



FACULDADES IBMEC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM
ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA

**DISSERTAÇÃO DE
MESTRADO PROFISSIONALIZANTE EM ECONOMIA**

**UMA ANÁLISE DA DINÂMICA DO
CRESCIMENTO DE TÍTULOS
CORPORATIVOS NAS CARTEIRAS DE
FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO
BRASIL.**

MARCOS MÁXIMO DE NOVAES MENDONÇA

Orientador: Prof. Dr. Antônio Marcos Duarte Júnior

Rio de Janeiro, 28 de março de 2006

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

MARCOS MÁXIMO DE NOVAES MENDONÇA

Uma Análise da Dinâmica do Crescimento de Títulos Corporativos nas
Carteiras de Fundos de Investimentos no Brasil.

Dissertação submetida ao Programa de Pós-
Graduação em Economia da Faculdade
IBMEC, como quesito para obtenção do grau
de Mestre em Economia, modalidade
Profissionalizante

ORIENTADOR: PROF. DR. ANTÔNIO MARCOS DUARTE JÚNIOR

Rio de Janeiro (RJ)

Março/2006

MARCOS MÁXIMO DE NOVAES MENDONÇA

Uma Análise da Dinâmica do Crescimento de Títulos Corporativos nas
Carteiras de Fundos de Investimentos no Brasil.

Dissertação apresentada ao Curso Mestrado de
Economia como quesito para a obtenção do grau
de Mestre.

Aprovada em ____ de _____ de 2006.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Antônio Marcos Duarte Júnior – Orientador
Faculdades IBMEC

Prof. Dr. Caio Ibsen Rodrigues de Almeida
Faculdades IBMEC

Prof. Dr. Fernando Quineche (Netquant)

Rio de Janeiro (RJ), março de 2006

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	viii
LISTA DE GRÁFICOS	ix
LISTA DE FIGURAS.....	x
LISTA DE ABREVIATURAS	xi
RESUMO.....	xii
ABSTRACT	xiii
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL.....	3
2.1 O perfil da indústria de fundos de investimentos no Brasil	3
2.2 O papel da indústria de fundos como intermediário financeiro	7
3. TÍTULOS CORPORATIVOS	10
3.1 Classificação do crédito	10
3.2 Debêntures	12
3.3 Certificado de depósitos bancários - CDB.....	15
3.4 Notas Promissórias.....	17
3.5 Cédula de crédito bancário - CCB.....	18
3.6 Quotas de fundos de investimento em direitos creditórios - FIDC	19
3.7 Certificados de recebíveis imobiliários - CRI	22
4. FATORES COM POTENCIAL DE INTERFERÊNCIA NA DINÂMICA DE CRESCIMENTO DOS TÍTULOS CORPORATIVOS	23
4.1 Nível da taxa básica de juros	24
4.1.1 Evidências de efeito deslocamento no Brasil.....	25
4.1.2 O efeito deslocamento na indústria de fundos.....	28
4.2. Riscos inerentes aos títulos corporativos	31
4.2.1. Risco de Liquidez	34
4.2.1.1 Considerações sobre risco de liquidez	34
4.2.1.2 A liquidez no mercado secundário de títulos corporativos	37
4.2.1.2.1 Perfil do mercado secundário de debêntures.....	39
4.2.1.2.3 O risco de liquidez na gestão de fundos	44
4.2.2 Risco de crédito	45
4.2.2.1 Instrumentos de gestão de risco de crédito	45
4.2.2.2 <i>Ratings</i> de crédito.....	47
4.2.2.2.1 As agências de <i>rating</i> de crédito.....	47
4.2.2.2.1 Qualidade de crédito dos títulos corporativos no Brasil.....	50

4.2.2.3 Gestão de risco de crédito na indústria de fundos	54
4.2.3. Risco legal.....	57
4.3. Limites legais de investimentos.....	64
4.3.1 Limites legais da CVM.....	64
4.3.2 Auto-regulação Anbid.....	66
5. CONCLUSÃO	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Composição da parcela do patrimônio da Indústria alocada em renda fixa	11
Tabela 2: Evolução do estoque de CRI.....	22
Tabela 3: Composição do patrimônio líquido da indústria de fundos por ativo	29
Tabela 4: Concentração do mercado secundário de debêntures por indexador.....	39
Tabela 5: Concentração do secundário de debêntures por prazo de vencimento	40
Tabela 6: Percentual de giro do estoque de debêntures	40
Tabela 7: Grau de concentração do mercado secundário.....	42
Tabela 8: Tabela de equivalência de <i>ratings</i>	51
Tabela 9: Participação das firmas de <i>rating</i> no mercado de debêntures	52
Tabela 10: Evolução da qualidade de crédito das debêntures	52
Tabela 11: Distribuição das emissões por setor da economia.....	53
Tabela 12: Debêntures com registro de inadimplência junto a CETIP.....	58
Tabela 13: Escala intrínseca de <i>rating</i> de gestores de recursos	63
Tabela 14: Classificação – Auto-regulação ANBID	67

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução do patrimônio líquido da indústria de fundos	4
Gráfico 2: Composição do patrimônio líquido da indústria: renda fixa (RF) <i>versus</i> renda variável(RV).....	5
Gráfico 3: Distribuição da indústria de fundos por tipo de investidor	6
Gráfico 4: Evolução das debêntures nas carteiras dos fundos de investimento	14
Gráfico 5: Participação relativa da indústria de fundos no estoque de debêntures.....	15
Gráfico 6: Participação dos fundos de investimentos na captação bancária via CDB	16
Gráfico 7: Participação dos CDBs nas carteiras dos fundos	16
Gráfico 8: Evolução das notas promissórias registradas na CVM.....	17
Gráfico 9: Participação das notas promissórias nas carteiras dos fundos.....	18
Gráfico 10: Evolução das emissões de CCBs.....	19
Gráfico 11: Principais financiadores da dívida pública	30
Gráfico 12: Incidência de inadimplência - Debêntures	59

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Concentração da indústria de fundos por empresas gestoras ¹	5
Figura 2: Relação de FIDCs em circulação.....	21
Figura 3: Decomposição do risco de liquidez.....	35

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBID	Associação Nacional Dos Bancos De Investimento
ANDIMA	Associação Nacional Das Instituições Do Mercado Financeiro
CCB	Cédula De Crédito Bancário
CDB	Certificado De Depósito Bancário
CETIP	Câmara De Custódia E Liquidação
CRI	Certificado De Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão De Valores Mobiliários
DI	Depósito Interbancário
EFPC	Entidade Fechada De Previdência Complementar
EFPP	Entidade Fechada De Previdência Privada
FIDC	Fundo De Investimento Em Direito Creditório
SPC	Secretaria De Previdência Complementar
SND	Sistema Nacional De Debêntures

RESUMO

Este estudo analisa a dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos de investimento. Essa análise tem como objetivo fornecer uma melhor compreensão do processo de mudança de perfil da indústria de fundos de agente financiador da dívida pública para fonte de recursos para o setor privado. O foco deste trabalho são os fundos de investimentos. Entretanto, algumas de suas análises e conclusões também poderiam ser aplicadas à realidade de outros investidores institucionais, como os fundos de pensão, as seguradoras e as companhias de previdência aberta, por exemplo. Os fatores com potencial de influência sobre a dinâmica de crescimento analisados são (i) taxa de juros, (ii) riscos inerentes aos títulos corporativos e (iii) limites legais e auto-regulatórios dos fundos. Percebe-se que os fatores encontram-se em diferentes estágios em relação ao poder de influência sobre a dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos. Alguns se apresentam em estágio adequado para estimular essa dinâmica, como a qualidade de crédito dos títulos corporativos e os limites legais dos fundos; outros ainda carecem de aprimoramentos, como o caso dos derivativos de crédito e do mercado secundário. Por fim, caso se observe esses fatores contribuindo de forma efetiva para a expansão dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos, destacam-se três possíveis catalisadores dessa dinâmica: (i) disseminação da cultura de crédito e da importância do suporte tecnológico; (ii) aprimoramento e implantação de técnicas de gestão de risco de crédito mais modernas e (iii) disseminação da utilização dos ratings de qualidade de gestão.

Palavras-chave: Títulos corporativos, Riscos, Perfil da Indústria de Fundos de Investimentos

ABSTRACT

The theme of this work is the analysis of growth dynamic of corporate bonds in the mutual funds portfolios. The main objective of this analysis is to provide a clear comprehension of the changing process of mutual funds industry profile from mainly lender of government to a great funding source to private sector. The focus of this work is the mutual funds but some of its analysis and conclusions could be used to others institutional investors reality, like pension funds and insurance companies, for example. This work shows the analysis of three factors with potential to influence the growth dynamic: (i) interest rate; (ii) risks involved in holding corporate bonds and (iii) legals and regulatories mutual funds limits. As showed, the factors are in diferent stages to contribute to the growth dynamic. Some of them are ready to estimulate the dynamic, like the credit rating quality of the corporate bonds issued in last years and the legal and regulatories limits. Other factors need some improvements, like the secondary market and credit derivatives. Finally, if the factors analysed in this work contribute effectively to the corporate bonds stake expansion in the mutual funds portfolios, there are three possibles catalists of this dynamic: (i) credit culture and technology suport importance dissemination; (ii) improvement and set of modern credit risk management models and (iii) dissemination of use of quality management ratings.

Key words: Corporate bonds, Risk, Mutual funds industry profile

1. INTRODUÇÃO

O objetivo desta dissertação é analisar a dinâmica de crescimento da parcela dos títulos de dívida privada [designados neste trabalho como títulos corporativos] nas carteiras dos fundos de investimentos, com especial atenção aos fatores com potencial de influência sobre essa dinâmica. Em outras palavras, é analisado o papel desempenhado por esses fatores no processo de mudança de perfil da indústria de fundos de agente financiador da dívida pública para fonte de recursos do setor privado.

O foco deste trabalho são os fundos de investimentos. Entretanto, algumas de suas análises e conclusões também poderiam ser aplicadas à realidade de outros investidores institucionais, como os fundos de pensão, as seguradoras e as companhias de previdência aberta, por exemplo.

Ao longo deste trabalho é conveniente sempre ter presente o papel da indústria de fundos como intermediário financeiro. De acordo com Levine (1997), a importância teórica do desenvolvimento financeiro como fator de estímulo ao crescimento da economia fundamenta-se na capacidade dos intermediários financeiros de (i) oferecer proteção e diversificação dos riscos enfrentados pelos agentes econômicos, (ii) alocar recursos de maneira mais eficiente, (iii) analisar, monitorar e gerenciar o desempenho dos tomadores de recursos implementando medidas mitigadoras de risco de crédito, (iv) mobilizar poupanças, e (v) facilitar a troca de bens e serviços em uma economia de mercado.

Segundo Altman (1998), para a vasta maioria dos administradores profissionais de carteira, diversificação é a palavra chave para administrar risco de crédito. Seguindo os preceitos da moderna teoria de administração de carteira, os administradores tentam estruturar uma carteira diversificada por todos os meios conhecidos – setor,

geografia, *duration* e tipo de instrumento. Ao fazer isso, são cuidadosos em evitar concentração excessiva da carteira. Se um determinado título começa a perder valor, será contrabalançado por muitos outros que o mantiveram.

