sociedades de Investimento, Decreto-Lei n. 1401/1975, para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além de maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão (CVM, 2020).

Adicionalmente, visando o crescimento do mercado de capitais brasileiro, em 1976, foram criadas duas novas leis: a Lei n. 6.404/1976, nova Lei das Sociedades Anônimas, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas e a Lei n. 6.385/1976, segunda Lei do Mercado de Capitais que, dentre outras medidas, criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada a regulamentar e fiscalizar as Bolsa de Valores e as companhias abertas e desenvolver o mercado de capitais no país (CVM, 2020).

Apesar de todos os incentivos criados, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado. Embora tenha sido pioneira a Lei n. 1.401/1976, que buscava atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro, o processo de internacionalização do mercado aconteceu efetivamente apenas na década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira. Com a abertura da economia na década de 1990, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Essa abertura da economia gerou também um outro movimento, onde algumas empresas nacionais começaram a acessar o mercado externo através do lançamento de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, essencialmente a *New York Stock Exchange*, sob a forma de ADRs – *American Depositary Receipts*, com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários naquele mercado (CVM, 2020).

Ao acessarem as bolsas de valores nos Estados Unidos, as empresas brasileiras tiveram de se adequar às diversas exigências relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados “princípios de governança corporativa” impostas pela SEC – *Securities and Exchange Commission*, órgão regulador do mercado de capitais norte americano. Com isso, as empresas brasileiras passam a ter contatos com acionistas mais exigentes, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais desenvolvidas.

Além do crescimento de investidores estrangeiros no país, o mercado de capitais brasileiro estava sendo cada vez mais acessado por investidores institucionais de grande porte, como fundos de pensão por exemplo, que conscientes de seus direitos eram mais exigentes. A falta de proteção ao acionista minoritário, as incertezas em relação às aplicações financeiras, a falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, reduziam a atração desse mercado para os investidores.

Ao término da década de 1990 e início dos anos 2000, observou-se a dificuldade pela qual passava o mercado de ações no país. Por exemplo, o número de companhias listadas na bolsa caiu de 550 em 1996 para 440 em 2001 e o volume negociado, que chegou a atingir US\$191 bilhões em 1997, recuou para US\$101 bilhões em 2000 e US\$65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam (CVM, 2020).

Na tentativa de dar maior transparência ao mercado de capitais brasileiro e maior segurança aos investidores, foram desenvolvidas algumas medidas institucionais e governamentais, com o objetivo de assegurar melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, as

quais destacam-se: a aprovação da Lei n. 10.303/2001 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

O Novo Mercado é o segmento de listagem de ações de companhias, que se comprometeram voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Foram criados dois estágios intermediários: Níveis I e II que, juntos com o Novo Mercado, estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores práticas de governança corporativa. A criação do Novo Mercado tem como fundamento fortalecer o mercado de capitais brasileiro trazendo maior segurança e proteção aos acionistas, além de trazer maior qualidades nas informações prestadas pelas empresas.

Com o objetivo de disseminar as práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras, em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que a partir de 1999 passa a ser intitulado Instituto Brasileiro de Governança (IBGC). Afirmando que “os investidores estavam dispostos a pagar valor maior por empresas que adotassem boas práticas de governança corporativa e que tais práticas não apenas favorecessem os interesses de seus proprietários, mas também a longevidade das empresas” (IGBC, n.d.), o órgão desenvolve o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

A falta de regras de defesa dos interesses dos acionistas minoritários acarreta a exigência por parte dos investidores de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias. Assim, se espera que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos de governança corporativa, apresentem prêmios de risco reduzidos, gerando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

Destaca-se nesse período também a reforma da Lei das Sociedades Anônimas. As alterações da Lei Societária, em vigor desde 1976 (Lei n. 6.404/1976), teve como objetivo aperfeiçoar e complementar os direitos e a proteção aos acionistas minoritários. Essas mudanças eram uma reivindicação dos diversos agentes desse mercado e tiveram como objetivo estimular à maior participação dos investidores e fortalecer o mercado de capitais brasileiro. Com a mudança, foram introduzidas diversas regras de governança corporativa, de princípios de “*disclosure*” (transparência), tratamento equitativo, “*compliance*” e “*accountability*” (prestação de contas), aperfeiçoados após a edição da Lei n. 6.404/1976 (CVM, 2020).

Estimulado por essas mudanças que criaram um ambiente de maior proteção ao investidor e pelo aquecimento da economia global, em 2003 houve um reaquecimento do mercado. Em todo o período de 1996 a 2003 foram feitas quatro ofertas iniciais de ações (IPOs), ao passo que entre 2003 e 2011, mais de 100 empresas ingressaram na bolsa de valores.

Em 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Mercadorias & Futuros se integraram, dando origem a BM&FBOVESPA. Atualmente denominada B3, a bolsa de valores em São Paulo, é a única bolsa que opera no Brasil, é líder na América Latina e uma das maiores do mundo em valor de mercado (CVM, 2020). Seus mercados abrangem ações, contratos futuros, câmbio, operações, fundos e ETFs (fundos de índices), leilões e renda fixa pública e privada.

Em 2013, há uma desaceleração da economia e quedas no emprego e renda das pessoas, observa-se então um movimento em que os bancos temendo uma onda de inadimplência passam a elevar os encargos de novas operações de crédito, com menores prazos e exigência de mais garantias. Sendo assim, em 2014, os desequilíbrios nas contas públicas levam o governo brasileiro a adotar políticas fiscais e monetária mais rígidas.

Buscando diluir o risco de seus financiamentos, o BNDES altera as condições para o financiamento a TJLP. Com a mudança, o teto de financiamento que era de 70% reduz para 50% do valor total do projeto e para que as empresas acessem esse teto, elas deviam buscar o recurso restante no mercado de capitais através da emissão de debêntures. Essa nova regra passou a valer para grupos econômicos com faturamento superior a R\$1 bilhão e para empresas com empréstimos acima de R\$400 milhões. Adicionando-se a isso, o BNDES passa a exercer maior participação como subscritor e investidor de papéis via o BNDESPar.

Apesar da crise econômica desse período, as mudanças estruturais do ambiente financeiro ocorridas nos últimos anos, permitiram um o crescimento do mercado de capitais no país. As empresas passam a observar condições no mercado de capitais para buscar financiamentos menos onerosos, além disso, a demanda dos Fundos de Investimentos por ativos mais rentáveis favorece essa mudança. Assim, a redução do crédito bancário foi compensada pelo financiamento às empresas via mercado de capitais, inclusive atuando como substituto do crédito direcionado (CVM, 2020).

O mercado de capitais no Brasil continuou a se desenvolver nos anos seguintes e embora ainda pequeno se comparado a países desenvolvidos, torna-se um mecanismo cada vez mais importante para amparar o financiamento da atividade econômica do país. Apesar do ambiente econômico interno menos estimulante, com a indústria operando em ociosidade elevada, houve melhora na capacidade de pagamento e na rentabilidade das empresas não financeiras de capital aberto. Quando somados o crédito bancário à empresa e ao financiamento, via mercado de capitais em 2019, houve continuidade do crescimento das fontes de crescimento domésticas (BCB, 2019).

Em 2020, apesar de toda as restrições e impactos gerados pela pandemia, as emissões domésticas no mercado de capitais totalizaram R\$369,8 bilhões. Em que pese ter havido uma queda de 14,5% em relação ao ano anterior, resultado de um momento atípico marcado pela incerteza dos investidores e dos empresários em relação ao futuro da economia global, e diante da grande volatilidade dos ativos ao longo do ano, o mercado de capitais demonstrou recuperação sustentada. Destaca-se que o volume de emissões de R\$63,7 bilhões em dezembro de 2020, mesmo diante de um cenário de pandemia, foi o maior volume de emissão mensal desde outubro de 2010 (ANBIMA, 2021).

Nota-se na figura 2, adaptada de ANBIMA (2021), a evolução do total de emissões via mercado de capitais, com destaque para a emissão de Debêntures, as emissões de Ações via IPOs (primeira oferta pública de ações) e emissões de Ações via *follow-on* (lançamento de ações de empresas que já possuem ações negociadas na bolsa), entre o período de 2014 a 2020:

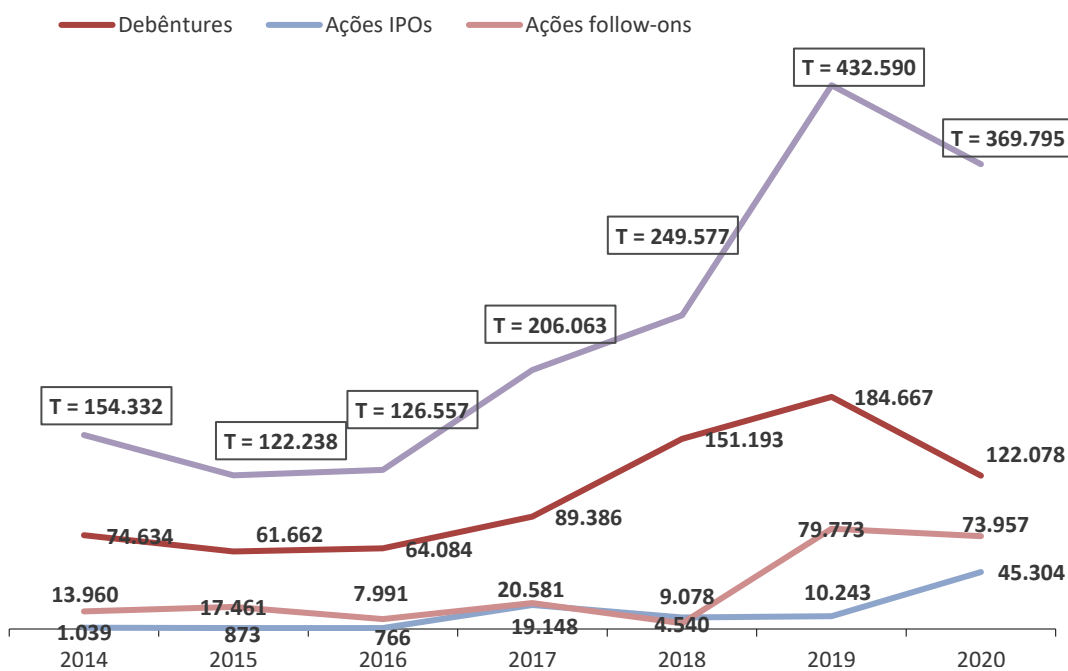


Figura 2. Evolução das Emissões via Mercado de Capitais.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2021).

Também chama a atenção o grande aumento de empresas que ingressaram na bolsa em 2020, em detrimento da já mencionada pandemia. Os IPOs, oferta inicial de ações, passaram de R\$10,2 bilhões para R\$45,3 bilhões, o maior valor dessas operações desde 2007, o que corresponde a um aumento de 344% em relação ao ano de 2019, só em dezembro essas emissões registraram R\$15,3 bilhões. Em termos de operações, o crescimento no ano foi de 5 para 27 negócios. Os fundos de investimentos detiveram a maior parte das ações nas ofertas públicas com participação de 43%, seguido dos investidores estrangeiros com 34,1%.

Destaca-se que em 2019 o volume de emissões de ações através de *follow-on* (oferta secundária) foi de R\$79,8 bilhões, somados os volumes emitidos entre o período de 2014 até 2018 foi de R\$64,5 bilhões. Se comparado ao ano de 2018, o crescimento de emissões via *follow-on* foi de 778,7%. Apesar da queda de 7,6% de emissões em 2020, o volume de R\$73,8 bilhões de emissões é muito superior à média dos últimos anos.

As emissões de debêntures apresentaram um crescimento no volume de emissão todos os anos de 2015 até 2019. Em 2015 o volume emitido foi de R\$61,6 bilhões, em 2019 de R\$184,7 bilhões um crescimento de 230%. Em 2020 as emissões de debêntures registram queda de 33,9% no seu volume emitido anual passando para R\$122,1 bilhões. Desse total, 67,8% do montante foi direcionado para capital de giro, refinanciamento de passivos. Vale ressaltar que no caso das debêntures, a maior emissão mensal de 2020 também ocorreu em dezembro, no valor de R\$28,6 bilhões (ANBIMA, 2021).

2.4 Características do Mercado de Debêntures no Brasil

Países com o mercado de capitais pouco desenvolvidos apresentam forte influência de investimentos públicos no financiamento de projetos de infraestrutura. Isso ocorre por apresentarem níveis mais altos de risco, análise de crédito complexa e prazos de retorno mais extensos do que os investimentos usuais, tendem a não ser atrativos para investidores.

No Brasil, os bancos públicos foram os grandes provedores de financiamento de longo prazo, o BNDES, em especial, foi o grande responsável por fornecimento de *funding* para projetos de infraestrutura. Essa característica do banco estatal deve-se às condições favoráveis de financiamento, com taxas mais baixas e prazos mais longos do que as linhas de créditos praticadas no mercado bancário privado ou mesmo nas opções do mercado de capitais.

Mas, conforme já abordado neste trabalho, as limitações de atuação do BNDES e as mudanças estruturais ocorridas na economia brasileira tem criado um ambiente favorável para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Assim, dentre as inúmeras possibilidades que as empresas possuem para obter recursos, seja para financiar suas atividades, seja para realizar investimentos, a emissão de debêntures vem crescendo e ganhando cada vez mais a atenção de empresas e investidores.

As debêntures são títulos emitidos pelas sociedades anônimas e destinadas normalmente ao financiamento de projetos de investimento ou para a readequação do perfil de endividamento das empresas. Debênture é um título de dívida pactuado diretamente entre empresa emissora do papel e um investidor credor, não havendo a necessidade de uma intermediação financeira, são títulos com prazos normalmente mais alongados em comparação com dívidas convencionais (Mattos, 2014).

Na operação, o tomador de recursos compromete-se a pagar ao aplicador o capital investido acrescido de juros em determinada data previamente acordada. Logo, a debênture é um título de crédito privado de renda fixa, em que os investidores ao adquiri-la tornam-se credores da empresa e esperam receber juros e o pagamento do principal correspondente ao valor unitário da debênture no vencimento do título ou mediante amortizações, conforme estipulado.

Nesse momento os debenturistas tornam-se credores da companhia e são remunerados pelo investimento, nas condições e prazos previamente definidos, além da quantia relativa ao valor investido, que pode ser recebida no vencimento ou antes, mediante amortização do valor nominal

da debênture. Algumas debêntures são feitas com cláusula de repactuação, ficando permitido ao final de cada período, uma nova negociação entre os debenturistas e a empresa emitente das debêntures com relação aos rendimentos oferecidos, essa cláusula permite que as partes ajustem novas condições de remuneração do capital investido.

Uma mesma emissão de debêntures pode ter várias séries, de forma a adequar o recebimento dos recursos às necessidades da empresa. Com o objetivo de adequar a emissão de debêntures às taxas de juros no seu lançamento, os títulos podem ser negociados com ágio ou deságio e pode-se prever, também, contanto que conste na escritura de emissão, que a debênture tenha diversas formas de remuneração.