Entretanto, essa situação não parece ser a realidade do gestor de fundos no Brasil, dada a reduzida participação dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Dessa forma, a idéia central deste estudo é analisar fatores com potencial de exercer influência na expansão dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos de investimentos. Os fatores analisados neste trabalho são (i) taxa de juros, (ii) riscos inerentes aos títulos corporativos e (iii) limites legais e auto-regulatórios dos fundos.

Este trabalho está organizado da seguinte forma: este primeiro capítulo traz uma introdução do estudo abordando seus objetivos e justificativas. O segundo capítulo traz uma breve análise da estrutura da indústria de fundos de investimento no Brasil. O terceiro capítulo dedica-se à análise dos principais títulos corporativos passíveis de comporem as carteiras dos fundos. O quarto capítulo trata a questão central deste estudo, a análise dos principais fatores com potencial de influência sobre a dinâmica dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos. Finalmente, o capítulo cinco fecha este estudo com suas principais conclusões e recomendações.

2. A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

O foco deste trabalho são os fundos de investimentos. Entretanto, algumas de suas análises e conclusões também poderiam ser aplicadas a outros investidores institucionais, como os fundos de pensão, as seguradoras e as companhias de previdência aberta, por exemplo.

A finalidade deste capítulo é uma breve análise do perfil da indústria de fundos de investimento no Brasil.

2.1 Perfil da indústria de fundos de investimentos no Brasil

Ambiente regulamentar e legal

O órgão regulador da atividade de gestão de fundos de investimentos é a CVM [Comissão de Valores Mobiliários]. A CVM tem como finalidade disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tal aquele em que são negociados títulos como ações, debêntures e quotas de fundos de investimento.

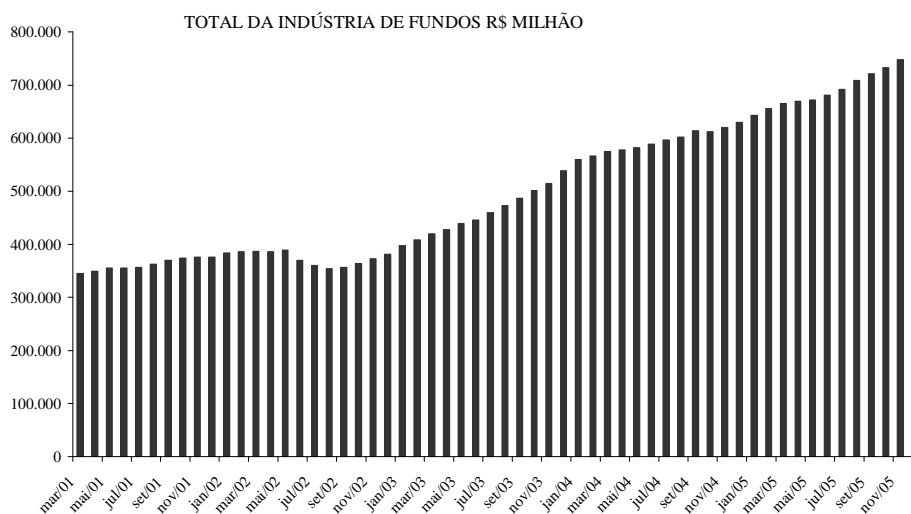
A ANBID [Associação Nacional dos Bancos de Investimento], criada em 1967, é a principal representante das instituições que operam no mercado de capitais brasileiro. Seus associados são bancos de investimento, bancos múltiplos com carteiras de investimento, gestoras de recursos, corretoras e distribuidoras de valores, que atuam na gestão e administração de fundos de investimento, ofertas públicas de valores mobiliários, custódia, entre outros serviços relacionados ao mercado de capitais. A ANBID desenvolve suas atividades pautadas nos seguintes objetivos estratégicos: (i) incentivar a ampliação da base de investidores; (ii) fortalecer o mercado de capitais como instrumento de

financiamento do desenvolvimento; (iii) incentivar a adoção das melhores práticas e o respeito aos direitos dos investidores; (iv) consolidar e ampliar o espaço da auto-regulação e (v) contribuir para a melhoria da capacitação profissional dos executivos do mercado e da educação dos investidores.

Evolução do patrimônio dos fundos

Conforme se observa no Gráfico 1, a indústria de fundos vem apresentando forte crescimento desde o final de 2002. Seu patrimônio evoluiu de R\$ 381 bilhões em dezembro de 2002 para R\$ 759 bilhões em dezembro de 2005, significando um aumento de 99%.

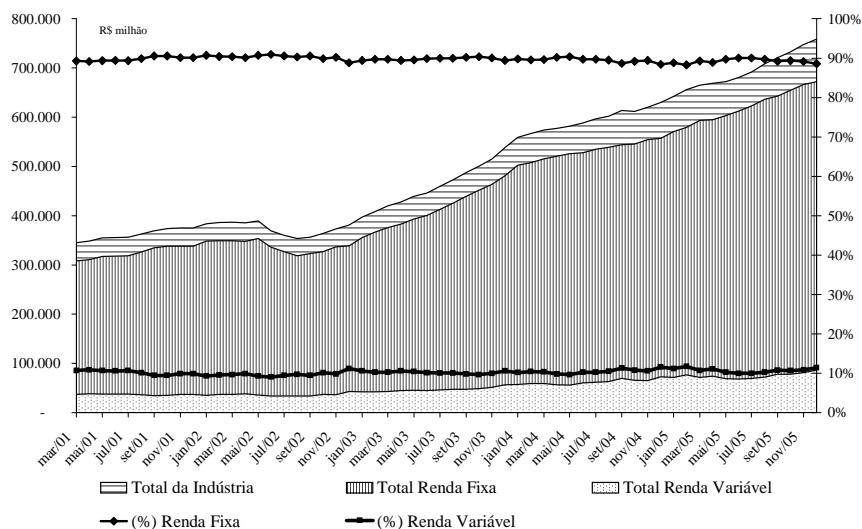
Gráfico 1: Evolução do patrimônio líquido da indústria de fundos



Composição das carteiras

A indústria de fundos no Brasil caracteriza-se pela predominância de ativos de renda fixa em detrimento dos ativos de renda variável. Constatase que de 2001 a 2005 a composição das carteiras de fundos apresenta a relação entre as duas classes de ativos praticamente inalterada, oscilando em torno de 90% alocada na classe de renda fixa e 10% na classe de renda variável.

Gráfico 2: Composição do patrimônio líquido da indústria: renda fixa (RF) versus renda variável(RV)



A evolução do patrimônio da indústria por ativo é apresentada de forma mais detalhada nos próximos capítulos.

Concentração da indústria

Outra característica da indústria de fundos é a elevada concentração por empresas gestoras, em sua maioria, ligadas a grandes conglomerados financeiros.

Figura 1: Concentração da indústria de fundos por empresas gestoras¹

dez/00				dez/01				dez/02			
Administrador	Total			Administrador	Total			Administrador	Total		
1 BRADESCO	51.862	16%		1 BB	60.857	16%		1 BB	66.153	17%	
2 BB	48.051	31%		2 ITAU	51.648	30%		2 ITAU	54.792	32%	
3 ITAU	38.687	43%		3 BRADESCO	49.267	43%		3 BRADESCO	54.259	46%	
4 HSBC	20.791	49%		4 CEF	20.993	49%		4 HSBC	20.229	51%	
5 UNIBANCO	19.351	55%		5 HSBC	19.428	54%		5 CITIBANK	19.631	56%	
6 CEF	18.884	61%		6 CITIBANK	19.043	59%		6 CEF	18.596	61%	
7 CITIBANK	16.374	66%		7 UNIBANCO	17.963	64%		7 UNIBANCO	17.361	66%	
8 ABN AMRO REAL	13.572	70%		8 ABN AMRO REAL	15.765	68%		8 BANKBOSTON	17.299	70%	
9 BANKBOSTON	13.175	74%		9 SANTANDER BRAS	15.482	72%		9 SANTANDER BRA'	15.205	74%	
10 SANTANDER BRAS'	12.282	78%		10 BANKBOSTON	15.275	76%		10 ABN AMRO REAL	12.155	78%	

dez/05				dez/04				dez/03			
Administrador	Total			Administrador	Total			Administrador	Total		
1 BB	153.508	20%		1 BB	124.021	20%		1 BB	102.658	19%	
2 BRADESCO	106.256	34%		2 BRADESCO	92.963	34%		2 BRADESCO	81.526	34%	
3 ITAU	104.172	48%		3 ITAU	86.244	48%		3 ITAU	75.081	48%	
4 CEF	42.257	54%		4 CEF	32.282	53%		4 HSBC	26.761	53%	
5 HSBC	38.613	59%		5 HSBC	32.065	58%		5 CEF	26.411	58%	
6 UNIBANCO	37.706	64%		6 UNIBANCO	30.373	63%		6 ABN AMRO REAL	26.338	63%	
7 SANTANDER BRAS'	34.280	68%		7 CITIBANK	28.957	68%		7 CITIBANK	26.043	68%	
8 ABN AMRO REAL	33.174	72%		8 SANTANDER BRAS	28.530	72%		8 UNIBANCO	24.747	72%	
9 PACTUAL	28.516	76%		9 ABN AMRO REAL	27.361	77%		9 SANTANDER BRA'	23.041	77%	
10 BANKBOSTON	26.406	80%		10 PACTUAL	25.873	81%		10 BANKBOSTON	21.217	81%	

Fonte: ANBID

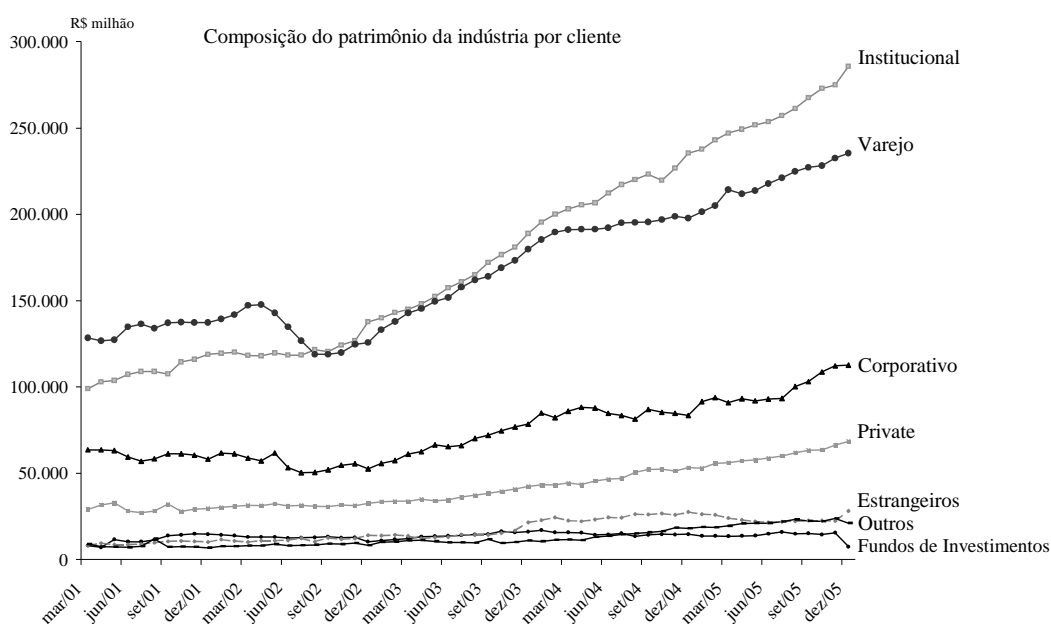
¹ Em cada um dos quadros ilustrativos do ranking dos maiores gestores da indústria de fundos, apresentados na Figura 1, a coluna total representa o total de recursos sob gestão em R\$ milhão e a última coluna representa o percentual acumulado dos respectivos patrimônios líquidos.

A Figura 1 ilustra o elevado grau de concentração da atividade de gestão de recursos. No período de 2000 a 2005, percebemos apenas pequenas modificações no ranking dos dez maiores gestores por patrimônio líquido sob gestão e o percentual de concentração saiu de 78% para 80%. A única alteração de nomes do ranking foi a entrada do Pactual e a saída do Bank Boston.

Principais investidores em fundos

Os principais clientes da indústria são os investidores institucionais e os investidores individuais, classificados pela ANBID como investidores de varejo.

Gráfico 3: Distribuição da indústria de fundos por tipo de investidor



Percebe-se no gráfico anterior que até meados do ano de 2002 o principal cliente da indústria era o investidor Varejo. Com o advento da marcação a mercado, dada sua maior aversão a risco, o investidor Varejo iniciou processo de migração para outros tipos de investimento como a poupança e os certificados de depósito bancário. A partir de então o investidor Institucional [entidades fechadas de previdência complementar,

entidades abertas de previdência complementar, seguradoras e empresas de capitalização] passou a ser o maior investidor em fundos seguido do Varejo, do Corporativo [*corporate e middle market*], Private, Estrangeiros, Outros e Fundos de Investimentos.

2.2 O papel da indústria de fundos como intermediário financeiro

No contexto deste trabalho, que tem como objetivo analisar a dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos, é importante destacar a relevância da indústria de fundos como intermediário financeiro.

De acordo com Levine (1997), a importância teórica do desenvolvimento financeiro como fator de estímulo ao crescimento da economia fundamenta-se na capacidade dos intermediários financeiros de (i) oferecer proteção e diversificação dos riscos enfrentados pelos agentes econômicos, (ii) alocar recursos de maneira mais eficiente, (iii) analisar, monitorar e gerenciar o desempenho dos tomadores de recursos implementando medidas mitigadoras de risco de crédito, (iv) mobilizar poupanças, e (v) facilitar a troca de bens e serviços em uma economia de mercado.

Diamond (1996) e Allen (1990) argumentam que, dadas as imperfeições dos mercados, os intermediários financeiros, ao contrário dos indivíduos, detêm assimetricamente grande quantidade de informações a custos relativamente mais baixos, devido à economia de escala na coleta, processamento e análise, possível com a concentração informacional. Desse modo, esses intermediários financeiros, ao tornar disponíveis as informações demandadas pelos indivíduos para suas transações e ao fazê-lo a custos relativamente menores, compensam os efeitos das imperfeições inerentes ao funcionamento dos mercados, facilitando as transações econômicas. Em face dessa

assimetria de informações, os intermediários financeiros, ao operar com grande número de tomadores e emprestadores, ampliam as possibilidades de diversificação operacional, implicando redução de custos para os agentes, estimulando a atividade econômica.

Considerando os custos de informações e de transações decorrentes de imperfeições de mercado, Levine (1997) constrói modelo teórico, no qual, os agentes de mercado e os intermediários financeiros, ao exercerem suas funções, estimulam a acumulação de capital e inovação tecnológica e, em consequência, o crescimento econômico. Dessa forma, o surgimento e o funcionamento dessas instituições intermediárias, ao possibilitar reduzir os custos de informações e de transações, neutralizariam os efeitos das imperfeições de mercado.

Ainda com relação à importância da intermediação, Levine e Zervos (1998) argumentam que mercados de capitais mais líquidos, em que os custos de negociações são menores, aumentam os incentivos para investimentos em projetos de longo prazo, dado que os investidores podem facilmente vender sua participação, caso necessitem de recursos antes da maturação do projeto. Portanto, o aumento de liquidez facilita o investimento de longo prazo com retornos mais elevados, estimulando o crescimento da produtividade e, em consequência, do produto.

O argumento básico fundamenta-se na premissa de que os intermediários financeiros, no processo de aprendizagem que decorre da prática de fornecer crédito, acumulam informações sobre os tomadores e projetos de investimentos que estes pretendem empreender, requeridas quando os fundos são emprestados. Como essas exigências se repetem, o acervo acumulado de informações permite reduzir as incertezas sobre as perspectivas de projetos de investimentos. Assim, os custos do crédito reduzir-se-iam e mais pessoas passariam a demandar mais recursos, investindo-os nos projetos que desejam. Em consequência, promove-se crescimento real. A ampliação do número de

tomadores de crédito melhora o conhecimento dos intermediários financeiros tanto sobre os projetos como sobre os tomadores. É um processo de “aprender emprestando” que possibilita custos financeiros mais baixos em face da redução das incertezas. Portanto, a acumulação de informações determina o crescimento real e o desenvolvimento financeiro graças a esse processo.

É nesse contexto de importância do papel da indústria de fundos como intermediário financeiro que se insere a proposta deste estudo de analisar a dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

3. TÍTULOS CORPORATIVOS

As discussões neste capítulo estão focadas nos principais títulos corporativos passíveis de integrarem as carteiras dos fundos.

3.1 Classificação do crédito

Este item aborda a classificação dos títulos representativos de dívida em públicos ou privados.

Os créditos públicos têm origem na necessidade de cobertura dos déficits públicos e no financiamento de programas de investimentos por parte do governo. Em geral são créditos obtidos pelo governo por meio de emissões de títulos de dívida com pagamento de juros e principal previamente acertados. São tratados neste estudo como títulos públicos.

Os créditos privados têm origem na necessidade de captação por parte de empresas dos mais variados setores da economia. Seus recursos podem ser aplicados em necessidades de capital de giro, investimentos em tecnologia, expansão da capacidade produtiva e ajuste da estrutura de capital, por exemplo. Os contratos de crédito privado se dão por meio de emissão de títulos representativos de dívida através dos quais o devedor se compromete a pagar o principal mais juros em condições predeterminadas.

Este trabalho se refere aos créditos privados como títulos corporativos.

A título ilustrativo, uma emissão de debêntures de Petrobras é considerada neste estudo como título corporativo e, portanto, segue todo o ritual de gestão de risco de crédito. A diferença para uma debênture da Companhia CVRD [Companhia Vale do Rio Doce], por exemplo, está no grupo controlador. Enquanto a Petrobras é controlada pelo Governo Federal, a mineradora tem seu capital de controle nas mãos de um grupo de

empresas privadas. Entretanto, as duas companhias possuem o objetivo de maximizar o retorno do investimento de seus acionistas, majoritários e minoritários, e para tanto, precisam maximizar os resultados advindos de suas operações [extração de minérios e exploração de petróleo] e os resultados financeiros, buscando, para isso, as melhores estruturas de capital para seus negócios. Dentro desse conceito, ambas as emissões de debêntures são consideradas títulos corporativos neste estudo. Para não restar dúvidas, seguem alguns exemplos de emissores cujos títulos de dívida são considerados como corporativos para fins desta dissertação: Sabesp, Copel, BNDES e Banco do Brasil.

Comparativo da participação dos títulos corporativos com a dos títulos públicos nas carteiras dos fundos.

Embora de março de 2001 a dezembro de 2005 a participação dos títulos públicos nas carteiras dos fundos de investimentos tenha caído 9 pontos percentuais e as parcelas de CDB [certificados de depósito bancário] e de debêntures tenham avançado 7 e 1 pontos percentuais respectivamente, vê-se que a parcela de títulos corporativos na indústria de fundos ainda é reduzida.

Tabela 1: Composição da parcela do patrimônio da Indústria alocada em renda fixa

Ativos de Renda Fixa - Participações Relativas			
	mar/01	dez/05	Varição
Tít. Públ. Federais	86,5%	77,5%	(0,09)
Tít. Públ. Est. e Munic.	0,1%	1,5%	0,01
CDB/RDB	4,6%	12,0%	0,07
Notas Promissórias	2,9%	0,0%	(0,03)
Debêntures	3,3%	4,4%	0,01
Outros	2,5%	4,5%	0,02
Total Renda Fixa	100,0%	100,0%	0,0%

Fonte: ANBID

A título comparativo, a indústria de fundos nos EUA é importante fonte de recursos para empresas e governo. Segundo informações do *ICI [Investment company institute]*, o patrimônio líquido total dos fundos mútuos norte americanos ao final de 2004

era de US\$8 trilhões, dos quais aproximadamente 54% alocados em ações. Importante ressaltar que os fundos mútuos de ações detêm aproximadamente 25% do total das ações negociadas nas bolsas norte americanas. Em dezembro de 2004, 15% do total de ativos da indústria de fundos estava alocado em títulos do governo e 22% em títulos corporativos.

Em comparação aos EUA, a participação relativa dos títulos corporativos nos fundos no Brasil não parece ser pequena. O que se mostra distorcido é o percentual de títulos públicos bastante elevado no Brasil e a dependência do governo em relação aos recursos da indústria de fundos como fonte de financiamento, conforme pode ser verificado no item 4.1.2.

Foi observado na Tabela 1 que os títulos corporativos com maior participação nas carteiras dos fundos são os CDBs seguidos das debêntures.

São examinados nos próximos itens os principais títulos corporativos passíveis de comporem as carteiras dos fundos de investimento.

3.2 Debêntures

As debêntures são títulos representativos de dívida emitidos por sociedades anônimas não financeiras [as sociedades de arrendamento mercantil e as companhias hipotecárias estão autorizadas a emití-las] que conferem aos seus titulares [debenturistas] direito de crédito contra elas, nas condições constantes da escritura de emissão.

A captação de recursos via debêntures apresenta a vantagem para as empresas de ser planejada sob medida para atender a necessidades particulares. A flexibilidade nos prazos, nas garantias e nas condições de pagamento permite adequar os pagamentos de juros e amortizações ao fluxo de caixa da emissora.

Se por um lado essa flexibilidade é favorável ao emissor da debênture, por outro tende a ser um inibidor para o desenvolvimento do mercado secundário já que

dificulta a comparabilidade desejada para transações no secundário. O mercado secundário de debêntures é analisado em detalhe no item 4.2.1.

O título tem sido utilizado por empresas de diferentes setores da economia, seja para financiamento de novos projetos, securitização de ativos, reestruturação de passivos financeiros ou obtenção de capital de giro, entre outros objetivos.

Quanto ao tipo, as debêntures são classificadas em: (i) conversíveis: permitem aos seus detentores, observados os prazos e condições constantes da escritura de emissão, converter seus títulos em ações de emissão da própria empresa e (ii) simples: não dispõem de mecanismo acima descrito.

Quanto à espécie, as debêntures podem ser: (i) com garantia real: são garantidas por bens integrantes do ativo da emissora, ou de terceiros, sob a forma de hipoteca ou penhor. Tais bens ficam indisponíveis para negociação; (ii) com garantia flutuante: asseguram privilégios sobre o ativo da emissora, não impedindo, entretanto, a negociação dos bens que compõem esse ativo; (iii) quirografária/sem garantia: não oferecem nenhum tipo de garantia e nenhum privilégio sobre o ativo da emissora, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores quirografários, em caso de liquidação e (iv) subordinada: asseguram privilégio dos debenturistas somente em relação aos acionistas da emissora no ativo remanescente, em caso de liquidação.