A emissão de debêntures tem a finalidade de satisfazer as necessidades financeiras das sociedades por ações, evitando operações com maiores encargos junto ao mercado financeiro. Ao identificar a necessidade de captar recursos, a administração da companhia deve levar ao Conselho de Administração ou à Assembleia Geral, a proposta de emissão de debêntures que deve ser aprovada por ele. A competência para deliberar sobre a emissão de debêntures é privativa da assembleia geral de acionistas, que deverá fixar as condições e critérios da emissão. Logo, é de responsabilidade do Conselho de Administração ou da Assembleia fixar as condições de emissão, tais como: montante, número de debêntures, prazo, data de emissão, juros, deságio (desconto), amortizações ou resgates programados, conversibilidade ou não em ações, atualização monetária, dentre outros temas relacionados.

Na companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações. O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a deliberar sobre emissão de debêntures conversíveis em ações, desde que dentro do limite de capital autorizado e respeitadas as condições estabelecidas em lei. Com isso, as debêntures podem ser emitidas no tipo simples ou conversíveis em ações, as primeiras oferecem ao debenturista uma remuneração sobre o valor do investimento, enquanto as debêntures conversíveis dão a alternativa de converter em ações da empresa emitente o valor do resgate em ações da empresa emitente, de acordo com regras de conversão previamente definida.

Para emitir uma debênture a empresa tem que ter uma escritura de emissão, onde estão descritos todos os direitos conferidos pelos títulos, suas garantias e demais cláusulas e condições da emissão. As condições estabelecidas são registradas em um contrato específico chamado “Escritura de Emissão” onde são especificados os direitos e deveres dos debenturistas e da emissora. Os debenturistas, por sua vez, contam com a figura do agente fiduciário. O agente fiduciário é uma terceira parte envolvida na escritura de emissão, com a responsabilidade de assegurar que a emitente cumpra as cláusulas contratuais. Com isso, a escritura de emissão de debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mercado terá obrigatoriamente a intervenção de um “Agente Fiduciário” dos debenturistas.

O Agente Fiduciário representa os interesses dos debenturistas, verificando o cumprimento das condições pactuadas na Escritura, além de ser responsável pela elaboração de relatórios de acompanhamento. O Agente Fiduciário poderá ser uma pessoa física que atenda aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia, ou instituição financeira que tenha por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros. Existem outros agentes que também participam da emissão e distribuição das debêntures, tais como a instituição líder, os intermediários contratados, um banco mandatário e escriturador, auditores independentes e consultores legais.

Nas ofertas públicas de distribuição de debêntures, todas as informações relativas à emissão são encontradas no Prospecto de Distribuição, que é disponibilizado aos investidores durante a oferta devendo seguir a Instrução CVM n. 400/2003. Uma limitação para a obtenção desses recursos é o processo e o custo para estruturação da emissão desses papéis, que de certa forma acaba restringindo esse mercado para grandes empresas (Pimentel, Perez, & Lima, 2011).

Em 2011, com o objetivo de fomentar o financiamento de infraestrutura, o governo brasileiro elaborou a Lei n. 12.431/2011. O normativo trouxe como principal característica

incentivos para o credor através da isenção do imposto de renda para pessoas físicas de debêntures enquadradas nesse normativo (Ettore, Maia, & Macedo, 2017).

Para Mattos (2014), a Lei n. 12.431/2011, em conjunto com outras medidas adotada pelo governo brasileiro, trata de medidas para estimular a liquidez do mercado primário e secundário de debêntures, atraindo assim um maior número de investidores dispostos a conceder crédito as organizações. Para Carvalho (2017), a Instrução n. 476, de janeiro de 2009, idealizada com a finalidade de trazer mais agilidade às emissões de título de valores mobiliários, foram inspiradas, segundo regras da *Securities and Exchange Commission* (SEC), o equivalente à CVM nos Estados Unidos, trazendo maior celeridade e diminuindo os custos de emissão quando comparadas às demandas impostas pela Instrução ICVM n. 400.

Na Instrução CVM n. 476/2009, a emissão deve ser dirigida exclusivamente aos investidores profissionais, limitados a no máximo 75 investidores, procurados pelo ofertante, e um limite de subscrição de 50 investidores, nesse caso, havendo restrições para as negociações desses títulos. São considerados investidores profissionais as instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades fechadas e abertas de previdência complementar, fundos de investimento, clubes de investimentos que tenham a carteira gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM, agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM em relação a seus recursos próprios, investidores não residentes, e pessoas físicas ou jurídicas que possuam mais dez milhões de reais em investimentos financeiros e que atestem por escrito a sua condição de investidor profissional (CVM, 2019b).

As principais mudanças da ICVM n. 476 em relação à ICVM n. 400 estão relacionadas à simplificação no processo de emissão, como o registro da oferta na própria Comissão de Valores Mobiliários e à elaboração de prospectos com informações da oferta e da emissora. Em contrapartida na Instrução 476, a abrangência de investidores acessados e alocados é limitada.

Abaixo, seguem as principais diferenças trazidas pela ICVM n. 476 em comparação a ICVM n. 400:

- Público-alvo: emissões destinadas exclusivamente para Investidores Profissionais e com oferta limitada a 75 investidores e limite de até 50 investidores para a subscrição;
- Procedimento de Distribuição: a menor diligência e a simplificação na disponibilização de informações com relação à oferta e à emissora, quando comparada à ICVM n. 400, trouxe a necessidade de restrição do número de investidores e a necessidade de que os mesmos sejam qualificados;
- O Período de *Lock-up*: a ICVM n. 476 traz que os investidores profissionais que adquirirem as debêntures no mercado primário estão proibidos de negociar os ativos por um período de 90 dias.

A ICVM n. 476 trouxe maior agilidade possibilitou que mais empresas passassem a acessar as debêntures como alternativa de captação, o que para Torres Filho (2017) é o que justifica que as emissões através da Instrução ICVM n. 476 passem a representar uma proporção muito mais significativa em relação ao total de emissões desde o seu lançamento. Ainda, segundo Torres Filho (2017), as emissões efetivadas através da ICVM n. 476, além de reduzir o tempo de emissão, com menos exigências e com a eliminação e processos mais burocráticos, tendem a reduzir o custo da emissão também, o que corrobora com a escolha por essa Instrução. Conforme dados disponibilizados pela ANBIMA (2020), de 2010 a 2020, do total de emissões de debêntures, 94% foram lançadas através da Instrução ICVM n. 476.

Conforme CVM (2019b), as debêntures podem ter diferentes formas de garantias, conforme previstas na escritura de emissão, sendo as mais usuais: garantia real, garantia fidejussória, flutuante, quirografária e subordinada. Assim, cada uma dessas possibilidades é caracterizada da seguinte maneira:

- Garantia Real: Os ativos da sociedade emissora são dados como garantia aos debenturistas pelo pagamento dos seus direitos creditórios;

- Garantia Fidejussória: É a garantia em que se oferece ao título a coobrigação por fiança de uma terceira pessoa, geralmente na forma de garantia acessória;
- Garantia Flutuante: Os titulares das debêntures assumem uma prioridade geral sobre os ativos da sociedade emissora, sem que haja qualquer impedimento na negociação dos bens;
- Garantia Quirografária caracteriza-se por debenturistas que não têm preferência sobre os ativos da sociedade emissora (garantia real), concorrendo em iguais condições com os demais credores quirografários;
- Garantia Subordinada: Permite que em caso de liquidação da sociedade emissora, os investidores terão o privilégio para reembolso do capital aplicado somente em relação aos acionistas.

A Instrução que rege a emissão de Debêntures é a Instrução ICVM n. 400. Porém, em 2009, o governo brasileiro lançou a Instrução ICVM n. 476, com a finalidade de trazer mais agilidade às emissões de título de valores mobiliários. Tais simplificações foram inspiradas na normatização da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e trouxeram bastante celeridade e diminuíram os custos de emissão quando comparadas às demandas impostas pela Instrução n. 400 (Carvalho, 2017).

A distribuição das debentures realizadas de forma pública deve ter o registro de uma oferta pública de distribuição junto à CVM. A empresa emissora deve escolher uma instituição financeira que exercerá o papel será o coordenador líder, responsável por estruturar e coordenar todo o processo.

Com o objetivo de fomentar os investimentos de longo prazo no setor de infraestrutura, em 2011, o governo brasileiro instituiu a Lei n. 12.431/2011, na busca de viabilizar um mercado doméstico privado de financiamento de longo prazo para empresas brasileiras pertencentes a setores estratégicos para o desenvolvimento do país. A Lei n. 12.431/2011 dispõe sobre a incidência de imposto de renda em operações específicas de títulos e valores mobiliários, fundos de investimentos em direitos creditórios e certificados de recebíveis imobiliários. De sobremodo, essa lei criou as debêntures de infraestrutura ou, como normalmente chamadas, as debêntures incentivadas, que correspondem a mesma normatização das debêntures convencionais, com o diferencial de possuir alíquotas de impostos reduzidas para o investidor.

O principal objetivo da Lei n. 12.431/2011 foi o de desenvolver o mercado primário e secundário de debêntures, atraindo investidores não residentes e residentes a investir em títulos de valores mobiliários, destinados a financiar projetos de infraestrutura e desta forma proporcionar os recursos necessários para o desenvolvimento nacional. Observa-se, de sobremaneira, que intuito governamental era o de desenvolver o mercado de títulos corporativos de longo prazo, atraindo recursos para o investimento em projetos de infraestrutura.

Para o investidor, pessoa física residente no exterior, o Imposto de Renda (IR) é zero, para o investidor doméstico, as debêntures possuem alíquota de 15% quando adquiridas por pessoa jurídica e é nula para o investidor pessoa física residente no país.

Conforme o Boletim Informativo sobre Debentures Incentivadas disponibilizado pelo Ministério da Economia (Gov, 2021) desde que lançado, as debêntures incentivadas foram adquiridas conforme descrito abaixo:

- Pessoas Físicas: 29,26%;
- Instituições Financeiras: 20,90%;
- FI: Fundos de Investimento: 19,48%;
- Demais Instituições Financeiras: 10,47%;
- Instituições Intermediárias participantes do consórcio de distribuição: 11,98%;
- Investidores Estrangeiros: 3,70%;
- Demais Pessoas Jurídicas: 1,16%;
- Entidades de Previdência Privada: 0,74%;
- Demais Pessoas Jurídicas ligadas as empresas emissoras: 0,57%;

- Clubes de Investimento 0,57%;
- Outros Investidores 0,52%;
- Sócios ou Empregados ligados a empresa emissora: 0,55%;
- Companhias Seguradoras 0,12%.

Para usufruir do benefício fiscal, necessariamente as ofertas das debêntures incentivadas precisam ter oferta pública. Outras exigências para a obtenção dos benefícios são a escolha de remuneração pré-fixada (atrelada a um índice de preços ou à taxa referencial –TR), ter prazo médio ponderado superior a quatro anos, não permitir revenda, recompra ou repactuação e os rendimentos devem ser pagos em intervalo mínimo de 180 dias. A empresa emissora deve ainda constituir sociedade de propósito específico (SPE) e entrar em contato com o ministério que regula sua área de investimento, apresentando o projeto a ser financiado, as características do título a ser emitido e um termo afirmando que o valor arrecadado será destinado ao investimento descrito.

De acordo com a Lei n. 12.431/2011 são considerados prioritários os projetos e investimentos na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa e inovação. E os setores contemplados pelo benefício são:

- Logística e transporte;
- Mobilidade urbana;
- Energia;
- Telecomunicações;
- Radiodifusão;
- Saneamento básico; e,
- Irrigação.

Os autores Bragança, Pessoa, e Souza (2015) destacam em seu trabalho que ao reduzir a alíquota de IR para uma parcela do mercado, o governo aumenta o retorno desse ativo, *ceteris paribus*, em todas as demais condições. O efeito imediato dessa política é a atração de recursos de outros setores do mercado financeiro para o ativo beneficiado até que o retorno se equilibre. Logo, ao menos na teoria, a empresa beneficiada pode usufruir de um custo de captação menor. Porém, tal política, ainda segundo os autores, pode desviar recurso para alguns investimentos, elevando o custo de captação de outras aplicações de longo prazo e fazendo com que a seletividade da política prejudique investimentos que não são alvo do governo.

Para cumprir o objetivo da Lei n. 12.431/2011, de incentivar o investimento de longo prazo, é fundamental ampliar e facilitar a adesão ao programa. Para isso, são necessárias medidas que ampliem a elegibilidade ao benefício e o estabelecimento de regras e procedimentos transparentes para a adesão ao programa (Bragança, Pessoa, & Souza, 2015).

Com o objetivo de adaptar a necessidade dos emissores e incentivar as emissões incentivadas a Resolução CMN n. 4.751, criada em 2019, passou a autorizar a possibilidade de liquidação antecipada das debêntures, a exclusivo critério da empresa emissora, desde que atendido cumulativamente os seguintes requisitos (BCB, 2019):

- Prazo médio ponderado de pagamentos transcorridos da data de emissão superior a 4 anos;
- Haja previsão expressa no Instrumento da Escritura da Emissão a possibilidade sobre a liquidação antecipada;
- Os debenturistas que representem no mínimo 75% (setenta e cinco por cento) das debentures em circulação aprovem a liquidação por meio de deliberação em assembleia de debenturistas ou aderindo a oferta de compra efetuada pela companhia emissora, observadas as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- Resolução aplica-se apenas as emissões ocorridas após 30 de setembro de 2019.

De acordo com o Boletim Informativo sobre Debentures Incentivadas disponibilizado pelo Ministério da Economia (Gov, 2021), desde que foram lançadas as debêntures incentivadas, estas tiveram a seguinte destinação por área:

- Energia: 73,3%;
- Transporte/Logística: 21,8%;
- Telecomunicações: 4,0%;
- Saneamento e Mobilidade Urbana: 0,9%.

2.5 Taxa Básica de Juros - Selic

Para Assaf Neto a taxa de juros é o coeficiente que determinará o valor dos juros, ou seja, a remuneração do capital por um período estipulado. A taxa de juros seria então um percentual em cima de um capital, ou seja, uma exigência financeira para ceder crédito como uma compensação ao crédito cedido (Assaf Neto, 2013).

O componente fundamental para a decisão da origem dos recursos utilizados para financiamento de uma organização é taxa de juros, com a qual o capital do credor será remunerado. De acordo com Adam Smith, a taxa de juros é resultante do juro oriundo de uma fração do lucro do capital (Gastaldi, 2006).

A taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) é a taxa de juros que o governo brasileiro paga por empréstimos tomados. Determinada pelo Banco Central do Brasil e definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom), trata-se de uma taxa média calculada diariamente, que se paga por títulos públicos; logo, ao se adquirir um título público, é como se houvesse um empréstimo ao governo brasileiro com deságio calculado tendo a Selic como referencial (Oliveira & Ferreira, 2018).

Assim, a taxa Selic é a taxa básica de juros na economia brasileira, e serve de referência para as demais taxas de juros do mercado, em que ela é o principal instrumento do Banco Central do Brasil (BCB) para controlar os níveis de inflação do país. Ao ajustá-la para cima, o movimento natural é de uma elevação das taxas de juros praticadas no mercado, o que encarece o crédito e estimula a formação de poupança, desestimulando assim o consumo. Ao contrário, a redução da Selic, reduz as taxas de juros praticados no ambiente de crédito, estimulando o consumo e, conseqüentemente, a economia do país.

Diante disso, a taxa Selic acaba exercendo influência sobre todo o mercado de crédito da economia brasileira e é o principal instrumento do governo brasileiro para conter a inflação. Caso haja necessidade de conter a inflação, o Copom pode elevar a Selic com o intuito de elevar as taxas de crédito da economia com o objetivo de reduzir a demanda e reduzir a inflação (Assaf Neto, 2011).