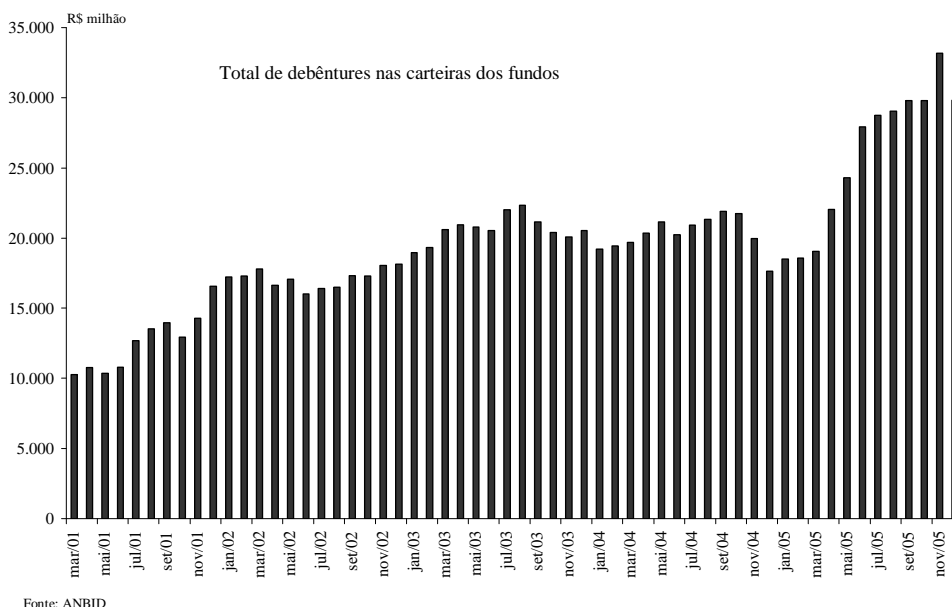
Exceto pelos limites previstos no artigo 60 da Lei nº 6.404/76¹, não existe qualquer limitação quanto ao volume que a empresa deseja captar. Entretanto, quanto maior a emissão, melhor se diluirão os custos operacionais decorrentes da operação.

¹ Excetuados os casos previstos em lei especial, o valor total das emissões de debêntures não poderá ultrapassar o capital social da companhia. Esse limite pode ser excedido até alcançar: a) oitenta por cento do valor dos bens gravados, próprios ou de terceiros, no caso de debêntures com garantia real; b) setenta por cento do valor contábil do ativo da companhia, diminuído do montante das suas dívidas garantidas por direitos reais, no caso de debêntures com garantia flutuante. Os limites previstos neste artigo não se aplicam à emissão de debêntures subordinadas.

Para efetuar uma emissão pública de debêntures, é necessário que a empresa tenha registro de companhia aberta e que a emissão seja registrada na CVM.

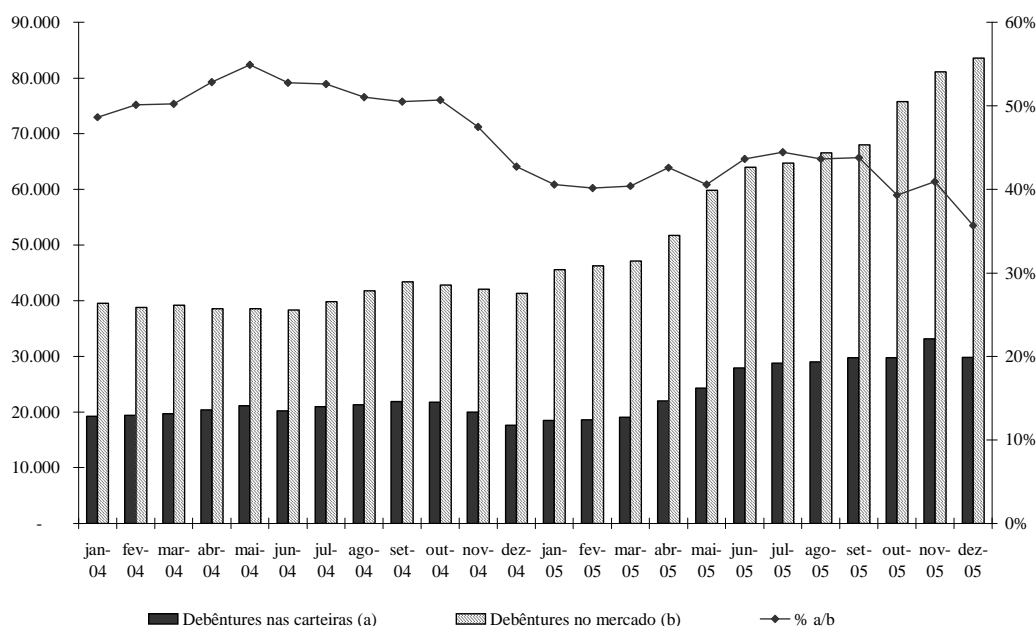
Observa-se a seguir a evolução do volume de debêntures nas carteiras dos fundos de investimentos. Em março de 2001, o patrimônio dos fundos detinha R\$10,2 bilhões em debêntures evoluindo para R\$29,8 bilhões em dezembro de 2005, representando aumento de 192% contra um aumento, no mesmo período, de 120% do patrimônio total da indústria.

Gráfico 4: Evolução das debêntures nas carteiras dos fundos de investimento



Embora se observe forte crescimento das debêntures nos fundos, percebe-se no próximo gráfico que a indústria de fundos vem perdendo sua participação relativa no estoque de debêntures, sinalizando aumento da demanda por debêntures por parte de outros investidores.

Gráfico 5: Participação relativa da indústria de fundos no estoque de debêntures



3.3 Certificado de depósitos bancários - CDB

Os certificados de depósitos bancários são instrumentos de captação de recursos utilizados por bancos comerciais, múltiplos, de investimento e de desenvolvimento, conhecidos oficialmente como depósitos a prazo.

A flexibilidade de prazo dos CDBs permite que os bancos os emitam com taxas pré ou pós fixadas, remunerados pela taxa do DI (depósito interbancário) de qualquer número de dias de acordo com o pactuado entre a instituição financeira e o cliente.

À exceção das sociedades de arrendamento mercantil, instituições financeiras não podem emitir debêntures. Desta forma, os CDBs são os títulos corporativos mais comuns de exposição direta dos fundos de investimento ao risco de crédito do setor bancário.

Verifica-se nos gráficos a seguir como a indústria de fundos vem aumentando participação na composição da captação de recursos dos bancos. Existem dois

fatores que podem explicar essa evolução: (i) os bancos vêm apresentando forte expansão de suas carteiras de crédito, necessitando, dessa forma, aumentar liquidez através da captação via CDBs e (ii) com a evolução recente do patrimônio dos fundos de investimentos e a busca por ativos para atingir os objetivos de rentabilidade, aumenta o interesse dos gestores de fundos por títulos corporativos, inclusive os do setor bancário.

Gráfico 6: Participação dos fundos de investimentos na captação bancária via CDB

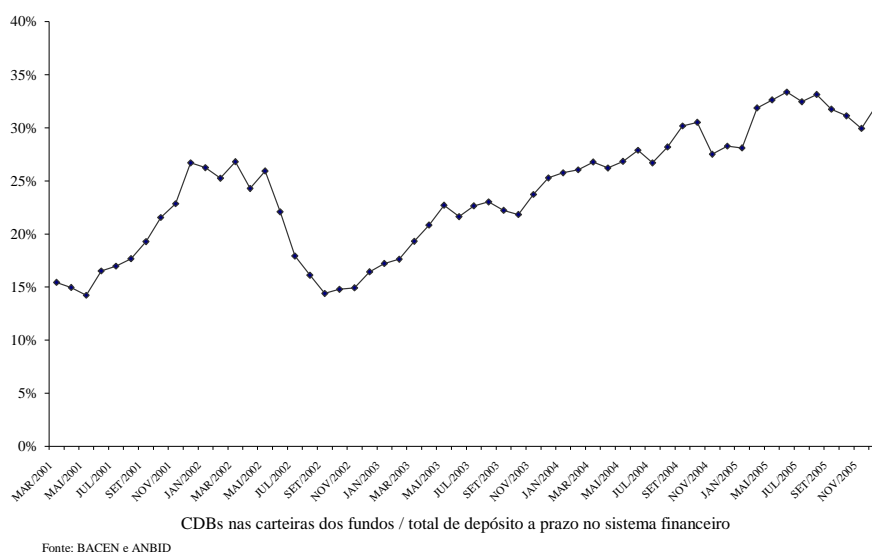
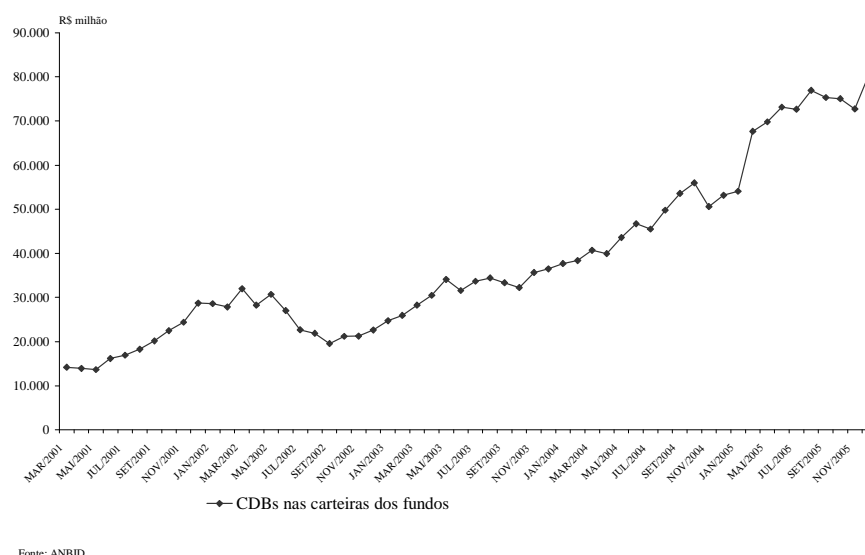


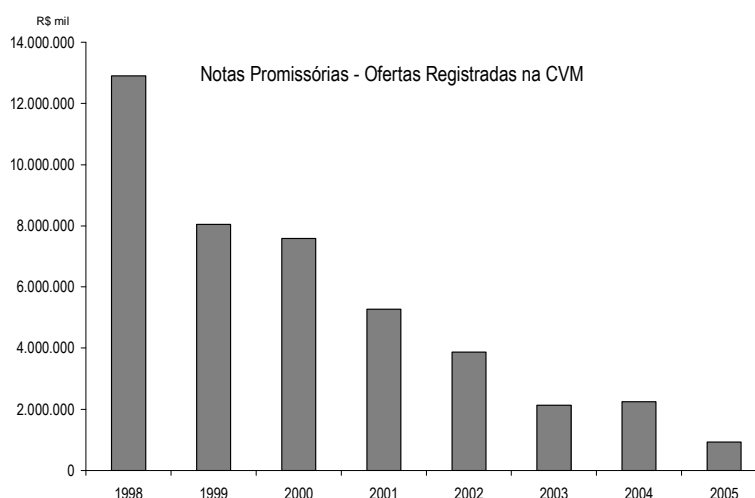
Gráfico 7: Participação dos CDBs nas carteiras dos fundos



3.4 Notas Promissórias

As notas promissórias são títulos corporativos de curto prazo emitidos por instituição não financeira. Como pode ser constatado no gráfico a seguir, o uso das notas promissórias pelas empresas vem decrescendo em ritmo acelerado.

Gráfico 8: Evolução das notas promissórias registradas na CVM



Fonte: CVM

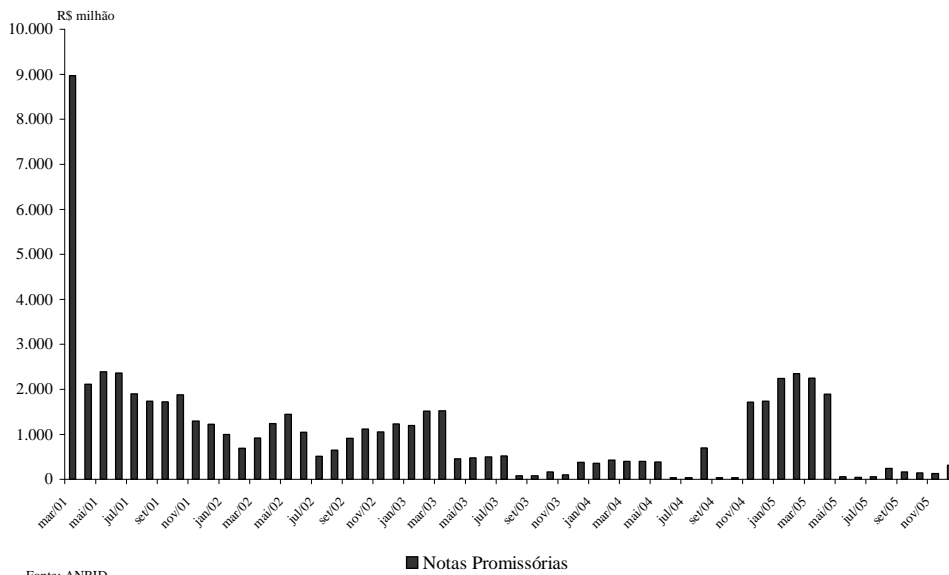
Como consequência, a presença de notas promissórias nas carteiras dos fundos também vem se reduzindo. O aumento pontual observado ao final de 2004 pode ser explicado pelas emissões de volumes expressivos da Embratel Participações e da Telesp Celular, no montante de R\$1 bilhão cada. Provavelmente, boa parte ou a totalidade das duas emissões deve ter sido adquirida para as carteiras de fundos de investimentos.

A emissão da Embratel teve como destino substituição de dívida oriunda do acordo de refinanciamento de março de 2003. A emissão foi utilizada para redução do custo total da dívida e assim obter maior flexibilidade para investir.

Os recursos captados pela Telesp Celular também tiveram como destino a reestruturação de sua dívida.

Atualmente, as notas promissórias nas carteiras dos fundos não ultrapassam o total de R\$ 316 milhões.

Gráfico 9: Participação das notas promissórias nas carteiras dos fundos



3.5 Cédula de crédito bancário - CCB

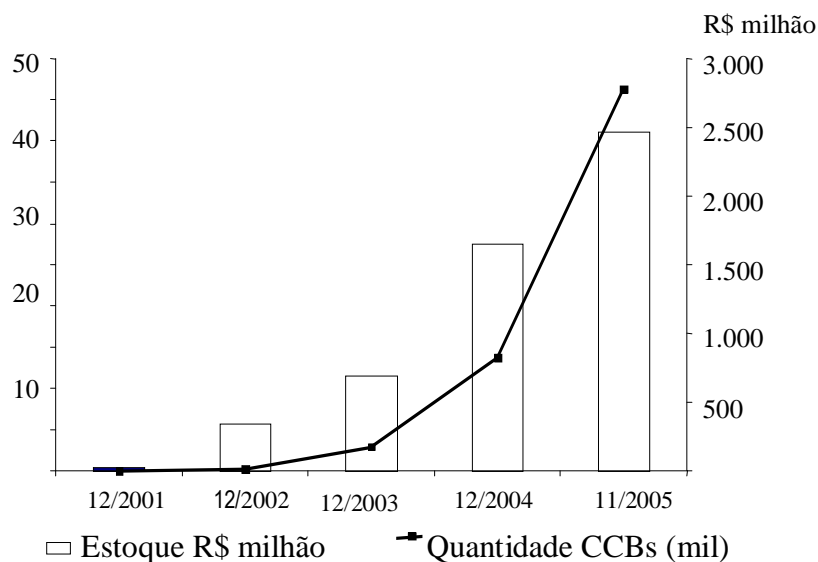
A cédula de crédito bancário é título corporativo executivo extrajudicial emitido por empresas em favor de uma instituição financeira representando promessa de pagamento futuro, decorrente de operação de crédito de qualquer modalidade. A instituição credora deve ser integrante do Sistema Financeiro Nacional.

Na CCB é permitida a negociação de todas as características do título tais como juros, forma e periodicidade de pagamento do principal e garantias e seu embasamento jurídico está na Lei 10.931 de agosto de 2004.

O objetivo da CCB é minimizar os problemas associados à ineficiência e à demora nas execuções de tradicionais empréstimos bancários. As CCBs podem ser negociadas posteriormente permitindo que os bancos credores originais repassem os títulos

a outros investidores. A CCB permite agilizar a transferência do risco, constituindo-se instrumento de securitização ágil e de baixo custo. Dessa forma, as CCBs se tornam uma alternativa de investimento para as carteiras dos fundos de investimentos.

Gráfico 10: Evolução das emissões de CCBs



Fonte: CETIP

O mercado de CCB caracteriza-se por grande diversidade, sendo possível encontrar cédulas de volume expressivo, de volume reduzido, de sociedades anônimas, de empresas limitadas, de grandes corporações, de empresas pequenas, de empresas em início de operação. Enfim, o mercado de CCB, devido à sua flexibilidade, é bastante heterogêneo, diferente do mercado de debêntures, que se caracteriza pela predominância de grandes sociedade anônimas.

3.6 Quotas de fundos de investimento em direitos creditórios

- FIDC

Considera-se neste trabalho o investimento em quotas de FIDC como sendo títulos de renda fixa de emissão privada passíveis de comporem as carteiras dos fundos de investimentos dadas suas características abaixo descritas. O enfoque deste trabalho é no

FIDC como ativo de investimento para os gestores e não como produto oferecido pelas administradoras a seus clientes.

Os FIDCs foram criados com objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. As empresas passam a ter uma opção de financiamento alternativo ao crédito bancário, e os bancos também passam a contar com uma nova fonte de captação, abrindo espaço em sua carteira para novos créditos.

Direitos de crédito são os títulos representativos de recebíveis de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos industrial, comercial, financeiro, de serviços entre outros.

As empresas que cedem os créditos para o FIDC, devem subscrever parte das cotas subordinadas, que servirá de proteção para as cotas seniores, que serão integralizadas pelos investidores propriamente dito. O FIDC deve manter após 90 dias de funcionamento pelo menos 50% de seu patrimônio investido em direitos creditórios.

Ao se investir em um FIDC, a análise a ser feita pelo investidor deverá ter abordagem de crédito. Ao se adquirir cotas de um FIDC, o que se está comprando, em última análise, é uma carteira de crédito com as proteções estruturais inerentes ao produto.

Vale salientar que as quotas de FIDC não são títulos executivos, não existindo a obrigatoriedade do retorno para seu investidor, o que existe é uma promessa de rentabilidade por parte do administrador do fundo.

Em dezembro de 2005, conforme registros da ANBID, o total do patrimônio dos FIDCs somava R\$ 12 bilhões.

Figura 2: Relação de FIDCs em circulação

Patrimônio Líquido de Fundos de Investimento em Direito Creditório					
Fundo	Patrimônio Líquido (R\$)	Nº quotistas Seniores	Fundo	Patrimônio Líquido (R\$)	Nº quotistas Seniores
1 AGORA SENIOR FIDC CRI	2.159.040	2	49 FIDC LOJAS COLOMBO	60.765.498	36
2 AMANCO FIDC	77.607.092	1	50 FIDC MATONE CONSIGNADOS	21.674.486	1
3 ASM FIDC CI	537.654	1	51 FIDC MILLINGMAX	600.915	Zero
4 ASM FIDC FCVS	416.557.094	11	52 FIDC MOTOROLA INDUSTRIAL	569.439.297	45
5 AUTOPAN FIDC CDC VEICULOS	207.983.653	121	53 FIDC OMNI VEICULOS I	97.370.308	33
6 BANCO LUSO FIDC EMPREST. FOLHA	40.614.657	7	54 FIDC OMNI VEICULOS II	173.803.888	5
7 BBM FIDC CONSUMER FINANCE I	10.438.902	43	55 FIDC PENSIONISTAS INSS - BES I	44.852.163	2
8 BMG FIDC CONSIGNADO PRIVADO I	373.811.500	14	56 FIDC SISTEMA CATAGUAZES-LEOPOLDINA	225.737.368	25
9 BMG FIDC INSS CONSIGNADOS IV	168.992.506	12	57 FIDC TAHITI	40.126.716	1
10 BMG FIDC SERVIDORES PUBLICOS II	408.000.432	23	58 FIDC TOP PRINT PLUS	29.198.905	1
11 BMG FIDC SERVIDORES PUBLICOS III	370.866.417	24	59 FIDC ZOOMP	4.453.536	4
12 CATERPILLAR FIDC INDUSTRIAL II	52.601.130	1	60 FIQ CHEMICAL FIDC	11.200.802	1
13 CHEMICAL FIDC	228.036.873	30	61 FIQFIDC PACTUAL RECEBIVEIS	110.717.758	20
14 CHEMICAL II FIDC	444.517.054	49	62 FOR-TE FIDC	81.946.348	1
15 CONCORDIA FIDC	231.196.629	1	63 FURNAS I FIDC	327.377.873	11
16 CONCORDIA POLARIS FIDC	34.720.788	1	64 FURNAS II - FIDC	804.108.921	89
17 CREDIBEL FIDC - VEICULOS E INSS	25.063.936	7	65 GP - FIDC FCVS 2	28.601.029	3
18 EMA FIDC	149.120.222	1	66 GP AETATIS II FIDC IMOBILIARIOS	144.045.703	1
19 F BONSUCESSO IDC EMPREST. FOLHA	135.266.770	30	67 GP FIDC FCVS	50.623.628	2
20 F COPESUL IDC	75.788.712	4	68 GRADIENTE ELETRONICA FIDC	112.263.596	13
21 F FEDERAL I DE IDC INDÚSTRIA	1.070.281	1	69 IBITRUST FIDC FINANCEIROS	102.406.247	32
22 F MATONE IDC - SERVIDORES FEDERAIS	104.554.042	10	70 IDEAL EDUCACAO FIDC	45.694.232	44
23 F PETROFLEX IDC	140.359.620	66	71 IDEAL EDUCACAO II - PUC MG FIDC	8.321.682	15
24 FICAP FIDC	53.587.224	10	72 IDEAL III FIDC	13.926.021	3
25 FIDC - INSS I	208.330.063	5	73 ITAÚ INSTITUCIONAL FICFIDC	13.021.993	4
26 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 120	65.405.539	4	74 LECCA FIDC	19.739.876	1
27 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 180	67.777.841	7	75 LINK FIDC	2.203.797	18
28 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 360	94.881.565	41	76 MASTER PANAMERICANO CDC VEICULOS	409.052.705	142
29 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 60	64.901.221	3	77 MAXCRED FIDC	49.063.860	17
30 FIDC ANHANGUERA	328.845.072	1	78 MELLON FIDC - ROYALTIES DE PETROLEO	2.160.861.355	18
31 FIDC BANCOOP I	38.534.860	10	79 MERCATTO NOTAS PROMISSÓRIAS FIDC	34.306.805	3
32 FIDC BCSUL VERAX CONSIGNADO I	14.428.211	32	80 MODAL RECEBIVEIS FIDC	10.230.296	6
33 FIDC BCSUL VERAX CONSIGNADO II	201.096.423	28	81 MULTI RECEBIVEIS FIDC	43.476.873	104
34 FIDC BGN - LIFE - CONSIGNADO	444.131.355	89	82 OPPORTUNITY FIDC IMOBILIARIOS	43.307.325	2
35 FIDC BGNMAX	61.240.872	1	83 OURINVEST FIDC - VEICULOS	33.866.780	87
36 FIDC BGNPREMIUM I CONSIGNADO	179.365.975	10	84 PANAMERICANO FIDC CDC VEICULOS	47.583.827	6
37 FIDC BMC PREMIUM - VEICULOS	82.350.319	4	85 PAO DE ACUCAR FIDC	924.662.979	2
38 FIDC CATERPILLAR	89.770.809	1	86 PENSION TRUST FIDC	33.477.680	1
39 FIDC CESP	460.747.109	34	87 PERDIGAO FIDC	118.688.299	1
40 FIDC CESP II	689.076.969	1	88 PINE CONSIGNADO I FIDC	115.128.684	16
41 FIDC CPFL PIRATININGA	121.410.740	6	89 RB FIDUCIA HIGH INCOME INSTITUCIONAL	53.638.610	10
42 FIDC CREDIMAX	12.353.378	2	90 RURAL FIDC PREMIUM	52.057.114	5
43 FIDC EMPRESARIAL LP	217.832	Zero	91 SCHAHIN CIFRA SERVIDORES PUBLICOS	101.469.575	36
44 FIDC FGC CRÉDITO CONSIGNADO	130.992.851	1	92 SPINELLI FIDC MULTISSETORIAL	7.715.611	12
45 FIDC FICSA FINANCIAMENTO VEICULOS	47.406.348	1	93 SUPREMO I FICFIDC	61.714.174	3
46 FIDC INDÚSTRIA	250.327.838	4	94 TRIBANCO-MARTINS FIDC	106.286.214	1
47 FIDC INDÚSTRIA EXODUS I	7.149.984	4			
48 FIDC INSS II	106.227.572	1	TOTAL:	15.071.234.323	1643