O fato das taxas de juros médias das operações de crédito reduzirem em uma proporção menor que a Selic em momento de queda da taxa de juros básica da economia e subirem mais rápido quando a Selic aumenta, está diretamente relacionado ao comportamento dos *spreads*. Isso ocorre porque o aumento da taxa de juros básica da economia não leva apenas a um aumento do risco de inadimplência por parte dos tomadores, mas eleva também o custo de oportunidade para os emprestadores, que poderiam aplicar os seus recursos em títulos públicos, que conciliam elevada rentabilidade, liquidez e segurança (Oliveira & Carvalho, 2007).

A inflação oficial analisada pelo governo é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que quando devidamente controlado, cria no país um ambiente favorável para redução da Selic.

2.6 Estudos Anteriores

Dentre os pioneiros a estudar o impacto do *spread* em títulos de dívida privada, para Fisher (1953), os *spreads* são explicados principalmente através do risco de crédito e o risco de liquidez.

No Brasil um dos primeiros estudos de maior destaque é desenvolvido por Mellone, Eid Júnior, e Rochman (2002), em que os autores utilizam uma regressão para comparar o impacto de diversas variáveis na remuneração das debêntures, porém não encontram evidências de que fatores

como *rating*, prazo ou garantias exerçam influência no *spread*. Vale a ressalva de que o período analisado é do início de 2000 a meados de 2002, ou seja, trata-se de uma amostra pequena, em um mercado com poucos dados para análise.

Já Sheng e Saito (2005), ao analisarem o impacto do *rating* no *spread* da emissão de debêntures, encontram uma relação negativa entre o *rating* e o *spread*. Adicionalmente os autores incluíram a expectativa do mercado internacional a respeito do Brasil (*Emerging Market Bond Index Brazil – EMBI-Brazil*) para avaliar se a percepção do mercado internacional sobre o Brasil exerce influência no *rating* das operações. Os autores concluíram que “as variáveis relativas à expectativa de mercado internacional em relação ao ambiente econômico brasileiro, ao volume de emissão e ao setor contribuíram significativamente para a determinação do *spread*” (Sheng & Saito, 2005).

Nesse contexto, destaca-se também a pesquisa de Paiva (2006), que utilizou uma amostra de 154 debêntures, emitidas entre 2000 e 2005, e encontrou que o risco de crédito, a taxa de câmbio, a taxa Selic, o prazo e o volume mostraram-se significativos na formação do *spread*.

No estudo desenvolvido por Costa (2009), na busca de saber os fatores que influenciam o *spread* das debêntures no Brasil, o autor analisou as variáveis de *rating*, a assimetria de informações, volume, alavancagem financeira, cobertura de despesas financeiras, prazo e risco-país e concluiu que o período analisado foi significativo para explicar o *spread*, o *rating* e o risco no país.

Silva (2010) incluiu em sua pesquisa, dentre outras variáveis, os efeitos da Governança Corporativa sobre o *rating* de crédito e o *spread* na emissão das debêntures, identificando se o fato da empresa fazer parte do Índice de Governança Corporativa (IGC) influenciava o preço das emissões. O autor demonstra que o resultado das regressões apresentou alguns resultados significativos, mas não manteve o sinal constante, desta forma não foi possível afirmar a relação do IGC com o *spread* da emissão de debêntures.

Em outro trabalho desenvolvido por Paiva (2011), o autor analisou as variáveis *rating*, liquidez, indexadores, prazo, governança corporativa, risco sistêmico, Ibovespa, PIB, Inflação e concluíram que, exerce influência sobre o *spread* das emissões de debêntures *rating*, volume, prazo, tipo de emissão (indexadores), e o PIB.

Para Aguiar (2012), sua pesquisa abrangeu as emissões de 2000 a 2011, e constatou que o *rating* é significativa e impacta negativamente o *spread* no momento da emissão de debêntures, adicionalmente, a autora constatou que após a crise *subprime* em 2008, os investidores passaram a exigir maior retorno para aplicação em papéis de dívida privada, elevando assim o *spread* no momento da emissão de debêntures.

Esteves (2014), por sua vez, analisou em seu trabalho emissões de debêntures no período de 2009 a 2013, com dados de 700 emissões e buscou identificar se havia diferenças significativas no *spread* aplicado para empresas listadas e empresas não listadas na Bolsa de Valores. O estudo concluiu que empresas listadas, remuneram suas debêntures com menores *spreads*, o que indica um custo de emissão maior para empresas que não estão listadas na Bolsa. Ainda, o estudo, dentre outras coisas, consumou que a escolha do Banco Coordenado exerce uma relação com o *spread* das emissões de debêntures.

Caíres (2019) resolveu replicar no Brasil, uma pesquisa desenvolvida nos Estados Unidos. O intuito do autor foi o de analisar garantias atribuídas às operações de debêntures, com base na teoria de agência, para identificar seu impacto no *spread*. Ao analisar 614 emissões no período de 2005 e 2018 (maior série analisada identificada nesses estudos), o autor concluiu que garantias reais impactam de forma positiva e significativa na taxa de remuneração das debêntures, ou seja, emissões com maior risco apresentaram maior impacto das garantias.

Buscando contribuir para estudos futuros, abaixo segue Quadro Resumo, tabela 1, elaborada pelo autor, a fim de demonstrar os principais trabalhos que se propuseram a analisar os fatores que possibilitaram a constituição do *spread* nas emissões de debêntures primárias no Brasil. No quadro estão destacados dados como: o ano da elaboração de cada trabalho, o título do estudo, a metodologia utilizada, as variáveis que os autores se propuseram a analisar e o resultado com as variáveis que contribuíram para a formação do *spread*.

Tabela 1
Quadro Resumo

Ano	Autor	Título	Metodologia	Variáveis Utilizadas	Resultados
2002	Mellone, Eid Júnior e Rochman	Determinação das taxas de juros das debêntures no mercado brasileiro.	Regressão múltipla.	<i>Rating</i> , prazo e garantias.	Não encontra correlação entre as variáveis e <i>spread</i> .
2005	Sheng e Saito	Determinantes de <i>spread</i> das debêntures no mercado brasileiro.	Testes paramétricos e não paramétricos e os métodos de mínimos quadrados ordinários e de momentos não generalizados.	<i>Rating</i> , expectativa do mercado internacional, prazo, volume, garantia e setor.	Contribuem para formação do <i>spread</i> : o <i>rating</i> , a expectativa do mercado internacional, volume de emissão, e setor.
2006	Paiva	Fatores determinantes do preço de emissão primária de debêntures no Brasil: Uma análise exploratória.	Regressão múltipla, regressão logística e análise de correspondência.	<i>Rating</i> , indexador, maturidade, volume, setor, risco Brasil, Selic, prazo, câmbio, Ibovespa.	Contribuíram para a formação do <i>spread</i> : o <i>rating</i> , indexador, câmbio, período de crise, e Selic.
2009	Costa	Fatores que influenciam o <i>spread</i> das debêntures no Brasil.	Métodos de mínimos quadrados ordinários e o teste de White.	<i>Rating</i> , a assimetria de informações, volume, alavancagem financeira, cobertura de despesas financeiras, prazo e risco-país.	Contribuíram para a formação do <i>spread</i> : o <i>rating</i> e o risco-país.
2010	Silva	Os efeitos da Governança Corporativa sobre os <i>Ratings</i> de Crédito e <i>Spread</i> de debêntures	Métodos de mínimos quadrados ordinários, teste de Breusch-Pagan e Matriz White.	Índice de governança corporativa, <i>rating</i> , prazo, volume, alavancagem, dívida de longo prazo sobre o ativo, cobertura de juros, retorno sobre os ativos, tamanho, liquidez geral, beta e nível de concentração de propriedade.	Contribuíram para a formação do <i>spread</i> : <i>rating</i> , volume, cobertura de juros, beta e o nível de concentração de propriedade.
2011	Paiva	Formação de preços debêntures no Brasil.	Regressão múltipla, em painel, logística, e logística multinomial.	<i>Rating</i> , liquidez, tipo de emissão (indexadores), prazo, governança corporativa, risco sistêmico, Ibovespa, PIB, Inflação.	Contribuíram para a formação do <i>spread</i> : <i>rating</i> , volume, prazo, tipo de emissão (indexadores), e PIB.
2012	Aguiar	Determinantes da remuneração de debêntures no mercado brasileiro.	Regressão linear múltipla dos mínimos quadrados ordinários.	<i>Rating</i> , garantias, prazo, volume, setor, tipo de emissão (ICVM 400 ou 476), <i>Credit Default Swap</i> (CDS), crise financeira de 2008, Selic, Listadas na bolsa de valores, governança corporativa.	Contribuíram para a formação do <i>spread</i> : <i>rating</i> , volume, tipo de emissão (ICVM 400 ou 476), crise financeira de 2008.
2014	Esteves	Fatores determinantes para a formação do <i>spread</i> de	Regressão linear múltipla dos mínimos quadrados	Empresas listadas na bolsa de valores, índice de liquidez, rentabilidade, margem,	Contribuíram para a formação do <i>spread</i> : Empresas listadas na bolsa de

		debêntures de empresas não financeiras: um estudo com base em emissão de empresas listadas e não listadas em bolsas de valores no Brasil.	ordinários e o teste de White.	endividamento, ano da emissão, tipo de emissão (indexadores, incentivadas e se ICVM 400 ou 476), banco coordenador.	valores, banco coordenador, ano da emissão, endividamento, margem.
2019	Caires	Determinantes dos <i>spreads</i> de emissão das debêntures no mercado brasileiro: O Impacto das garantias.	Regressão linear múltipla dos mínimos quadrados ordinários e teste de Breusch-Pagan.	<i>Rating</i> , garantias, tipo de emissão (indexadores, incentivadas e se ICVM 400 ou 476), volume, prazo, risco Brasil, Selic, Ibovespa, governança corporativa, banco coordenador.	Contribuíram para a formação do <i>spread</i> : <i>rating</i> , garantias, risco Brasil, Selic, tipo de emissão, governança corporativa.

Nota. Elaborada pelo autor.

Tal recorte busca identificar fatores que influenciam o *spread* ao analisar as emissões de debêntures emitidas entre janeiro de 2010 a novembro de 2020 e seu ineditismo está justamente no período de análise, contemplando o momento presente em que se observa o menor patamar de taxa de juros (Selic) da economia brasileira.

Favorecido pelo crescimento do número de emissões de debêntures e com o intuito de capturar a evolução do crescimento desse mercado, este delineamento traz o maior número analisado de emissões dentre os principais trabalhos desenvolvidos. Desta forma, procura-se consolidar em um único trabalho a análise de variáveis que foram pouco exploradas ou que divergem entre os autores analisados, além da ideia de observar a influência da taxa Selic na emissão do *spread* das debêntures, observando também a influência das seguintes variáveis: volume da emissão, prazo, tipo do registro (ICVM n. 400 ou ICVM n. 476), indexador, garantia, Lei n. 12.431/2011 (emissões incentivadas) e o Banco Coordenador.

3 METODOLOGIA

Objetiva-se com a presente pesquisa analisar os fatores que afetam o *spread* das emissões primárias de debêntures no Brasil. Através da aplicação de métodos científicos, espera-se contribuir para que tomadores de decisões, sejam nas empresas, sejam investidores, com maior ciência dos fatores que influenciam o *spread*, possam ter mais subsídios para definição de suas estratégias. Além de contribuir com o meio acadêmico em um tema que ganha cada vez mais relevância na economia brasileira e que ainda carece de estudos.

3.1 Procedimento Metodológico

Serão utilizadas nesta pesquisa abordagens quantitativa e explicativa. Para Fonseca (2002), a pesquisa quantitativa é a pesquisa científica em que os resultados podem ser quantificados. Segundo o autor, a pesquisa quantitativa é o método centrado na objetividade, foca na análise de dados brutos, adotando instrumentos padronizados e neutros na escolha dos dados, sendo geralmente constituída por amostras representativas do objeto de análise, com isso os resultados são encarados como um retrato real de toda a população, alvo da pesquisa.

Para Richardson (1999), esse método aplicado possui como finalidade descobrir e classificar a relação entre variáveis. A análise da relação entre variáveis e o peso na formação dos *spreads* será analisada através da regressão múltipla, uma técnica de análise multivariada de dependência.

A regressão múltipla é considerada um método adequado quando o problema de pesquisa envolve uma variável dependente relacionada a duas ou mais variáveis independentes, em que, dentre outras coisas, é possível avaliar o grau de relação entre variáveis independentes, buscando uma determinação de importância de cada variável independente na previsão da medida dependente (Hair Junior, William, Babin, & Anderson, 2009).

A pesquisa explicativa, por sua vez, preocupa-se em identificar os fatores que determinam ou contribuem para ocorrência dos resultados oferecidos (Gerhardt & Silveira, 2009). Nesse sentido é possível perceber que a pesquisa explicativa se aprofunda no conhecimento da realidade.

Conforme Wooldridge (2012), o modelo de regressão pode ser obtido através da equação:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * x + e$$

Onde:

Y: Variável dependente (ou a variável de resposta);

x: variável independente (ou variável de controle);

β_0 : Intercepto;

β_1 : Coeficiente angular

e: Termo de erro.

Para Stevens (2002) o modelo de regressão múltipla pode ser descrito através da fórmula:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \dots + \beta_k x_{ki} + e_i$$

Em que:

Y: Variável dependente (ou de resposta);

X: Variáveis independentes;

β : Coeficientes;

ϵ : Termo de erro;

n: Número de casos ou observações;

k: Número de variáveis independentes.

A estimativa dos coeficientes de regressões será executada por meio da utilização do *Software*

Gretl.

3.2 Dados da Amostra

Serão analisadas as emissões primárias de debêntures do período de janeiro de 2010 a novembro de 2020. A amostra conta com 3.473 emissões e os dados foram cedidos pela ANBIMA com a finalidade de contribuir para pesquisa com fins acadêmicos.

A taxa de remuneração de cada emissão de debênture é o *spread*, definida através de *Bookbuilding*, processo de lançamento e precificação de novos ativos realizado pelos Bancos Coordenadores da emissão junto aos investidores. Teoricamente o *spread* deve refletir: a maneira como a empresa é avaliada pelo mercado, o apetite dos investidores no momento da emissão, a conjuntura econômica, além das garantias da operação, liquidez dos papéis, dentre outros fatores.

Os dados do *spread* e demais características das debêntures analisadas serão coletados através da captura de dados disponibilizados pela ANBIMA (2020). O *spread* pode ter uma taxa pré-fixada, ter como referencial a taxa de depósito interbancário (DI), Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), Taxa Referencial (TR), Pré-Fixada, dentre outras.

As emissões do período entre janeiro de 2010 a novembro de 2020, período da amostra, possuem 96% das emissões indexadas pelo DI e IPCA em 78% e 18%, respectivamente, com o total de 3.338 emissões. Dada a baixa representatividade das demais formas de apurar o *spread* das emissões, definiu-se excluir da amostra 135 emissões que não possuem o DI ou o IPCA como indicador. Esse procedimento está em linha com o adotado por Caires (2019), que em sua amostra utiliza as emissões de debêntures emitidas entre 2005 e 2018 e encontra que 93% das emissões são indexadas pelos índices DI e IPCA em 78% e 15%, respectivamente, e que também desconsidera as demais emissões.