Fonte: CVM, dados de jan/2006

Percebe-se na Figura 2 que 32% do volume emitido, ou seja, R\$ 4,8 bilhões, são de FIDC cujos recebíveis têm origem em empréstimos bancários. Isso significa que o FIDC parece estar se tornando veículo importante de captação para as instituições financeiras. A proposta da estrutura de um FIDC dessa natureza é mitigar o risco do banco originador dos créditos. Sob a ótica do gestor de recursos, a análise de investimento a ser feita tenderá a estar mais focada na estrutura do FIDC [como a classificação de risco atribuída por agência de *rating* e o nível de subordinação, por exemplo] e na carteira de recebível que lastreia a quota e menos na qualidade de crédito da instituição onde foram originados os recebíveis.

3.7 Certificados de recebíveis imobiliários - CRI

O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras e foi criado com o intuito de permitir a captação de recursos com prazos compatíveis às características do financiamento imobiliário. Segue evolução do mercado desse título:

Tabela 2: Evolução do estoque de CRI

Evolução do estoque de CRI		
Data	Quantidade	Volume (R\$)
13/01/1999	35	10.900.001
31/12/1999	440	166.257.021
29/12/2000	552	195.550.026
31/12/2001	1047	339.088.500
31/12/2002	1581	468.354.186
31/12/2003	1703	552.003.603
31/12/2004	2909	856.761.624
31/10/2005	3893	1.038.665.239
30/12/2005	7362	2.061.906.275
23/01/2006	7408	2.073.407.490

Fonte: CETIP

4. FATORES COM POTENCIAL DE INTERFERÊNCIA NA DINÂMICA DE CRESCIMENTO DOS TÍTULOS CORPORATIVOS

Analisou-se nos capítulos anteriores o perfil da indústria de fundos no Brasil bem como as características e a dinâmica dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos. Neste capítulo são analisados os fatores com potencial de exercer influência sobre essa dinâmica.

Segundo Altman (1998), para a vasta maioria dos administradores profissionais de carteira, diversificação é a palavra chave para gerir risco de crédito. Seguindo os preceitos da moderna teoria de administração de carteira, os administradores tentam estruturar uma carteira diversificada por todos os meios conhecidos – setor, geografia, *duration* e tipo de instrumento. Ao fazer isso, são cuidadosos em evitar concentração excessiva da carteira. Se um determinado título começa a perder valor, será contrabalançado por muitos outros que o mantiveram.

Entretanto, essa situação pode ser a realidade do mercado norte americano, mas não parece ser a do gestor de fundos no Brasil, vista a reduzida participação dos títulos corporativos nas carteiras, conforme verificado no decorrer deste estudo.

Dentre os fatores determinantes da parcela de títulos corporativos na indústria de fundos, destacam-se (i) nível da taxa básica de juros, (ii) riscos inerentes ao carregamento de títulos corporativos e (iii) limites legais dos fundos de investimentos, os quais são analisados nos próximos itens.

4.1 Nível da taxa básica de juros

O primeiro fator a ser analisado é a taxa básica de juros da economia. Este trabalho analisa de que forma os juros influenciam o crédito privado na economia e conseqüentemente a parcela de títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Para melhor entendimento do papel da taxa básica de juros na dinâmica dos títulos corporativos na indústria de fundos, procede-se neste item a uma análise do efeito deslocamento.

Como observam Dornbusch & Fischer (1990, p. 173), *“o efeito deslocamento ocorre quando uma política fiscal expansionista faz com que as taxas de juros aumentem, reduzindo, portanto, os gastos privados, particularmente o investimento”*.

O efeito deslocamento descreve o impacto que o déficit público exerce sobre a taxa de juros e sobre os investimentos das empresas. O deslocamento do crédito privado por parte do setor público ocorre quando o gasto público financiado parcialmente por meio de endividamento [a outra parte é financiada por arrecadação de impostos] compete com o setor privado por recursos escassos, deslocando o gasto privado, sobretudo os investimentos, mediante elevadas taxas reais de juro domésticas. Como o governo pode fazer frente a praticamente qualquer nível de taxa de juros, o que não ocorre com as empresas, estas ficam afastadas dos mercados de crédito em virtude dos altos juros.

4.1.1 Evidências de efeito deslocamento no Brasil

Embora os estudos citados como referência neste item sejam focados no efeito deslocamento no sistema bancário, as análises e conclusões podem ser extrapoladas para a indústria de fundos.

Em Contador e Mello (2003), o deslocamento do setor privado por parte do setor público é destacado como um dos fatores que explicam os baixos níveis de crédito bancário ao setor privado em muitos países da América Latina. O efeito deslocamento foi agravado pelas regulações existentes na região. Quase todos os países da América Latina seguem as recomendações da Basileia com respeito às exigências de capital bancário. Quando se aplicam essas recomendações nos países latino-americanos, a regulação, na maioria deles, estipula que os títulos emitidos por seus próprios governos devem ter ponderação de risco zero. Ou seja, os bancos na América Latina tratam os passivos emitidos por seus governos como “ativos sem riscos”, um critério que não é válido em todos os países, principalmente considerando o grande número de episódios de crises de dívida pública, inclusive os casos de Equador e Argentina. O problema com essa prática regulatória é que, para evitar maiores exigências de capital, os bancos têm grandes incentivos para concentrar uma parte importante de seus ativos em títulos governamentais.

Conforme Contador e Mello (2003), em relação ao efeito deslocamento, o Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros sugere reconhecer que os títulos de dívida pública são ativos com risco de mercado e que devem ser ponderados para o cálculo das exigências de capital dos bancos e que a disciplina fiscal continue sendo uma das pré-condições importantes para o crescimento sustentado dos saldos de crédito bancário. A disciplina fiscal é especialmente relevante, não só porque reduz o fenômeno de deslocamento, mas também por seu impacto positivo nas expectativas inflacionárias e nas

taxas de juro, uma vez que os títulos públicos são os ativos nos quais os bancos tendem a concentrar seus recursos líquidos.

Em outro trabalho que estuda o efeito deslocamento, Hanson (2003) apresenta a análise da dinâmica dos depósitos e das aplicações do sistema bancário de 25 países em desenvolvimento entre 1990 e 2000¹.

Segundo Hanson (2003), fica evidente que o perfil dos bancos mudou de pequenos tomadores líquidos de recursos de seus governos em 1990 para grandes doadores líquidos de recursos em 2000. O estudo chama a atenção que essa alteração ocorreu quando os bancos centrais adotaram regimes de meta de inflação e se tornaram mais independentes. Alguns bancos centrais iniciaram emissão de dívida própria como instrumento de política monetária. A dívida do banco central encontrou um mercado pronto já que não estava sujeita ao requerimento de capital por parte dos bancos doadores.

De acordo com Hanson (2003), o crédito bancário para o governo cresceu de 3.6% do PIB em 1990 para 8.4% em 2000. Em relação ao total de depósitos, o total líquido de crédito ao governo cresceu de 12.9% em 1990 para 21.4% em 2000.

Hanson (2003) destaca que esse crescimento, em grande parte, reflete a grande injeção de títulos de dívida do governo como parte da reestruturação dos bancos. Após os processos de reestruturação, os governos não melhoraram seus superávits fiscais primários suficientemente para neutralizar o crescimento associado do custo da dívida. Então, ocorreu um segundo movimento de crescimento da dívida do governo em relação ao PIB, pois os títulos usados na reestruturação aumentaram os déficits do governo.

¹ Os países são: Algeria (Middle East and North Africa-MENA), Argentina(Latin America-LA), Bangladesh (South Asia-SA), Brazil (LA), Chile LA),China, Colombia (LA), Czech Republic (1993-2000, Transition-TR), Egypt (MENA), Hungary (TR),India (SA), Indonesia (E. Asia-EA), Korea (EA), Malaysia (EA), Mexico (LA), Morocco (MENA),Pakistan (SA), Peru (LA), Philippines (EA), Poland (TR), Russia (1993-2000, R), South Africa(1990, 1992-2000), Thailand (EA), Turkey, and Venezuela (LA). O sistema bancário desses países representava 84% dos depósitos nos países em desenvolvimento em 2000

A dívida pública se tornou atrativa porque possui risco zero para requerimento de capital e a crescente liquidez do mercado de títulos de dívida pública.

Dessa forma, os governos tendem a achar mais fácil financiar seus déficits domesticamente, por causa do desenvolvido mercado de títulos públicos e dos incentivos aos bancos em possuir esses títulos e, conseqüentemente, pode-se observar o efeito deslocamento do crédito privado.

O crédito ao setor privado tem sido reconhecido como elemento chave em movimentos de desenvolvimento. Segundo Hanson, de 1993 a 2000, o crédito bancário ao setor privado nos países emergentes analisados cresceu de 32.5% do PIB para apenas 35.1% mesmo os depósitos tendo crescido conforme visto. Excluindo os três países que passaram por crises [Brasil, México e Indonésia], a evolução do crédito ao setor privado apresentou resultados bem melhores, crescendo de 28% do PIB em 1993 para 37% em 2000.

Assim, fica evidenciado um maior efeito deslocamento nesses países, incluído o Brasil.

Hanson (2003), com relação ao efeito deslocamento, registra algumas considerações:

- O crédito bancário ao governo deve crescer em ritmo menor para dar espaço ao crédito bancário doméstico ao setor privado.
- As carteiras dos bancos têm-se tornado de maneira crescente dependentes da solvência de seus governos. O caso da Argentina é um exemplo extremo do que pode ocorrer da piora da qualidade de crédito soberano. As carteiras dos bancos não só possuíam mais dívida pública em 2000, mas também menos crédito privado de boa qualidade.
- Pequenos e médios tomadores de recursos, crescentemente, precisam competir com a dívida pública. A atratividade de se emprestar para pequenas e médias empresas

precisa ser aumentada melhorando os sistemas de informação de crédito e legal relacionados à execução de colateral. Em particular, a melhora do sistema de informação de pequenos e médios devedores não apenas aumentará a alocação do crédito bancário, como também aumentará os incentivos a esses devedores de honrar seus compromissos, com objetivo de desenvolver o ativo intangível de uma boa classificação de crédito.

4.1.2 O efeito deslocamento na indústria de fundos

Conforme apresentado no item anterior, fica evidenciada a existência do efeito deslocamento do crédito privado no Brasil. Ficou clara a existência de um ambiente favorável para que os bancos sejam grandes financiadores da dívida pública.

É abordado neste item o efeito deslocamento na indústria de fundos e são ilustrados os incentivos e motivadores para que a indústria de fundos se caracterize também como grande financiador do Governo.

O governo, para colocar sua dívida no mercado, é obrigado a elevar os juros e os gestores passam a preferir esses ativos em detrimento dos títulos corporativos. A dívida pública concorre com o mercado de títulos corporativos, ocupando seu espaço. A falta de estímulo às emissões de títulos corporativos fica mais óbvia quanto maiores são os juros básicos.

Dessa forma fica caracterizado um duplo efeito: (i) os gestores passam a ter maior incentivo para investir em títulos públicos e (ii) falta de oferta de títulos corporativos, já que não existe ambiente favorável para que as empresas emitam novas dívidas.

Taxa de juros elevada é fator inibidor para novos investimentos privados. Em cenário de juros elevados, o destino dos recursos das emissões privadas tende a ser reestruturação de dívida e rolagens. Tendem a ser emissões de riscos de crédito mais elevados. Vide os anos 2002 e 2003 com maior concentração das emissões de debêntures no setor de energia elétrica, conforme analisado com mais detalhes no item 4.2.2.

Dessa forma, ficam reduzidos os incentivos para gestores de fundos adquirirem títulos corporativos.

Analisando a composição por ativos das carteiras dos fundos de investimentos, verifica-se recentemente um discreto movimento de arrefecimento do efeito deslocamento. O total de títulos representativos de dívida do governo saiu de 79% em relação ao patrimônio total da indústria em junho de 2001 para 70% em dezembro de 2005. Dessa forma, os títulos corporativos [debêntures, cdb's e notas promissórias] avançaram de 9% em junho de 2001 para 15% em dezembro de 2005 em relação ao patrimônio total. Entretanto, a parcela de títulos públicos ainda permanece elevada [70%].

Tabela 3: Composição do patrimônio líquido da indústria de fundos por ativo

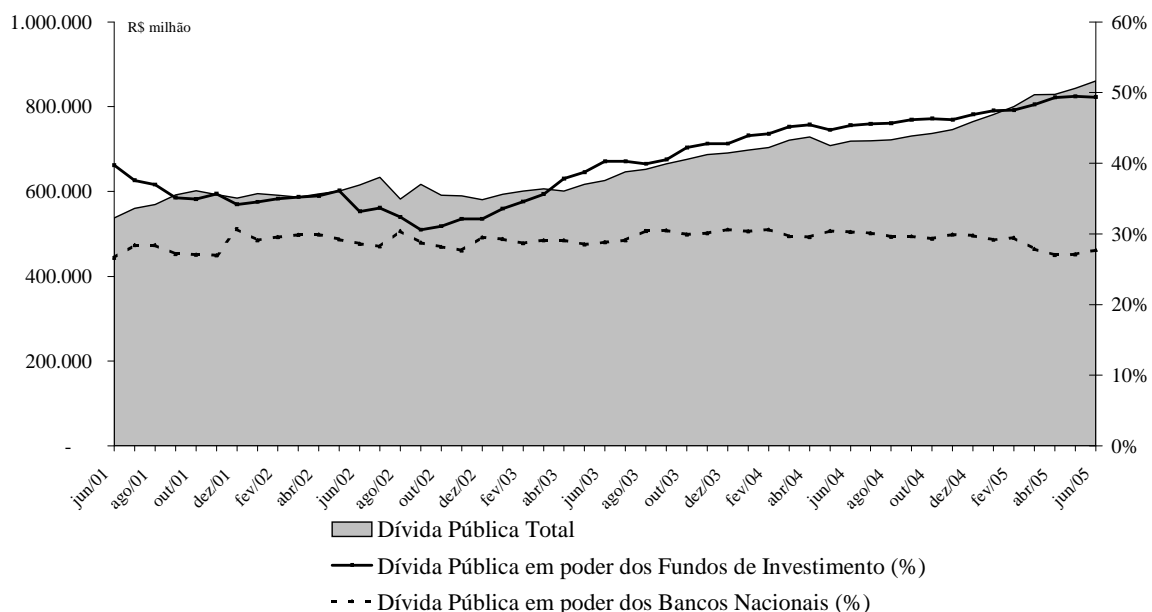
	Títulos públicos	CDB	Notas promissórias	Debêntures	Outros renda fixa	Renda variável	Total
jun/01	79%	5%	1%	3%	2%	11%	100%
dez/01	75%	8%	0%	4%	3%	10%	100%
jun/02	77%	7%	0%	4%	2%	9%	100%
dez/02	73%	6%	0%	5%	4%	11%	100%
jun/03	77%	7%	0%	5%	1%	10%	100%
dez/03	76%	7%	0%	4%	3%	11%	100%
jun/04	75%	8%	0%	3%	4%	10%	100%
dez/04	72%	8%	0%	3%	5%	12%	100%
jun/05	71%	11%	0%	4%	4%	10%	100%
dez/05	70%	11%	0%	4%	4%	11%	100%

Fonte: ANBID

Sob a ótica do Governo, pode existir um conflito no curto prazo em incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais. O mercado de capitais desenvolvido

pode significar uma redução do mercado cativo atualmente existente para o financiamento da dívida pública, conforme observamos a seguir.

Gráfico 11: Principais financiadores da dívida pública



Fonte: ANBID E TESOURO NACIONAL

Verifica-se no gráfico anterior que os fundos de investimentos são responsáveis por 50% do financiamento da dívida pública mobiliária federal interna, seguidos pelos bancos nacionais com 28%.

Dessa forma, ficam claras as evidências para afirmar que o efeito deslocamento também está presente de forma acentuada na indústria de fundos.

Conforme analisado neste item, a influência que a taxa de juros exerce sobre a parcela de títulos corporativos nas carteiras dos fundos se manifesta através do efeito deslocamento. Caso sejam implementadas políticas monetária e fiscal adequadas que permitam uma redução consistente da taxa básica de juros da economia e conseqüentemente um crescimento sustentável, provavelmente se experimentará um

aumento do crédito privado na economia e conseqüentemente o incremento da parcela de títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

A tendência é que, na medida em que os juros comecem a cair de forma consistente e sustentável, o segmento corporativo procure opções de financiamento via mercado de capitais.

Com a queda dos juros, aumenta o espaço para que outros títulos sejam oferecidos. Os títulos públicos, que oferecem menor risco, renderão menos, o oposto dos títulos corporativos. As diferenças de relação risco e retorno deverão passar a ser atraentes.

A indústria tende, então, a ficar mais competitiva. O gestor que quiser maior rentabilidade terá que buscar outros ativos. Os clientes tenderão a selecionar de forma ainda mais criteriosa as administradoras que realmente estejam agregando valor na gestão de seus recursos.

Entretanto, vale o registro para o risco de não materialização do cenário vislumbrado pela grande maioria dos agentes – continuidade da condução da política econômica atualmente em curso com uma consistente queda de juros e crescimento sustentado da economia. Neste caso, poderia se experimentar resultados negativos para o crédito privado na economia com o efeito deslocamento se agravando e conseqüentemente a parcela de títulos públicos voltar a tomar espaço dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

4.2. Riscos inerentes aos títulos corporativos

Este capítulo aborda os riscos inerentes à atividade de gestão de fundos de investimentos, em especial aqueles com potencial de influência sobre a dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Segundo Duarte (2005), três conceitos fundamentais devem ser considerados no processo de gestão de recursos: retorno, incerteza e risco. O retorno pode ser definido como a apreciação de capital ao final do horizonte de investimento. Em relação a esse retorno, existem incertezas associadas à apreciação que efetivamente será obtida ao final do período de investimento. Qualquer medida numérica desta incerteza pode ser chamada de risco.

Em se tratando de gestão de fundos de investimentos, podem ser definidas quatro dimensões de riscos envolvidos na atividade do gestor: risco de mercado, risco de crédito, risco legal e risco operacional. Os quatro tipos de risco são abordados a seguir de forma sucinta. Aqueles com potencial de influência na dinâmica da parcela de títulos corporativos nas carteiras dos fundos são estudados em maiores detalhes nos próximos itens.

Risco de Mercado

“O risco de mercado pode ser definido como uma medida da incerteza relacionada aos retornos esperados de um investimento em decorrência de variações em fatores de mercado como taxa de juros, taxa de câmbio, preços de commodities e ações.” (Duarte, 2003, p.4.).

Dessa forma, o risco de mercado se divide em subgrupos, quais sejam: risco de taxa de juros, risco de taxa de câmbio, risco de ações, *commodities*, derivativos, liquidez, entre outros.

Dadas as evidências da baixa liquidez do mercado secundário de títulos corporativos e considerando as características específicas da atividade de gestão de fundos, em especial a liquidez diária dos fundos, o item 4.2.1 deste trabalho foca a análise do subgrupo risco de liquidez.

Risco de Crédito

Segundo Altman (1998), o risco de crédito é a mais antiga manifestação de risco nos mercados financeiros. Se definirmos crédito como a expectativa de recebimento de uma quantia em dinheiro dentro de um intervalo de tempo limitado, então o risco de crédito é a chance de que esta expectativa não se cumpra.