3.3 Descrição das Variáveis

A relevância do presente trabalho se dá devido ao momento histórico que vivenciamos, em que a taxa básica de juros da economia brasileira, Selic, encontra-se em seu nível mais baixo desde que foi criada. Assim, esta pesquisa busca avaliar através de análises estatísticas os efeitos nos *spreads* das emissões de debêntures, variável dependente e a relação segundo a aplicabilidade da taxa.

Adicionalmente, com base nos principais trabalhos desenvolvidos sobre o tema, busca-se também entender a relação do *spread* das emissões das debêntures com o volume, prazo, garantias, tipo de emissão (400 ou 476), indexador (DI ou IPCA), incentivada (Lei n. 12.431/2011) e o Banco Coordenador como variáveis independentes.

3.3.1 Variável Dependente - Spread

As emissões indexadas ao DI podem ter um *spread* aditivo, ou seja, o *spread* é representado por um valor fixo acima do DI, ou ainda, por um *spread* multiplicativo em que o *spread* é um percentual fixo da taxa DI. No caso das emissões que possuem o IPCA como indexador, o *spread* é adicionado sobre a referida taxa de inflação.

As emissões indexadas ao DI representam 78% do total da base de emissões e para efeitos desse estudo, todas as emissões analisadas foram transformadas em % do DI, o que chamamos de SPREADTOTAL. Para as emissões com DI + *spread* foi somado o *spread* cobrado ao DI da data de emissão, obtido no site da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos, a CETIP (2021), em que foi calculado o percentual do DI.

Para as emissões que obtiveram o IPCA como indexador (18% do total) foi atribuído o IPCA da data da emissão da debênture obtido no site do Instituto Brasileiro de Estatística Econômica, o IBGE (2021) e somado o *spread* adicional para obter o custo total na data da emissão do papel. Com a DI da data da emissão foi possível calcular a % do DI, chamando-a também de

SPREADTOTAL, assim todas as emissões possuem a mesma base, permitindo a comparabilidade independente do indexador.

Na figura 3, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar a evolução anual da média do spread total das emissões de debêntures ocorridas entre janeiro de 2010 a novembro de 2020, bem como a linha de tendência observada no período:

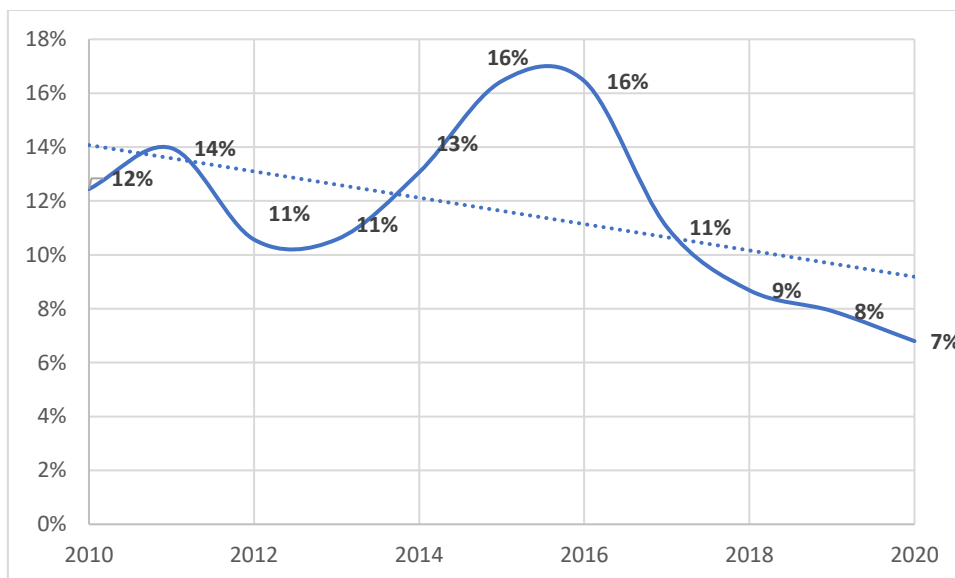


Figura 3. Evolução da média anual do Spread Total.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

3.3.2 Variáveis Independentes

3.3.2.1 Selic

Como a taxa Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira, ela é considerada como custo de oportunidade. Os dados da taxa Selic foram obtidos através de consulta ao site do Banco Central do Brasil (BCB, 2020).

Uma vez que a Selic é historicamente próxima ao DI espera-se encontrar uma relação positiva e significativa com o *spread*, ou seja, com a queda da Selic, o *spread* das emissões das debêntures tende a ser menor.

Na figura 4, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar a evolução anual da média da taxa Selic ocorridas entre janeiro de 2010 a novembro de 2020, bem como a linha de tendência observada no período:

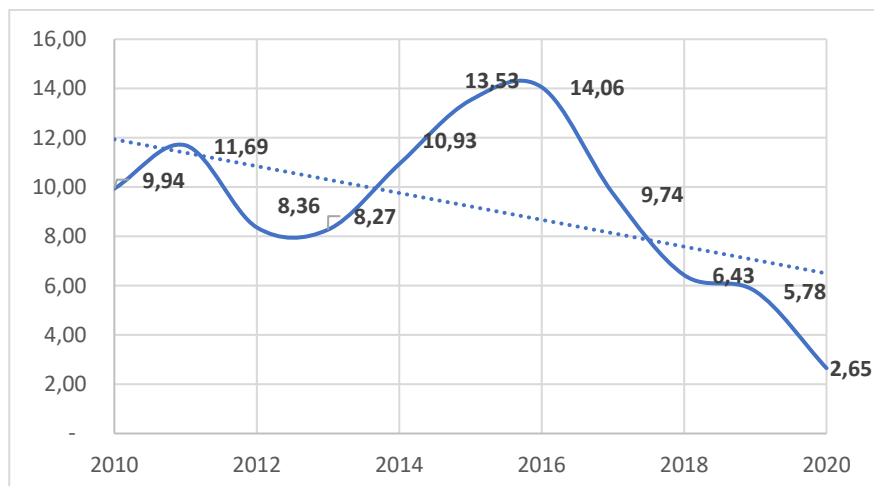


Figura 4. Evolução da média anual da taxa Selic.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

3.3.2.2 Volume

Em 2010 o volume de debêntures emitida foi de R\$52,3 bi, em 2019 (último ano fechado do período analisado) o volume de emissão foi de R\$189,3 bilhões, um crescimento de 262%. Desde 2010, em média, foi emitido um valor de R\$96,6 bilhões anualmente, um valor 84% superior a 2010.

Na figura 5, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar essa evolução anual comparando percentualmente o volume de emissão de cada ano com o volume de debêntures emitido em 2010.

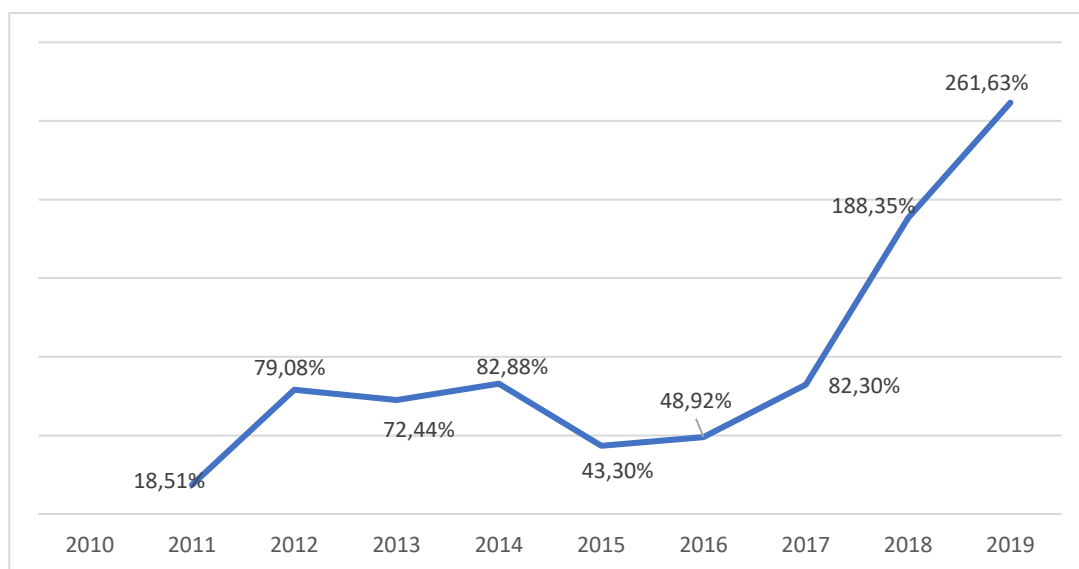


Figura 5. Evolução percentual no volume de emissões de debêntures.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Em 7 dos 11 anos analisados o volume de emissões de debêntures cresceu de um ano para o outro. Apresentando maior crescimento em 2012 com 51% e em 2018 com 58%, se comparado ao respectivo ano anterior.

Na tabela 2, adaptada de ANBIMA (2020), pode-se observar a evolução do volume emitido por ano no período da pesquisa, além da quantidade de emissões e a evolução percentual de um ano para o outro:

Tabela 2
Evolução do Volume/Ano

Ano	Qtd	Valor Emissão (R\$ mil)	Evolução Anual
2010	192	52.348.284,74	
2011	213	62.037.553,26	18,51%
2012	310	93.747.164,94	51,11%
2013	343	90.266.848,00	-3,71%
2014	345	95.736.753,51	6,06%
2015	267	75.016.669,50	-21,64%
2016	233	77.957.223,72	3,92%
2017	351	95.429.773,36	22,41%
2018	458	150.947.744,24	58,18%
2019	518	189.309.650,07	25,41%
2020	243	80.450.676,14	-57,50%
Total		1.063.248.341,48	
Média Anual		96.658.940,13	

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Comparativamente ao ano anterior, as emissões de debêntures reduzem-se em apenas três períodos. Destaca-se 2015, com uma redução de 21,6% no volume de emissões e em 2020 (volume acumulado até novembro), com redução de 57,5%. Uma possível explicação é de que em 2015 o Brasil enfrentou um período de crise econômica, que segundo o IBGE, o Produto Interno Bruto contraiu em 3,5%. Já em 2020, por conta da pandemia gerada pelo COVID-19, que trouxe uma crise generalizada em todas as economias do mundo, conforme dados acumulados até o terceiro trimestre do ano, o PIB brasileiro apresentou uma redução de 5%.

Ao volume de uma emissão associa-se a sua liquidez, ou seja, quanto maior o volume de uma emissão de debêntures, mais líquido serão os papéis para negociação subsequente no mercado. Espera-se assim encontrar uma relação significativa e negativa entre o volume e o *spread* das emissões, logo, quanto maior o volume da emissão, maior será a liquidez dos papéis e, conseqüentemente, menor o *spread* cobrado.

3.3.2.3 Prazo

Conforme observado por Aguiar (2012) é relevante observar o prazo de uma debênture na composição do *spread*, porque é o período em que o investidor estará de posse do título e receberá os pagamentos de capital e juros. Diante disso é de se esperar que quanto maior o prazo, maior será o *spread* exigido pelo investidor.

A variável utilizada é o período entre data de emissão de uma debênture e sua data de vencimento medida em anos. Em média, conforme os dados disponibilizados pela ANBIMA (2020), as emissões no período analisado foram de 5,3 anos. Sendo possível analisar uma evolução no aumento do prazo no decorrer dos anos.

Destaca-se que ao longo de 10 anos e 11 meses, período analisado, houveram 3.473 emissões, das quais, apenas 30 emissões foram emitidas com prazo de vencimento igual ou superior a 20 anos. Dentre essas emissões, 7 ocorreram de 2010 a 2018 e 23 entre 2019 a novembro de 2020.

Na figura 6, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar a evolução do prazo médio do vencimento das emissões a partir do ano de emissão de cada debênture e a linha de tendência do prazo de vencimento médio ao longo do período analisado:

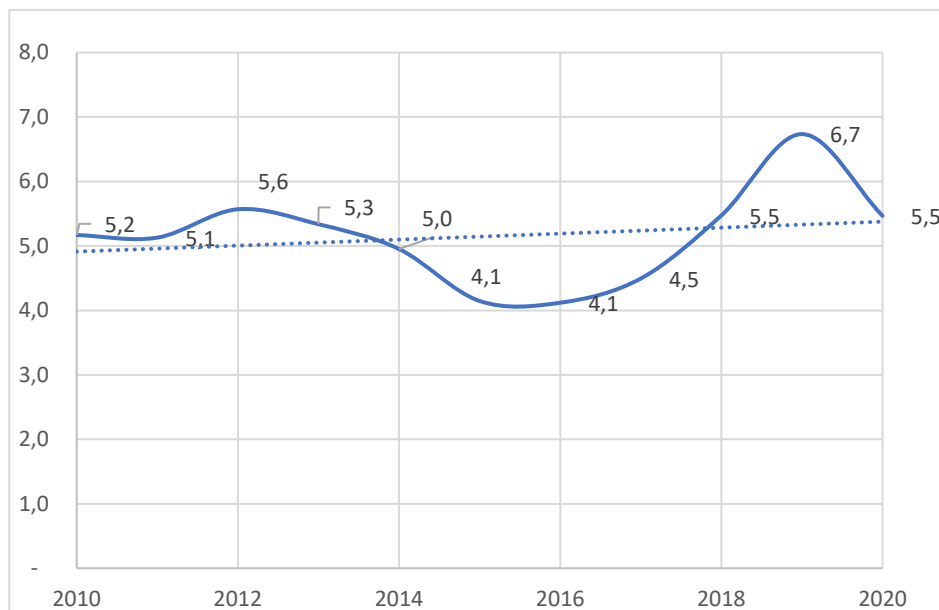


Figura 6. Evolução do prazo médio do vencimento de debêntures.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Espera-se encontrar uma relação significativa e positiva, ou seja, quanto maior o prazo, maior será o *spread* no momento da emissão.

3.3.2.4 Garantias

A Lei n. 6.404/1976 em seu art. 58 define os tipos de garantias das debêntures como:

- Quirografária: Emissão de debêntures sem a inclusão de garantias ou preferências em relação aos demais credores;
- Flutuante: Sem garantias reais, mas, em caso de falência, os debenturistas possuem preferência sobre os ativos e outros tipos de dívidas emitidos pela companhia;
- Subordinada: Em caso de falência, os debenturistas possuem preferência apenas em relação aos acionistas;
- Real: Inclusão de garantia real (móveis ou imóveis) na emissão da dívida. Podendo ser dado como alienação ou por hipoteca a garantia pode ser dada pelo emissor dos papéis ou ainda por um terceiro.

No período de janeiro de 2010 até novembro de 2020, observa-se uma predominância de emissões com garantias quirografárias 79,87%, ou seja, a maior parte das emissões de debêntures não possuem garantias ou preferências em relação aos acionistas ou demais credores.

Nesse trabalho, busca-se observar se as emissões com garantias reais possuem menor *spread* atribuído nas emissões de debêntures, uma vez que, em tese, a inclusão de garantias reais oferece menos riscos aos investidores.

Na figura 7, adaptada de ANBIMA (2020), apresenta o tipo e proporção das garantias utilizadas nas emissões de debêntures durante o período observado nessa pesquisa.

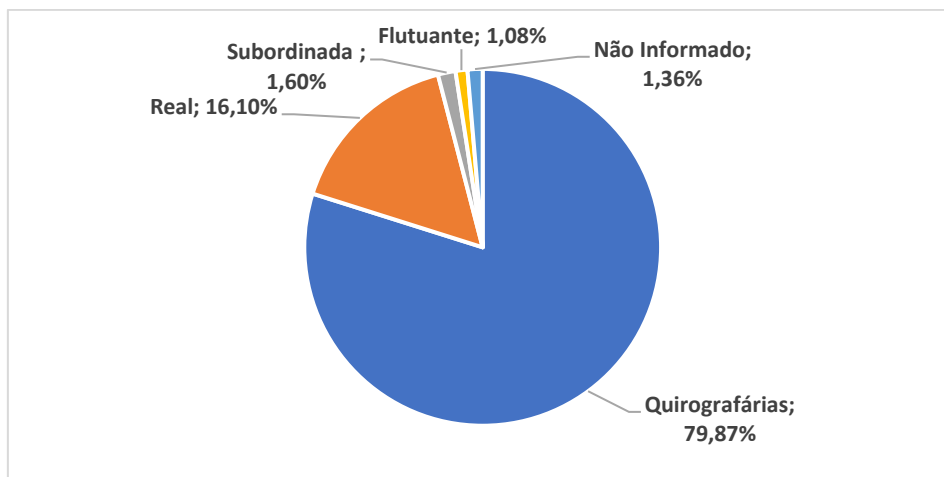


Figura 7. Tipo e Proporção de Garantia.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Por se tratar de uma variável qualitativa, para ser testada é necessário transformá-la em uma variável quantitativa, assim, criamos uma variável *dummy* que assume o valor 1 para as emissões que possuem garantias reais e 0 para as demais. Espera-se encontrar uma relação significativa e negativa, ou seja, a inclusão de garantias reais reduz os *spreads* das emissões de debêntures.

3.3.2.5 Tipo de Emissão

As emissões de debêntures podem ser realizadas de duas formas, através da Instrução CVM n. 400, que é a forma tradicional de emissão, ou pela Instrução CVM n. 476.

Criada em 2009 com o objetivo de estimular essa modalidade de captação de recursos facilitando o processo de emissão, a ICVM n. 476 dispensa o registro prévio na CVM permitindo com que empresas SA de capital fechado acessem esse mercado. As ofertas de debêntures com essa modalidade só podem ser oferecidas para até 50 investidores qualificados e adquiridas por até 20 desses investidores. Além disso, seus títulos só podem ser negociados no mercado secundário após 90 dias de sua emissão.

As emissões através da ICVM n. 476 estão disponíveis para o maior número de empresas e, entre janeiro de 2010 e novembro de 2020 representou 88% do total das emissões de debêntures.

A ICVM n. 400, que representou 12% das emissões no mesmo período, regula as ofertas públicas em geral e, com o objetivo de garantir a transparência e equidade de informações a todos os investidores, destina-se à empresas de Sociedade Anônima de capital aberto, exige a elaboração de um prospecto e pode ser distribuído a todos os tipos de investidores sem restrições.

Na tabela 3, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar a evolução anual do volume de emissão, separada por cada tipo de emissão:

Tabela 3

Tipo de emissão

Ano da Emissão	ICVM/400 - Registrada Em R\$ /mil	ICVM/476 - Esforços Restritos Em R\$ /mil	Total de Emissões Em R\$/mil
2010	15.686.356,00	36.661.928,74	52.348.284,74
2011	3.180.000,00	58.857.553,26	62.037.553,26
2012	20.047.485,00	73.699.679,94	93.747.164,94
2013	10.944.760,00	79.322.088,00	90.266.848,00
2014	4.543.632,00	91.193.121,51	95.736.753,51
2015	20.639.725,00	54.376.944,50	75.016.669,50
2016	21.852.500,00	56.104.723,72	77.957.223,72
2017	6.391.722,00	89.038.051,36	95.429.773,36
2018	2.703.610,00	148.244.134,24	150.947.744,24
2019	14.672.912,00	174.636.738,07	189.309.650,07
2020	3.275.868,00	77.174.808,14	80.450.676,14
Total	123.938.570,00	939.309.771,48	1.063.248.341,48

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

As exigências estabelecidas para a emissão de debêntures através da instrução CVM n. 400 devem justificar a diferença na proporção entre as emissões ICVM n. 400 e ICVM n. 476. Na figura 8, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar a evolução anual das emissões de debêntures por tipo de emissão:

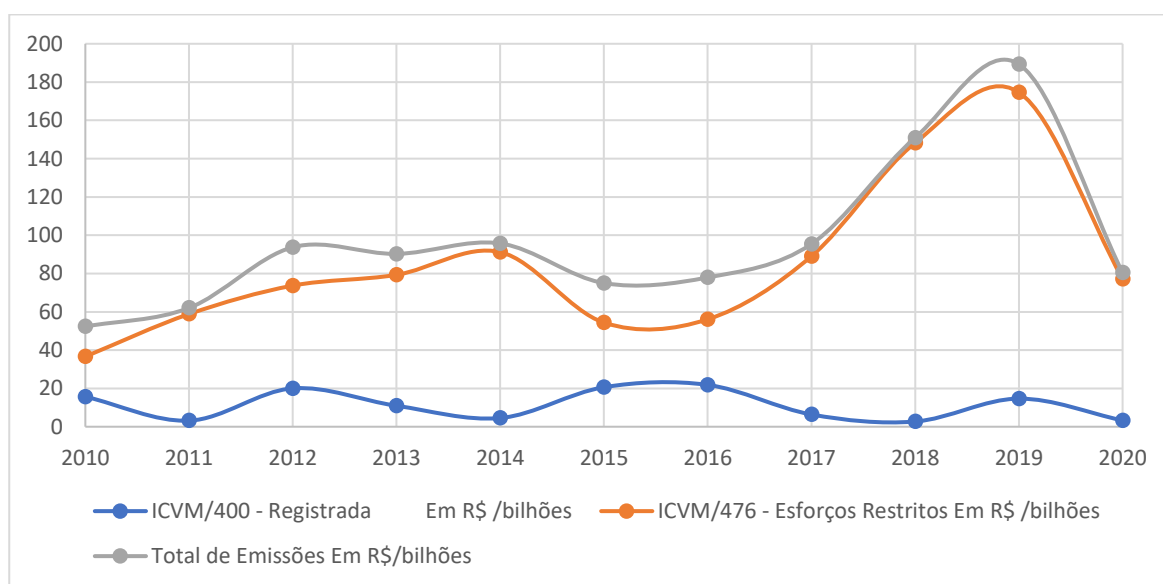


Figura 8. Evolução anual de emissões de debêntures por tipo de emissão.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Para avaliar se há diferença na cobrança dos *spreads* por tipo de emissão, foi criado uma variável *dummy* que assume o valor 1 para as emissões com a ICVM n. 400 e 0 para emissões com ICVM n. 476. Espera-se que, devido à complexidade e aos níveis de exigências atribuídos a emissões com a ICVM n. 400, essa variável seja significativa e negativa, ou seja, que as emissões com a ICVM n. 400 tenham um menor *spread*.

3.3.2.6 Indexador

Conforme descrito no item 3.2 (Dados da Amostra), as emissões de debêntures no período de janeiro de 2010 a novembro de 2020 possuem 96% de seus encargos indexados no DI ou no IPCA. Assim foram analisadas as emissões indexadas ao DI e ao IPCA, excluindo-se da amostra

135 emissões, que representam 4% do total analisados com outros indexadores ou formas de precificação.

Na figura 9, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar a participação de cada indexador no período analisado:

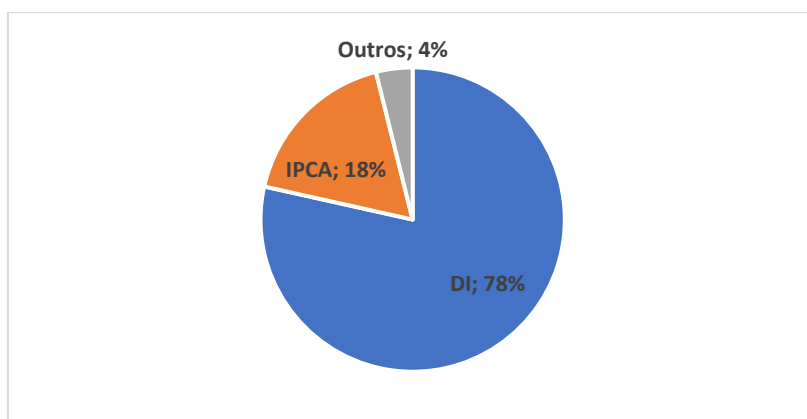


Figura 9. Participação de cada indexador.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Para analisar se há impacto dos indexadores na composição do *spread* das emissões, foi criado uma variável *dummy* em que, nas emissões indexadas ao IPCA foi atribuído o valor 1, nas emissões indexadas a DI o valor 0.

3.3.2.7 Incentivada

Criada em 2011, a Lei n. 12.431/2011 é uma iniciativa do governo brasileiro, com o objetivo de ampliar as alternativas de financiamento da economia e promover o mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo, especialmente para projetos de infraestrutura (ANBIMA, 2020). Essas debêntures trazem isenção do Imposto de Renda (IR) para pessoa física e investidor estrangeiro.

Na tabela 4, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar a participação de emissões no período analisado:

Tabela 4

Participação das emissões

Ano	Total de Emissões R\$/ Mil	Incentivadas Em R\$ /Mil
2010	52.348.284,74	-
2011	62.037.553,26	-
2012	93.747.164,94	4.034.000,00
2013	90.266.848,00	6.115.528,00
2014	95.736.753,51	5.010.450,00
2015	75.016.669,50	5.976.618,00
2016	77.957.223,72	4.533.435,00
2017	95.429.773,36	9.104.545,00
2018	150.947.744,24	23.575.296,54
2019	189.309.650,07	38.032.754,00
2020	80.450.676,14	18.638.674,00
Total	1.063.248.341,48	115.021.300,54

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Embora represente apenas 10% do total na base da amostra analisada, é possível notar que a emissão de debêntures incentivadas cresceu em todos os anos desde 2012, atingindo em 2020 23% de participação no total de emissões do ano. Desde 2016 o volume de emissão de debêntures incentivadas tem crescido, alcançando em 2020 (até novembro) 23% de participação no total de emissões.

Na figura 10, adaptada de ANBIMA (2020), é possível visualizar a evolução anual dessa participação:

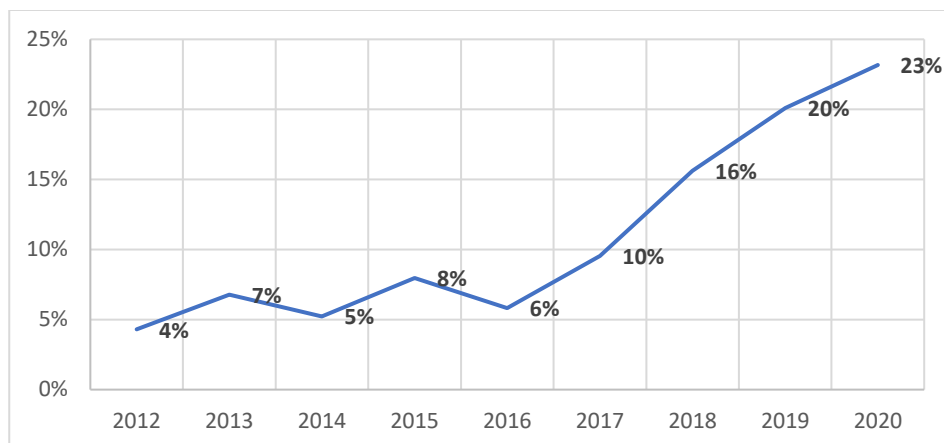


Figura 10. Evolução da participação das debêntures incentivadas (Lei 12.431).

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Para identificar a relação entre esse incentivo fiscal no *spread*, cobrado nas emissões de debêntures, criou-se uma variável *dummy* em que se atribui 1 para emissões incentivadas e 0 para as não incentivadas. Por ter um incentivo fiscal ao investidor, espera-se que as empresas possuam menor custo nessas emissões, assim espera-se encontrar uma relação significativa e negativa, ou seja, que as emissões com debêntures incentivadas possuam menor *spread*.

3.3.2.8 Banco Coordenador

Esteves (2014) e Caires (2019) testaram se havia impacto da escolha do banco coordenador na formação do *spread* das emissões de debêntures. Ambos criaram variáveis *dummies* para identificar os bancos com maior representatividade no total das emissões.

O primeiro autor incluiu em sua análise os bancos Itaú, Bradesco e Banco do Brasil e caso a emissão fosse coordenada por algum desses bancos a variável *dummy*, teria o valor 1 e as demais emissões, o valor 0. Caires (2019) seguiu a mesma metodologia, porém o autor optou por incluir o Banco Santander nessa variável.

Na tabela 5, adaptada de ANBIMA (2020), segue o volume de emissões de debêntures emitido pelos 10 primeiros bancos no período da amostra utilizada nesse estudo:

Tabela 5

Participação dos principais bancos

Banco Coordenador	Valor Emissão (R\$ mil)
BANCO ITAU BBA S.A.	255.858.379
BANCO BRADESCO BBI S.A.	254.041.980
BB BANCO DE INVESTIMENTO	175.743.488
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	130.518.039
BANCO BTG PACTUAL S.A.	89.342.507
HSBC	21.017.906
BANCO VOTORANTIM S.A.	19.926.797
BANCO ABC BRASIL S.A.	18.358.913
BANCO CITIBANK SA	16.277.240
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	11.527.900
DEMAIS INSTITUIÇÕES	70.635.193
Total	1.063.248.341,48

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Com isso, seguindo a mesma metodologia adotada por Esteves (2014) e Caires (2019), criou-se uma variável *dummy* para capturar os principais bancos, considerados aqueles com participação acima de 10%. Essa variável contempla o Itaú, Bradesco, Banco do Brasil e Santander.

Na figura 11, adaptada de ANBIMA (2020), é possível observar o percentual dos bancos com percentual superior a 10% de participação no período analisado:

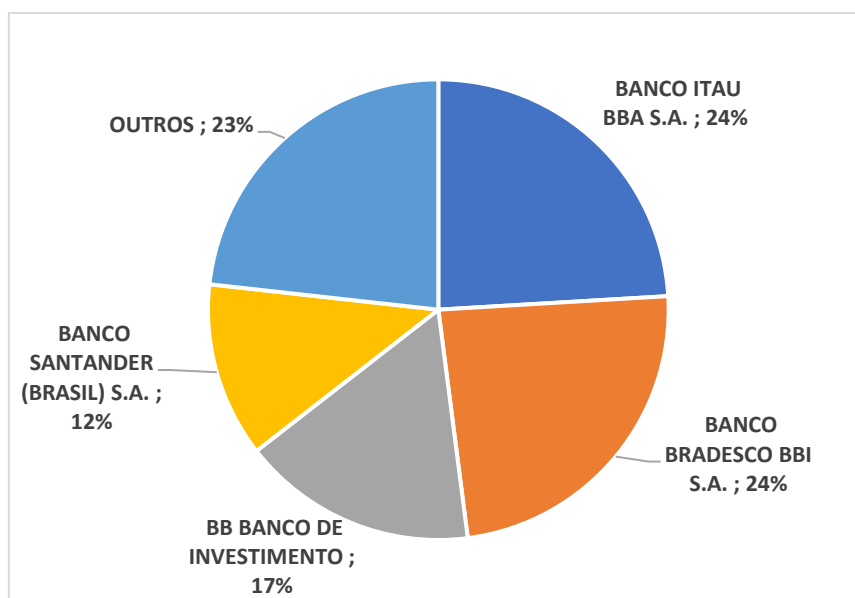


Figura 11. Participação % do Banco Coordenador.

Nota. Adaptada de ANBIMA (2020).

Foi criado *dummy* D_Coord em que se atribui 1 para emissões com algum desses bancos e 0 para o demais. Adicionalmente testamos separadamente cada um desses principais bancos para identificar se há diferença na cobrança do *spread* quando analisados individualmente os bancos Itaú, Bradesco, Banco do Brasil e Santander.

Assim, foram criadas as *dummies* D_Itaú, onde as emissões coordenadas pelo Itaú atribuem o valor 1, e os demais 0, D_Bradesco, onde as emissões coordenadas pelo Bradesco atribuem o valor 1, e os demais 0, D_BB, onde as emissões coordenadas pelo Banco do Brasil atribuem o valor

1, e os demais 0 e D_Santander, onde as emissões coordenadas pelo Santander atribuem o valor 1, e os demais 0.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Para buscar a relação entre a remuneração das debêntures no momento da emissão, utilizamos o método de regressão linear múltipla, dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

A equação da regressão utilizada pode ser expressa da seguinte maneira:

$$(i) \text{ SPREADTOTAL} = \alpha + \beta_1 \text{ Selic} + \beta_2 \text{ Volume} + \beta_3 \text{ Prazo} + \beta_4 \text{ DGarantia} + \beta_5 \text{ DRegistro} + \beta_6 \text{ DIndexador} + \beta_7 \text{ DIncentivada} + \beta_8 \text{ DCoord} + e_i$$

Adicionalmente, substituímos a *dummy* DCoord que representa uma variável que consolida os principais bancos coordenadores de emissão: Itaú, Bradesco, BB e Santander, por *dummies* de cada um dos bancos. O objetivo foi de analisar se há diferenças significativas na influência do *spread*, quando analisado cada banco individualmente.

Assim, obtemos também a seguinte equação:

$$(i) \text{ SPREADTOTAL} = \alpha + \beta_1 \text{ Selic} + \beta_2 \text{ Volume} + \beta_3 \text{ Prazo} + \beta_4 \text{ DGarantia} + \beta_5 \text{ DRegistro} + \beta_6 \text{ DIndexador} + \beta_7 \text{ DIncentivada} + \beta_8 \text{ DItau} + \beta_9 \text{ DBradesco} + \beta_{10} \text{ DBB} + \beta_9 \text{ DSantander} + e_i$$

O resultado da primeira análise, elaborada pelo autor, denominado de ‘MQO, usando as observações – 1-3338 - Modelo 1’, tabela 6, pode ser observado a seguir:

Tabela 6

MQO, usando as observações 1-3338 - Modelo 1

Variável dependente: SPREADTOTAL				
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
Const	0,0258129	0,00110508	23,36	<0,0001 ***
SELIC	0,955259	0,00923968	103,4	<0,0001 ***
Volume	1,79481e-09	3,87329e-010	-4,634	<0,0001 ***
PRAZO	2,13159e-07	2,82971e-07	0,7533	0,4513
D_Garantia	0,0119803	0,000660055	18,15	<0,0001 ***
D_ICVM400	-0,00670851	0,00123561	-5,429	<0,0001 ***
D_IPCA	0,0187171	0,00118805	15,75	<0,0001 ***
D_Incentivada	-0,0101774	0,00141435	-7,196	<0,0001 ***
D_Coord	-0,00532950	0,000615420	-8,660	<0,0001 ***
* Significativo a 10%, ** significativo a 5%, *** significativo a 1%				
Média var. dependente	0,110575	D.P. var. dependente		0,035373
Soma resid. quadrados	0,905070	E.P. da regressão		0,016489
R-quadrado	0,783239	R-quadrado ajustado		0,782718
F(8, 3329)	1503,619	P-valor(F)		0,000000
Log da verossimilhança	8970,864	Critério de Akaike		-17923,73
Critério de Schwarz	-17868,71	Critério Hannan-Quinn		-17904,05

Nota. Elaborada pelo autor.

Na tabela 7, conforme dados elaborados pelo autor, é apresentado o ‘Teste White para Heterocedasticidade’ para identificar se a análise continha problemas de heterocedasticidade:

Tabela 7

Teste White para Heterocedasticidade - Modelo 2

Teste White para Heterocedasticidade					
MQO, usando as observações 1-3338					
Variável dependente: uhat ²					
Omitido devido a colinearidade exata: X7_X8					
	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	0,00228030	0,000281172	8,110	7,07e-016	***
SELIC	-0,0382279	0,00497138	-7,690	1,93e-014	***
Volume	-5,46087e-010	2,39927e-010	-2,276	0,0229	**
PRAZO	-3,50854e-07	1,23386e-07	-2,844	0,0045	***
D_Garantia	0,000235364	0,000237796	0,9898	0,3224	
D_ICVM400	0,000458983	0,000626959	0,7321	0,4642	
D_IPCA	0,000904448	0,000533280	-1,696	0,0900	*
D_Incentivada	0,00109735	0,000638365	1,719	0,0857	*
D_Coord	-0,000298155	0,000212578	-1,403	0,1608	
sq_SELIC	0,185904	0,0255418	7,278	4,20e-013	***
X2_X3	-5,94988e-010	1,63713e-09	-0,3634	0,7163	
X2_X4	4,95546e-06	9,57603e-07	5,175	2,42e-07	***
X2_X5	-0,00579801	0,00199117	-2,912	0,0036	***
X2_X6	-0,00468267	0,00490498	-0,9547	0,3398	
X2_X7	0,00882662	0,00455804	1,936	0,0529	*
X2_X8	-0,0157164	0,00506399	-3,104	0,0019	***
X2_X9	-0,000713533	0,00186967	-0,3816	0,7028	
sq_Volume	0,000000	0,000000	0,08105	0,9354	
X3_X4	0,000000	0,000000	0,8210	0,4117	
X3_X5	5,88867e-011	2,00033e-010	0,2944	0,7685	
X3_X6	-1,62604e-010	1,88405e-010	-0,8631	0,3882	
X3_X7	1,08092e-09	4,44310e-010	2,433	0,0150	**
X3_X8	-6,97215e-010	5,26569e-010	-1,324	0,1856	
X3_X9	4,68524e-010	1,94373e-010	2,410	0,0160	**
sq_PRAZO	9,27089e-012	1,29258e-011	0,7172	0,4733	
X4_X5	5,09816e-08	6,17424e-08	-0,8257	0,4090	
X4_X6	-1,09910e-07	1,31709e-07	-0,8345	0,4041	
X4_X7	1,27380e-07	1,07322e-07	1,187	0,2354	
X4_X8	-1,48895e-07	1,23307e-07	-1,208	0,2273	
X4_X9	-1,09397e-07	5,89683e-08	-1,855	0,0637	*
X5_X6	0,000186232	0,000342332	0,5440	0,5865	
X5_X7	-9,56913e-05	0,000257264	-0,3720	0,7099	
X5_X8	0,000374234	0,000324878	1,152	0,2494	
X5_X9	0,000339656	0,000132874	2,556	0,0106	**
X6_X7	-0,000582112	0,000368551	-1,579	0,1143	
X6_X8	0,000803863	0,000354796	2,266	0,0235	**
X6_X9	0,000226889	0,000257471	0,8812	0,3783	
X7_X9	4,85647e-05	0,000250319	0,1940	0,8462	
X8_X9	0,000492206	0,000292329	1,684	0,0923	*

* Significativo a 10%, ** significativo a 5%, *** significativo a 1%

R-quadrado não-ajustado = 0,050184

Estatística de teste: $TR^2 = 167,515714$,

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(38) > 167,515714) = 0,000000$

Nota. Elaborada pelo autor.

A heterocedasticidade acusa que a variância do erro deve ser constante e independente das variáveis explicativas. Como pode-se observar, nesse caso com p-valor de 0, pode rejeitar a hipótese nula do teste, invalidando assim o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários.

Na busca de apresentar um modelo com maior consistência, o MQO foi estimado, utilizando erros padrão robustos. A análise com erros padrão robustos traz a relação entre as variáveis independente de possível heterocedasticidade existente (Wooldridge, 2012).

Aplicou-se também o teste de Normalidade dos Resíduos para determinar se o conjunto de dados aleatórios é modelado por uma distribuição normal.

O ‘Teste de Normalidade dos Resíduos – Histograma’, pode ser observado na figura 12, segundo dados elaborados pelo autor:

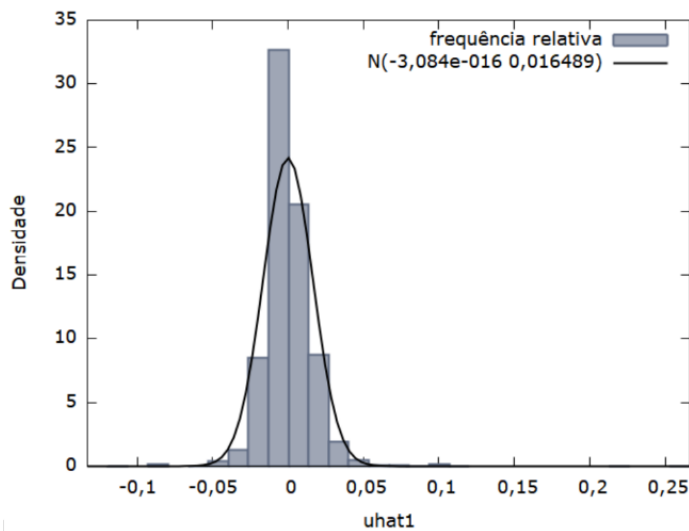


Figura 12. Teste de Normalidade dos Resíduos – Histograma.

Nota. Elaborada pelo autor.

Aplica-se ainda, o ‘Teste de Colinearidade – Modelo 3’, com dados elaborados pelo autor, conforme observado na tabela 8:

Tabela 8
Teste de Colinearidade – Modelo 3

Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF)

Valor mínimo possível = 1,0
 Valores > 10,0 podem indicar um problema de colinearidade

SELIC	1,043
Volume	1,063
PRAZO	1,618
D_Garantia	1,059
D_ICVM400	1,130
D_IPCA	2,595
D_Incentivada	2,443
D_Coord	1,052

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, onde $R(j)$ é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável j e a outra variável independente

Diagnósticos de colinearidade de Belsley-Kuh-Welsch:
 (proporções de variância)

lambda	cond	const	SELIC	Volume	PRAZO	D_Garant~	D_ICVM400~	D_Indexa~
4,541	1,000	0,003	0,004	0,007	0,008	0,011	0,007	0,007
1,457	1,766	0,003	0,005	0,027	0,000	0,010	0,062	0,061
0,976	2,157	0,000	0,000	0,352	0,000	0,198	0,224	0,003
0,722	2,508	0,001	0,003	0,343	0,004	0,010	0,597	0,013
0,619	2,708	0,003	0,004	0,223	0,001	0,627	0,084	0,001
0,267	4,123	0,013	0,054	0,000	0,038	0,115	0,006	0,099
0,193	4,854	0,008	0,039	0,004	0,009	0,022	0,008	0,729
0,182	5,000	0,003	0,130	0,043	0,741	0,003	0,010	0,086

lambda	cond	D_Incent~	D_Coord
4,541	1,000	0,006	0,010
1,457	1,766	0,081	0,019
0,976	2,157	0,003	0,002
0,722	2,508	0,042	0,004
0,619	2,708	0,003	0,076
0,267	4,123	0,225	0,581
0,193	4,854	0,578	0,238
0,182	5,000	0,058	0,001
0,044	10,131	0,003	0,070

lambda = Autovalores inversa da matriz de covariância (smallest is 0,0442364)

cond = índice de condição

nota: as colunas de proporção da variância somam 1

De acordo com BKW, $cond \geq 30$ indica uma quase dependência linear "forte", e $cond$ entre 10 e 30 indica que é "moderadamente forte". Estimativas de parâmetros, cuja variância está principalmente associada a valores problemáticos de $cond$ podem ser consideradas 'problemáticas'.

Quantidade de índices de condição ≥ 30 : 0

Quantidade de índices de condição ≥ 10 : 1

Proporções de variância $\geq 0,5$ associadas com $cond \geq 10$:

const	SELIC
0,968	0,760

Nota. Elaborada pelo autor.

O resultado nos indica a inexistência de colinearidade entre as variáveis.

A tabela 9, conforme dados elaborados pelo autor, apresenta dados processados através do 'Erro Padrão Robusto a Heterocedasticidade - Modelo 4':

Tabela 9

Erro Padrão Robusto a Heterocedasticidade - Modelo 4

Modelo 2: MQO, usando as observações 1-3338					
Variável dependente: SPREADTOTAL					
Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	0,0258129	0,00155374	16,61	<0,0001	***
SELIC	0,955259	0,0128884	74,12	<0,0001	***
Volume	-1,79481e-09	4,35745e-010	-4,119	<0,0001	***
PRAZO	2,13159e-07	3,11156e-07	0,6851	0,4934	
D_Garantia	0,0119803	0,000674616	17,76	<0,0001	***
D_ICVM400	-0,00670851	0,00115236	-5,822	<0,0001	***
D_IPCA	0,0187171	0,00168149	11,13	<0,0001	***
D_Incentivada	-0,0101774	0,00195529	-5,205	<0,0001	***
D_Coord	-0,00532950	0,000733033	-7,270	<0,0001	***
* Significativo a 10%, ** significativo a 5%, *** significativo a 1%					
Média var. dependente	0,110575	D.P. var. dependente		0,035373	
Soma resíd. quadrados	0,905070	E.P. da regressão		0,016489	
R-quadrado	0,783239	R-quadrado ajustado		0,782718	
F(8, 3329)	1118,523	P-valor(F)		0,000000	
Log da verossimilhança	8970,864	Critério de Akaike		-17923,73	
Critério de Schwarz	-17868,71	Critério Hannan-Quinn		-17904,05	

Nota. Elaborada pelo autor.

Podemos identificar que o Prazo é a única variável que não é significativa para a formação do *spread*. Esse resultado diverge do resultado encontrado por Paiva (2011), que em seu estudo localizou que o prazo é significativo para a formação do *spread*, porém está em linha com o observado por Aguiar (2012) e Caires (2019), que analisaram essa variável, mas que também não encontraram significância.

Como o esperado, a taxa Selic é significativa e positiva, resultado também encontrado por Paiva (2006). Ou seja, o resultado encontrado indica que a Selic e o *spread* variam na mesma direção.

A variável Volume é significativa e negativa indicando que quanto maior o valor da emissão, menor o valor do *spread*. O resultado é o esperado, pois aspira-se que emissões com maiores volumes ofereçam também maior liquidez (Sheng & Saito, 2005). A relação entre volume e *spread* também foi considerada significativa por Silva (2010), Paiva (2011) e Aguiar (2012).

Para a análise da influência da garantia foi criada a *dummy* D_Garantia que buscou analisar se a presença de garantia real, influencia o *spread* no momento das emissões. Assim, atribui-se 1 para emissões que possuem garantia real e 0 para as demais emissões. O resultado foi significativo e positivo, indicando que emissões com garantia real possuem maior *spread*.

A princípio, esse resultado parece ser contra intuitivo, uma vez que a inclusão de garantias deveria reduzir o risco para o investidor, o que em tese, possibilitaria a redução do *spread*. No entanto, pode-se concluir que emissões com remuneração mais elevadas podem ser de empresas com maior risco de crédito, o que faria com que os investidores exigissem a existência de garantias. Caires (2019) também verificou essa relação. O autor conclui em seu estudo que pode ocorrer problemas de agência, que afetam mais os ativos com garantias do que os demais ativos da companhia.

Para o tipo de emissão foi criada a D_ICVM400, em que se atribui 1 para CVM n. 400 e 0 para CVM n. 476 (esforços restritos) e foi encontrada uma relação significativa e negativa,

indicando que CVM n. 400 possui menor *spread*. Esse resultado também foi encontrado por Paiva (2011), Aguiar (2012) e Caires (2019).

Resultado esperado, uma vez que emissões através do ICVM n. 400 possuem maior exigência para emissão, como a empresa ser uma Sociedade Anônima de capital aberto, elaborar um prospecto e estar disponível a todos os investidores (o que difere da ICVM n. 476 que é ofertado a um número restrito de investidores).

Para analisar se há relação entre o indexador escolhido e a formação do *spread* no momento da emissão das debêntures, incluiu-se uma *dummy* em que foi incluído 1 para emissões que possuíam como indexador o IPCA e 0 para as emissões indexadas ao DI. O resultado foi significativo e positivo, indicando que emissões indexadas ao IPCA possuem maior *spread* no momento da emissão das debêntures. Esse resultado também foi encontrado por Paiva (2006, 2011).

A variável D_Incentivada foi incluída para observar se as emissões que são incentivadas de acordo com a Lei n. 12.431/2011, isentam pessoas físicas do pagamento de Imposto de Renda na busca de incentivar emissões, que possuem como finalidade a aplicação do recurso em projetos de infraestrutura, possibilitando assim, estimular essa modalidade de emissão. Atribui-se 1 para emissões incentivadas e 0 para as demais.

O resultado para a variável D_Incentivada foi significativo e negativo, indicando que o *spread* de emissões incentivadas é menor que as emissões não incentivadas. Esse resultado era o esperado, uma vez que sem o custo adicional do IR para o investidor, esperava-se que o *spread* cobrado nas emissões de debêntures pudesse ser menor para as empresas que se beneficiassem da Lei n. 12.431/2011. Esse resultado é divergente do encontrado por Esteves (2014), que evidenciou relação negativa, mas não significativa nessa variável para a formação do *spread*.

Para analisar se a escolha do Banco Coordenador poderia influenciar o *spread* no momento da emissão das debêntures, foi criada a variável D_Coord atribuindo-se 1 quando a emissão é coordenada por um dos bancos Itaú, Bradesco, BB e Santander, que juntos representam 77% do total de emissões no período analisado, e 0 para os demais. O resultado é significativo e negativo, indicando que as emissões com esses bancos possuem menor *spread*.

Esteves (2014) foi o primeiro trabalho encontrado que busca essa relação. O autor chegou ao mesmo resultado, mas não considerou em sua amostra o Banco Santander. Caires (2019) também buscou estabelecer essa relação entre Banco Coordenador e a formação do *spread* no momento da emissão das debêntures, no entanto, apesar de o autor incluir em sua análise o Banco Santander, o autor não identificou relevância na escolha do Banco Coordenador na formação do *spread*.

Na busca em identificar se individualmente a escolha dos principais bancos Itaú, Bradesco, BB e Santander, como Banco Coordenador influencia na formação do *spread* no momento da emissão de debêntures, foi substituído a *dummy* D_Coord pelas *dummies* DItaú, em que atribui-se 1 para emissões coordenadas pelo Itaú e 0 para os demais, *dummy* D_Bradesco, em que atribui-se 1 para emissões coordenadas pelo Bradesco e 0 para os demais, *dummy* D_BB, em que atribui-se 1 para emissões coordenadas pelo Banco do Brasil e 0 para os demais, *dummy* D_Santander, em que atribui-se 1 para emissões coordenadas pelo Santander e 0 para os demais.

Na tabela 10, 'Análise dos Bancos Coordenadores Segmentados – Modelo 5', constam os dados elaborados pelo autor, conforme resultados a seguir:

Tabela 10

Análise dos Bancos Coordenadores Segmentados - Modelo 5

Modelo 3: MQO, usando as observações 1-3338					
Variável dependente: SPREADTOTAL					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	0,0259066	0,00110529	23,44	<0,0001	***
SELIC	0,954494	0,00924030	103,3	<0,0001	***
Volume	-1,75906e-09	3,87895e-010	-4,535	<0,0001	***
PRAZO	2,59159e-07	2,83032e-07	0,9157	0,3599	
D_Garantia	0,0119046	0,000663978	17,93	<0,0001	***
D_ICVM400	-0,00671929	0,00123425	-5,444	<0,0001	***
D_IPCA	0,0184313	0,00119114	15,47	<0,0001	***
D_Incentivada	-0,0103594	0,00141509	-7,321	<0,0001	***
D_ItaA	-0,00448778	0,000752703	-5,962	<0,0001	***
D_Bradesco	-0,00686556	0,000828800	-8,284	<0,0001	***
D_BB	-0,00619461	0,00103981	-5,957	<0,0001	***
D_Santander	-0,00395846	0,00102290	-3,870	0,0001	***
* Significativo a 10%, ** significativo a 5%, *** significativo a 1%					
Média var. dependente	0,110575	D.P. var. dependente		0,035373	
Soma resid. quadrados	0,902121	E.P. da regressão		0,016469	
R-quadrado	0,783945	R-quadrado ajustado		0,783231	
F(11, 3326)	1097,114	P-valor(F)		0,000000	
Log da verossimilhança	8976,310	Critério de Akaike		-17928,62	
Critério de Schwarz	-17855,26	Critério Hannan-Quinn		-17902,38	

Nota. Elaborada pelo autor.

Na tabela 11, conforme dados elaborados pelo autor, segue resultado do ‘Teste de Heteroscedasticidade - Modelo 6’:

Tabela 11

Teste de Heteroscedasticidade - Modelo 6

Teste de White para a heteroscedasticidade					
MQO, usando as observações 1-3338					
Variável dependente: \hat{u}^2					
Omitido devido a colinearidade exata: X7_X8					
	<i>coeficiente</i>	<i>erro padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,00229428	0,000284566	8,062	1,04e-015	***
SELIC	-0,0386334	0,00501332	-7,706	1,71e-014	***
Volume	-5,60395e-010	2,51070e-010	-2,232	0,0257	**
PRAZO	-3,49401e-07	1,25996e-07	-2,773	0,0056	***
D_Garantia	0,000256672	0,000241295	1,064	0,2875	
D_ICVM400	0,000434877	0,000648188	0,6709	0,5023	
D_IPCA	-0,000921382	0,000540493	-1,705	0,0883	*
D_Incentivada	0,00109613	0,000647179	1,694	0,0904	*
D_ItaA	-0,000296210	0,000267507	-1,107	0,2682	
D_Bradesco	-0,000334199	0,000300798	-1,111	0,2666	
D_BB	-2,08335e-05	0,000393652	-0,05292	0,9578	
D_Santander	-0,000470445	6,000352554	-1,334	0,1822	
sq_D_SELIC	0,187727	0,0257872	7,280	4,16e-013	***
X2_X3	-5,13865e-010	1,67454e-09	-0,3069	0,7590	
X2_X4	5,01359e-06	9,74830e-07	5,143	2,86e-07	***
X2_X5	-0,00591654	0,00201662	-2,934	0,0034	***
X2_X6	-0,00459684	0,00502454	-0,9149	0,3603	

X2_X7	0,00890089	0,00462027	1,926	0,0541	*
X2_X8	-0,0159710	0,00513587	-3,110	0,0019	***
X2_X9	-0,000709664	0,00236024	-0,3007	0,7637	
X2_X10	-0,000426720	0,00263575	-0,1619	0,8714	
X2_X11	-0,00260639	0,00363218	-0,7176	0,4731	
X2_X12	0,000725445	0,00306805	0,2365	0,8131	
sq_D_Volume	0,000000	0,000000	-0,2144	0,8302	
X3_X4	0,000000	0,000000	0,8366	0,4029	
X3_X5	5,17505e-011	2,08950e-010	0,2477	0,8044	
X3_X6	1,34966e-010	2,38153e-010	-0,5667	0,5709	
X3_X7	1,12412e-09	5,02086e-010	2,239	0,0252	**
X3_X8	-7,29684e-010	5,67984e-010	-1,285	0,1990	
X3_X9	4,41015e-010	2,24090e-010	1,968	0,0491	**
X3_X10	4,84136e-010	2,12123e-010	2,282	0,0225	**
X3_X11	5,25286e-010	2,40933e-010	2,180	0,0293	**
X3_X12	4,50860e-010	2,77660e-010	1,624	0,1045	
sq_D_PRAZO	8,27744e-012	1,32311e-011	0,6256	0,5316	
X4_X5	-5,75808e-08	6,37397e-08	-0,9034	0,3664	
X4_X6	-1,12203e-07	1,36253e-07	-0,8235	0,4103	
X4_X7	1,30514e-07	1,10688e-07	1,179	0,2384	
X4_X8	-1,47726e-07	1,25617e-07	-1,176	0,2397	
X4_X9	-1,05090e-07	7,45702e-08	-1,409	0,1588	
X4_X10	-9,53513e-08	8,16560e-08	-1,168	0,2430	
X4_X11	-1,90085e-07	1,12307e-07	-1,693	0,0906	*
X4_X12	-1,10612e-07	9,59798e-08	-1,152	0,2492	
X5_X6	0,000182101	0,000358819	0,5075	0,6118	
X5_X7	-0,000101700	0,000264786	-0,3841	0,7009	
X5_X8	0,000411278	0,000332675	1,236	0,2164	
X5_X9	0,000332266	0,000169956	1,955	0,0507	*
X5_X10	0,000337425	0,000187358	1,801	0,0718	*
X5_X11	0,000427033	0,000337172	1,267	0,2054	
X5_X12	0,000310446	0,000220059	1,411	0,1584	
X6_X7	-0,000584556	0,000378637	-1,544	0,1227	
X6_X8	0,000845584	0,000363578	2,326	0,0201	**
X6_X9	0,000210029	0,000298676	0,7032	0,4820	
X6_X10	0,000312219	0,000426893	0,7314	0,4646	
X6_X11	0,000210915	0,000438882	0,4806	0,6309	
X6_X12	0,000222003	0,000459831	0,4828	0,6293	
X7_X9	0,000119395	0,000327676	0,3644	0,7156	
X7_X10	-8,43692e-06	0,000533168	-0,01582	0,9874	
X7_X11	4,24919e-05	0,000463163	0,09174	0,9269	
X7_X12	2,47797e-05	0,000393540	0,06297	0,9498	
X8_X9	0,000454142	0,000358091	1,268	0,2048	
X8_X10	0,000492446	0,000616580	0,7987	0,4245	
X8_X11	0,000432842	0,000566425	0,7642	0,4448	
X8_X12	0,000538339	0,000471052	1,143	0,2532	

* Significativo a 10%, ** significativo a 5%, *** significativo a 1%

R-quadrado não-ajustado = 0,051197

Estatística de teste: $TR^2 = 170,897065$,

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(62) > 170,897065) = 0,000000$

Nota. Elaborada pelo autor.

De acordo com dados elaborados pelo autor, observa-se que no caso do p-valor de 0, pode-se rejeitar a hipótese nula do teste invalidando o modelo de MQO. Assim, utilizou-se a análise com erros padrão robustos.

Na tabela 12, elaborada pelo autor, segue resultado do ‘Erro Padrão Robusto – Modelo 7’:

Tabela 12
Erro Padrão Robusto - Modelo 7

Modelo 4: MQO, usando as observações 1-3338					
Variável dependente: SPREADTOTAL					
Erros padrão robustos à heterocedasticidade, variante HC1					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	0,0259066	0,00155672	16,64	<0,0001	***
SELIC	0,954494	0,0129167	73,90	<0,0001	***
Volume	-1,75906e-09	4,20559e-010	-4,183	<0,0001	***
PRAZO	2,59159e-07	3,10880e-07	0,8336	0,4045	
D_Garantia	0,0119046	0,000680418	17,50	<0,0001	***
D_ICVM400	-0,00671929	0,00115645	-5,810	<0,0001	***
D_IPCA	0,0184313	0,00168808	10,92	<0,0001	***
D_Incentivada	-0,0103594	0,00195519	-5,298	<0,0001	***
D_ItaA	-0,00448778	0,000818438	-5,483	<0,0001	***
D_Bradesco	-0,00686556	0,000826354	-8,308	<0,0001	***
D_BB	-0,00619461	0,000974061	-6,360	<0,0001	***
D_Santander	-0,00395846	0,000935377	-4,232	<0,0001	***
* Significativo a 10%, ** significativo a 5%, *** significativo a 1%					
Média var. dependente	0,110575	D.P. var. dependente		0,035373	
Soma resid. quadrados	0,902121	E.P. da regressão		0,016469	
R-quadrado	0,783945	R-quadrado ajustado		0,783231	
F(11, 3326)	827,4325	P-valor(F)		0,000000	
Log da verossimilhança	8976,310	Critério de Akaike		-17928,62	
Critério de Schwarz	-17855,26	Critério Hannan-Quinn		-17902,38	

Nota. Elaborada pelo autor.

A tabela 12 traz a análise de variáveis com ‘Erro Padrão Robusto - Modelo 7’, com a exclusão da variável D_Coord para os 4 principais bancos coordenadores do processo de emissão de debêntures e a inclusão de uma *dummy* para cada um dos bancos, Itaú, Bradesco, BB e Santander.

O resultado da análise demonstra que, individualmente, os 4 bancos analisados possuem relação significativa e negativa, ou seja, a escolha de qualquer um dos bancos possui um menor *spread* em relação aos demais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desse estudo foi o de avaliar os fatores determinantes que impactam os *spreads* nas emissões primárias de debêntures no Brasil, na tentativa de contribuir com os tomadores de decisão, sejam empresas ou investidores, para possibilitar o maior subsídio em suas decisões, trazendo benefícios a todos os envolvidos nesse mercado.

Pretendeu-se também contribuir com o meio acadêmico, na busca por explorar e compreender mais a respeito do tema. Em última instância, a presente pesquisa buscou corroborar para a sociedade como um todo, uma vez que, o caminho da maturidade do mercado de capitais pode aumentar a competitividade das empresas, gerando assim mais rendas e empregos na economia.

Para o desenvolvimento do trabalho foram analisados os *spreads* das emissões de debêntures emitidas no período de janeiro de 2010 a novembro de 2020 e utilizou-se a regressão múltipla por mínimos quadrados, em que o *spread* foi analisado como variável dependente e, como variável de controle, foram analisadas a taxa Selic, o volume das emissões, o prazo, o tipo de registro (se ICVM n. 400 ou ICVM n. 476), o indexador (se DI ou IPCA), a garantia, as emissões incentivadas (Lei n. 12.431/2011) e a escolha do Banco Coordenador.

Com exceção ao prazo, que não foi considerado significativo na formação do *spread*, todas as demais variáveis analisadas foram consideradas significativas, corroborando com estudos anteriores que trataram sobre o mesmo tema.

Assim, com base no resultado esperado é possível afirmar que a taxa Selic foi significativa e positiva, o que indica que a Selic e o *spread* variam na mesma direção, uma vez que com a Selic sendo a taxa básica de juros da economia brasileira é tida como custo de oportunidade para investidores.

A variável volume foi significativa e negativa, indicando que quanto maior o valor da emissão, menor o valor do *spread*. O resultado convergiu ao esperado, pois ansiava-se que emissões com maiores volumes oferecessem também maior liquidez ao investidor.

Para a análise da influência da garantia, o resultado foi significativo e positivo, indicando que emissões com garantia real possuem maior *spread*. Embora pareça contraditória a relação, uma vez que a inclusão de garantias devesse reduzir o risco para o investidor, que em tese possibilitaria a redução do *spread*, pode-se concluir que emissões com remunerações mais elevadas podem ser de empresas com maior risco de crédito, o que faria com que os investidores exigissem a existência de garantias, além da hipótese de que exista problemas de agência (Caires, 2019).

Para analisar se havia diferenciação na composição do *spread* para as emissões realizadas através da ICVM n. 400 foi encontrada uma relação significativa e negativa, indicando que as emissões que seguem o ICVM n. 400 possuíam menor *spread*. O resultado era o esperado, uma vez que essas emissões possuem maior exigência para emissão, como a empresa ser uma Sociedade Anônima de capital aberto, elaborar um prospecto e estar disponível a todos os investidores.

Sobre a análise do indexador, o resultado foi de uma relação significativa e positiva, que de acordo com a *dummy* desenvolvida (1 para emissões indexadas ao IPCA e 0 para emissões indexadas ao DI) indica que emissões indexadas ao IPCA possuem maior *spread* no momento da emissão das debêntures. Esse resultado também foi encontrado por Paiva (2006, 2011).

Para as emissões incentivadas, de acordo com a Lei n. 12.431/2011, que isentam pessoas físicas de pagamento de Imposto de Renda, encontrou-se um resultado significativo e negativo, indicando que o *spread* de emissões incentivadas é menor que as emissões não incentivadas. Esse resultado era o esperado, uma vez que sem o custo adicional do IR para o investidor aspirava-se que o *spread* cobrado nas emissões de debêntures pudesse ser menor para as empresas que se beneficiassem da Lei n. 12.431/2011.

A análise do Banco Coordenador como variável que pode exercer influência sobre o *spread* foi encontrada apenas em dois trabalhos anteriores, nos quais os resultados divergiam-se entre si. No estudo de Esteves (2014) foi encontrada relação significativa e negativa para os bancos de maior representatividade (Itaú, Bradesco e BB) indicando que a escolha por esses bancos tende a trazer *spreads* mais baixos do que quando emitidos por outros bancos. Já Caires (2019), embora tenha incluído o Banco Santander entre os bancos de maior representatividade, não encontrou relação significativa na escolha do Banco Coordenador com a formação do *spread*.

Neste estudo, considerando os bancos Itaú, Bradesco, BB e Santander, que juntos representam 77% do total de emissões no período analisado, o resultado foi significativo e negativo, indicando que as emissões com esses bancos possuem menor *spread*, corroborando ao encontrado por Esteves (2014). Adicionalmente foram analisados individualmente a escolha de cada um dos bancos: Itaú, Bradesco, BB e Santander, e o resultado encontrado foi o mesmo, significativo e negativo, ou seja, indicando que a escolha de qualquer um dos 4 bancos tendia a um *spread* menor na emissão das debêntures.

Contudo, espera-se que este trabalho tenha contribuído para o estudo de precificação de debêntures no mercado brasileiro. Além de observar a influência da Selic, que se encontra em seu patamar mais baixo desde que foi criada, o presente trabalho trouxe outras variáveis com o intuito de analisar os resultados obtidos com aqueles encontrados por outros autores.

A limitação da presente pesquisa está na ausência de variáveis que não foram consideradas para análise e que também poderia exercer influência na formação do *spread* no momento das emissões de debêntures. Como sugestão às pesquisas posteriores recomenda-se a análise de outras variáveis, tais como: o *rating* da companhia emissora, indicadores financeiros observados no momento da emissão, período em que ocorre a emissão, tais como períodos de maior expansão ou retração da economia, além da análise por setor econômico.

Ratificamos assim a importância de uma análise contínua de variáveis que podem impactar o *spread* das emissões das debêntures que, de acordo com o período analisado, podem consolidar ou divergir dos resultados apresentados neste estudo, uma vez que o mercado de debêntures é dinâmico e está plena expansão.

REFERÊNCIAS

- Afonso, J. R. R. (2012). Fiscalidade, crédito e crise no Brasil: diagnóstico e proposições. *Estudos FUNDAP*, (4).
- Aguiar, B. T. de. (2012). *Determinantes da remuneração de debêntures no mercado brasileiro* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Assaf Neto, A. (2011). *Mercado Financeiro* (10a ed.). São Paulo: Atlas.
- Assaf Neto, A. (2013). *Matemática Financeira e suas aplicações* (8a ed.). São Paulo: Atlas.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). (2018). *Mercado de Capitais o Caminho para o Desenvolvimento*. Recuperado de https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). (2020, 8 Janeiro). Emissões domésticas registram aumento de 59,3% em 2019. *Boletim do Mercado de Capitais*. Recuperado de https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletimdemercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registram-aumento-de-59-3-em-2019.htm
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). (2021). *Emissões domésticas registraram volume de R\$370 bilhões em 2020*. Recuperado de https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registraram-volume-de-r-370-bilhoes-em-2020.htm
- Banco Central do Brasil (BCB). (2019). *Relatório de Estabilidade Financeira: 2019*. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/201910/RELESTAB201910-refPub.pdf>
- Banco Central do Brasil (BCB). (2020). *Selic: fatores acumulados*. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/htms/selic/selicacumul.asp?frame=1>
- Banco Central do Brasil (BCB). (2021). *Evolução Recente do Crédito no SFN*. Recuperado de https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/covid19_docs/Evolucao_Recente_do_Credito.pdf
- Bragança, G., Pessoa, M., & Souza, G. (2015). *Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: As Debêntures Incentivadas* (Texto para discussão, 2158). Brasília, DF: IPEA.
- Braudel, F. (2005). *Civilização material, economia e capitalismo – Séculos XV-XVIII. Volume 2: os jogos das trocas*. São Paulo: Martins Fontes.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 18(43), 9-19.
- B3. (2020, 14 Dezembro). *B3 divulga estudo sobre os 2 milhões de investidores que entraram na bolsa entre 2019 e 2020*. Recuperado de http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm
- Caires, M. T. de. (2019). *Determinantes dos Spreads de emissão das debêntures no mercado brasileiro: o impacto das garantias* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Campos, E., & Ribeiro, A. (2015, 26 Março). Crédito avança com empurrão do câmbio. *Valor Econômico*. Recuperado de <https://valor.globo.com/financas/noticia/2015/03/26/credito-avanca-com-empurrao-do-cambio.ghtml>
- Carvalho, N. (2012). *Companhias Abertas no Brasil: Uma História*. Rio de Janeiro: Arte & História.
- Carvalho, N. (2014). *A saga do Mercado de Capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul.
- Carvalho, P. S. de. (2017). *Perfil e Determinantes do Mercado de Debêntures no Brasil no Período 2004-2014* (Tese de Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. Recuperado de <http://www.ie.ufrj.br/index.php/pos-graduacao/ppge/dissertacoes-teses#doutorado>
- Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). (2021). *DI: Depósito Interfinanceiro*. Recuperado de http://www.estatisticas.cetip.com.br/astec/series/v_05/paginas/lum_web_v04_10_03_consulta.asp

- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2019a). *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. Recuperado de https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2019b, 6 Novembro). *Mercado de dívida corporativa no Brasil: Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento*. Recuperado de http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cvm_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2020). *História do mercado de capitais*. Recuperado de https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_MercadoCapitais.html#:~:text=Apesar%20da%20experi%C3%AAncia%20pioneira%20para,1.289%2F87%20e%20seus%20anexos
- Costa, D. A. Z. da. (2009). *Fatores que influenciam as debêntures no Brasil* (Tese de Doutorado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Cucolo, E. (2014, Julho). Banco Central anuncia medidas para estimular o crédito e injetar dinheiro na economia. *Folha de S. Paulo*. Recuperado de <http://m.folha.uol.com.br/mercado/2014/07/1491030-bc-anuncia-medidas-para-estimular-credito-e-injetar-dinheiro-na-economia.shtml>
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2004). Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons. In A. Demirgüç-Kunt, & R. Levine. (Eds.) *Financial structure and economic growth*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Empresa Brasil de Comunicação (EBC). (2020). *Governo cria nova linha de crédito para pequenas empresas*. Recuperado de <https://agenciabrasil.etc.com.br/economia/noticia/2020-07/governo-cria-nova-linha-de-credito-para-pequenas-empresas>
- Esteves, M. L. (2014). *Fatores determinantes para a formação do spread de debêntures de empresas não financeiras: um estudo com base em emissão de empresas listadas e não listadas em bolsa de valores no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, Brasil.
- Ettore, L. A. G., Maia, V. M., & Macedo, M. A. da S. (2017). Análise do Impacto da Emissão de Debêntures no Valor das Companhias Brasileiras. *Pensar Contábil*, 20(71), 24-33.
- Fisher, L. (1953). Determinants of the risk premiums on corporate bonds. *Journal of Political Economy*, 67(3), 217-237.
- Flory, R. J. D. (1978). *Bahian Society in the mid-colonial period: the sugar planters, tobacco growers, merchants, and artisans of Salvador and the Recôncavo, 1680-1725* (Tese de Doutorado). University of Texas at Austin.
- Fonseca, J. J. S. (2002). *Apostila de Metodologia da Pesquisa Científica*. Fortaleza: UECE. Recuperado de <http://www.ia.ufrj.br/ppgea/conteudo/conteudo-2012ISF/Sandra/apostilaMetodologia.pdf>
- Freitas, M. C. P. (2007). Evolução e determinantes do crédito bancário no período 2001-2006. In R. Carneiro, F. C. Carvalho (Orgs.). *Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Rio de Janeiro: BNDES.
- Gastaldi, J. P. (2006). *Elementos de Economia Política* (19a ed.). São Paulo: Saraiva.
- Gerhardt, T. E., & Silveira, D. T. (Orgs.). (2009). *Métodos de Pesquisa*. Porto Alegre: Editora da UFRGS.
- Gitman, L., & Madura, J. (2003). *Administração Financeira: Uma abordagem gerencial*. São Paulo: Adisson Wesley.
- Governo Federal do Brasil (GOV). (2020). *Governo lança Programa Emergencial para ajudar pequenas e médias empresas durante pandemia*. Recuperado de <https://www.gov.br/pt-br/noticias/financas-impostos-e-gestao-publica/2020/06/governo-lanca-programa-emergencial-para-ajudar-pequenas-e-medias-empresas-durante-pandemia>

- Governo Federal do Brasil (GOV). (2021). *Boletim de debêntures incentivadas*. Recuperado de <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-de-debentures-incentivadas/2021/spe-me-boletim-debentures-lei-12-431-jan-2021.pdf>
- Hair Junior, J. F., William, B., Babin, B., & Anderson, R. E. (2009). *Análise Multivariada de Tempo*. Porto Alegre: Bookman.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). (2021). *Dados IBGE*. Recuperado de <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=downloads>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (n.d.). *Nossa história*. Recuperado de https://www.ibgc.org.br/destaques/quemsomos_nossa-historia
- Levy, M. B. (1977). *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC.
- Lopes, J., & Rosseti, J. (1983). *Moeda e Bancos: Uma Introdução*. São Paulo: Atlas.
- Lundberg, W. L. (2011). *Bancos oficiais e crédito direcionado: o que diferencia o mercado brasileiro?* Brasília: Banco Central do Brasil. Texto para Discussão, 258.
- Mattos, R. F. P. (2014). *O mercado de debêntures brasileiro e as novas “debêntures incentivadas”* (Trabalho de Conclusão de Curso). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.
- Mellone, G., Eid Junior, W., & Rochman, R. (2002). Determinação das taxas de juros das debêntures no mercado brasileiro. *Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, R.J., Brasil.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.
- Moura, M. (2015). *A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010* (Texto para discussão, 2022). Brasília, DF: IPEA.
- Munhoz, D. G. (1997). Inflação brasileira: os ensinamentos desde a crise dos anos 30. *Revista de Economia Contemporânea*, 1(1).
- Nabarro, W. N. (2016). *O mercado de capitais no território brasileiro: A ascensão da BM&FBovespa e centralidade financeira de São Paulo (SP)* (Dissertação de Mestrado), Universidade de São Paulo.
- Oliveira, E. M., & Ferreira, N. B. (2018). A importância da taxa de juros na obtenção de recursos financeiros pelo microempreendedor brasileiro. *Revista Lumen*, 3(6).
- Oliveira, G. C. de., & Carvalho, C. E. (2007). O componente “custo de oportunidade” do *spread* bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana. *Economia e Sociedade*, 16(3), 371-404.
- Oliveira, G. C. de., & Wolf, P. J. W. (2016). *A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015)* (Texto para discussão, 2243). Brasília, DF: IPEA.
- Paiva, E. V. S. (2006). *Fatores determinantes do preço de emissão primária de debêntures no Brasil: uma análise exploratória* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Brasil.
- Paiva, E. V. S. (2011). *Formação de preço de debêntures no Brasil* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Pimentel, R. C., Peres, E. F., & Lima, C. A. S. F. de. (2011). O mercado de debêntures e o financiamento produtivo no Brasil: uma análise de cointegração e causalidade. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(11), 4-22.
- Pinheiro, A. C., & Oliveira Filho, L. C. (Orgs.). (2007). *Mercado de capitais e bancos públicos: Análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa.
- Prates, D. M., & Biancareli, A. M. (2009). *Panorama do ciclo de crédito recente: condicionantes e características gerais*. Campinas: BNDES; FECAMP; Cecon IE UNICAMP; IE UFRJ. Recuperado de http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/pesquisa/SubprojetoII.2_PIF.pdf
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa Social*. São Paulo: Atlas.
- Sant’anna, A. A., Borça Junior, G. R., & Araújo, P. Q. (2009). Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). In F. M. R. Ferreira; & B. B. Meirelles (Orgs.). *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES.
- Schumpeter, J. A. (1983). *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo: Abril.

- Securato, J. R., Carrete, L. S., & Securato Junior, J. R. (2006). Precificação de títulos de dívida corporativa e seus componentes pelo modelo binomial. *Revista de Administração – RAUSP*, 41(1), 18-28.
- Sheng, H. H., & Saito, R. (2005). Determinantes de *spread* das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração – RAUSP*, 40(2), 193-205.
- Silva, E. dos S. S. (2010). *Os efeitos da Governança Corporativa sobre os Ratings crédito e Spread de debentures* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Pernambuco, Recife, Brasil.
- Stevens, J. P. (2002). *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*. New Jersey: Lawrence Erlbaum.
- Toledo Filho, J. R. de. (2020). *Introdução ao mercado de capitais brasileiro*. Campinas, SP: Cengage Learning.
- Torres Filho, E. (2007). Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In A. C. Pinheiro, & L. C. Oliveira Filho (Orgs.). *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa.
- Torres Filho, E. (2017). O financiamento de longo prazo no Brasil: análise e propostas para melhorias. *Carta IED*, ed. 791. Recuperado de http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_791.html
- Wójcik, D. (2009). Financial Centre Bias in Primary Equity Markets. *Cambridge Journal of Regions, Economic and Society*, 2(2), 93-209.
- Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory Econometrics: a modern approach*. (5th ed.). New York: South-Western Cengage Learning.