O risco de crédito figura como o mais intrínseco ao processo de investimento em títulos corporativos e é analisado no item 4.2.2.

Risco legal

O risco legal está vinculado ao processo de inadimplência dos títulos corporativos. Conforme veremos no item 4.2.3, pode figurar como inibidor da aquisição de títulos corporativos por parte dos gestores de fundos.

Risco Operacional

Segundo Duarte, risco operacional é “uma medida numérica da incerteza dos retornos de uma instituição, caso seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir a falhas humanas, danos à infra-estrutura de suporte, utilização indevida de modelos matemáticos ou produtos, alterações no ambiente dos negócios ou situações adversas de mercado” apud Carvalho (2003).

Como o risco operacional está presente na atividade de diversas organizações financeiras e não financeiras e não configura risco específico do processo de investimento em títulos corporativos, não é analisado isoladamente neste trabalho.

Os riscos inerentes à gestão de recursos devem ser tratados de forma integrada já que exercem influência entre si. Desta maneira, os riscos com potencial de

influência na dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos e escolhidos para uma análise detalhada neste trabalho – risco de crédito, de liquidez e legal – devem ser considerados conjuntamente.

4.2.1. Risco de Liquidez

Será abordado neste item um subgrupo de risco de mercado: o risco de liquidez.

Altman (1998) cita o comentário de um diretor de uma administradora de recursos sediada em Boston: *“Temos o benefício de ter liquidez e mercabilidade do nosso lado. Podemos cometer erros, porque podemos sair deles rapidamente – antes que o mercado perceba que é um erro. Em uma situação de empréstimo, um banco nem sempre tem essa opção”*. Entretanto, essa não parece ser a realidade dos gestores de recursos no Brasil, que enfrentam a baixa liquidez no mercado secundário de títulos corporativos, conforme veremos no decorrer deste capítulo.

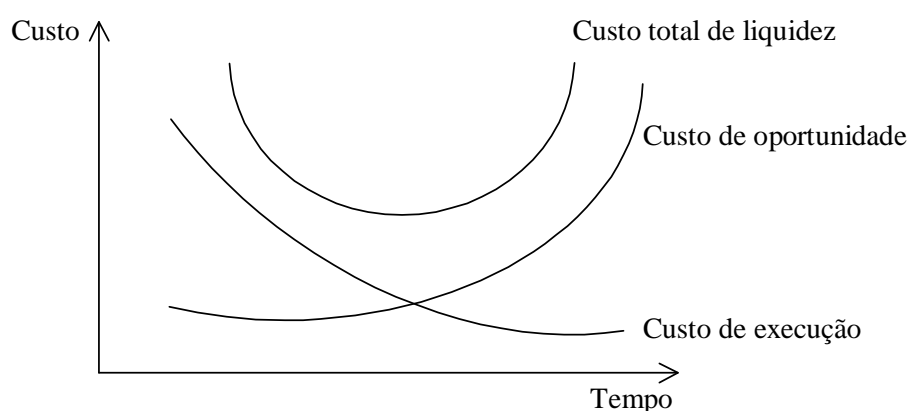
É analisado neste item o papel do risco de liquidez na dinâmica de alteração do perfil da indústria de fundos.

4.2.1.1 Considerações sobre risco de liquidez

Este item aborda algumas considerações específicas sobre risco de liquidez, importantes de se ter em mente ao longo deste estudo.

Muranaga e Ohsawa (1997) definem risco de liquidez como o risco de impossibilidade de liquidação imediata de uma posição a um preço razoável. Esta definição leva em conta a questão temporal e divide o risco de liquidez em dois componentes, sendo o primeiro relacionado à variabilidade do custo de execução [custo do imediatismo] e o segundo ao custo de oportunidade [custo de espera].

Figura 3: Decomposição do risco de liquidez



Conforme observado na decomposição do risco de liquidez da figura anterior proposta por Muranaga e Ohsawa (1997), o custo de execução [imediatismo] tende a ser decrescente no tempo necessário para execução completa da transação. Em contraste, o custo de oportunidade tende a ser crescente no tempo de execução. Essa tendência crescente explicita o custo de se postergar involuntariamente a execução de alguma operação. O esquema ilustra que o somatório dos dois custos dá a dimensão do risco total de liquidez. Dessa forma, sob essa ótica, a gestão de risco de liquidez deve buscar o equilíbrio entre os dois componentes com o objetivo de minimizar o risco de liquidez.

A busca do imediatismo na venda de um determinado ativo tende a embutir um prêmio no preço de venda. Se por um lado, a flexibilização do imediatismo pode

minimizar esse prêmio, por outro, poderá implicar aumento do custo de oportunidade de carregamento do ativo em carteira.

Com base nos conceitos de custo de execução e de oportunidade, pode-se dizer que mercados líquidos são aqueles que, tudo demais constante, apresentam um custo de transação relativamente inelástico com relação ao tamanho da posição a ser liquidada. Assim, nesses mercados, o ganho esperado associado à fragmentação e ao adiamento da atividade de negociação é marginal. Nos mercados ilíquidos, caso do mercado secundário de títulos corporativos brasileiro, ocorre justamente o contrário, ou seja, nesses mercados o ganho esperado associado à fragmentação ou ao adiamento da atividade de negociação é relevante.

Sob o enfoque de origem, Vicente (2003) decompõe o risco total de liquidez em risco de origem endógena e risco de origem exógena. O risco de liquidez de origem exógena está presente em todas as transações independente das posições detidas em cada ativo por cada agente. O risco de origem exógena não é influenciável por um único agente isoladamente. O risco de origem endógena, por sua vez, é determinado em grande parte pelas características da posição detida pelo agente e pela estratégia de liquidação (fragmentação ou adiamento) adotada. De forma geral, o risco de liquidez exógeno é mais importante nos mercados mais líquidos, uma vez que, nesses mercados, por definição, o impacto causado pela negociação de um único participante é mínimo. No caso do risco endógeno, ele possui maior relevância nos mercados tidos como ilíquidos em que a negociação de um único participante pode causar impactos tanto transientes quanto definitivos nos *spreads* de compra e venda e na trajetória do preço médio do ativo negociado.

Considerando as evidências de falta de liquidez do mercado secundário de títulos corporativos no Brasil analisadas no próximo item, o risco mais relevante para o gestor de fundos, portanto, é o risco de origem endógena.

4.2.1.2 A liquidez no mercado secundário de títulos corporativos

Todo detentor de ativo financeiro ou de uma carteira de ativos está exposto ao risco de liquidez. De acordo com Chacko (2005), liquidez é simplesmente a diferença entre o valor justo de um ativo, com base em seus fundamentos, e o preço no qual o ativo é efetivamente transacionado; quanto maior a liquidez desse ativo, menor será essa diferença e vice versa.

Existem basicamente dois fatores que explicam essa diferença. O primeiro se refere ao simples fato de que, para uma transação ocorrer, os preços do vendedor e do comprador devem convergir para o preço de fechamento do negócio. O segundo fator é a assimetria de informação. Uma contraparte da transação pode nunca saber o nível de informação da outra contraparte.

Diferentemente do mercado de ações, os títulos de dívida corporativa são negociados essencialmente através de *dealers*, ou seja, em mercado *over-the-counter*, o que torna difícil a tarefa de obtenção de base de dados. Por conta dessa dificuldade, Chacko (2005) propôs uma nova medida de liquidez para o mercado norte americano que tem por base a acessibilidade de um título ao invés de volume de negócios.

Dado que os títulos corporativos são negociados em uma rede de *dealers*, os *dealers* trabalham para acessar as carteiras de seus clientes tanto para vender quanto para comprar títulos.

Especificamente, se uma emissão é detida primariamente por um grupo de investidores com alto giro em suas carteiras [*hedge funds*, por exemplo], o título tende ser de maior acessibilidade, é mais fácil para o *dealer* trabalhar uma ordem de compra de algum cliente, por exemplo, identificando uma contraparte vendedora e vice-versa. Por outro lado, se um título corporativo é detido primariamente por investidores com baixo giro em suas carteiras [investidores de longo prazo, compram e mantêm a posição, como empresas de seguro, por exemplo] é mais difícil de convencer um investidor dessa natureza a se desfazer de seu ativo e concluir alguma transação.

Assim, a acessibilidade de um título corporativo pode ser pensada como o grau em que um título é detido por investidores que giram mais a carteira em relação àqueles que giram menos ou compram e carregam a posição até o vencimento.

Considerando (i) que o principal exemplo de investidores que giram a carteira identificados no modelo de Chacko (2005) foram os *hedge funds*, que no Brasil se assemelham aos fundos multimercados em versão mais conservadora e respondiam por 17% do patrimônio líquido da indústria em novembro de 2005 e (ii) as características do mercado brasileiro de títulos corporativos, onde o perfil dominante do investidor é o de longo prazo, ou seja, aqueles que tendem a comprar e carregar até o vencimento [vale destacar que o principal cliente da indústria de fundos são os investidores institucionais que respondiam por 38% de seu patrimônio em dezembro de 2005], caso se aplicasse a medida de liquidez proposta por Chacko (2005), provavelmente se encontrariam fortes sinais de falta de liquidez em nosso mercado.

4.2.1.2.1 Perfil do mercado secundário de debêntures

Com base em série histórica de todas as negociações ocorridas no mercado secundário de debêntures de janeiro de 2003 a outubro de 2005, disponibilizada pela CETIP, foi elaborada análise do perfil do mercado secundário brasileiro de debêntures.

A base de dados apresenta as seguintes características básicas: (i) 255 debêntures negociadas; (ii) 21.934 negócios; (iii) 128.209.106 títulos negociados e (iv) um total de R\$ 54 bilhões negociados.

Quanto ao indexador das debêntures negociadas, observou-se concentração naquelas indexadas ao CDI [certificado de depósito interfinanceiro], em grande parte explicada pela predominância de emissões indexadas a esse índice no estoque em mercado.

Tabela 4: Concentração do mercado secundário de debêntures por indexador

Indexador	Volume Negociado (R\$)	
CDI	41.979.761.160	77,5%
IGP-M	9.106.002.671	16,8%
OUTROS	3.075.366.630	5,7%
TOTAL		100,0%

Fonte: CETIP

Em relação ao prazo para maturação do título, perceberam-se poucos negócios com as debêntures mais próximas de seus vencimentos [8%] e concentração naquelas com vencimento entre um e cinco anos [69%].

Tabela 5: Concentração do secundário de debêntures por prazo de vencimento

Prazo de Maturação ¹	Volume negociado (R\$)	
até 1 ano	4,402,395,867.16	8%
1 a 3 anos	14,515,163,473.16	27%
3 a 5 anos	22,794,481,962.96	42%
5 a 7 anos	5,568,938,373.72	10%
acima de 7	6,796,714,365.45	13%
		100%

¹ tempo restante para o vencimento do título contado do dia em que foi negociado.

Fonte: CETIP

Quanto ao percentual do estoque médio de debêntures em circulação negociado no secundário [giro], verifica-se relativa estabilidade no decorrer dos anos, oscilando na casa dos 35%.

Tabela 6: Percentual de giro do estoque de debêntures

	volume negociado R\$ (a)	Estoque Médio (b)	a/b
2,003	15,033,375,303	39,097,413,080	38%
2,004	14,029,540,858	39,834,085,710	35%
2,005	20,397,857,160	58,520,115,155	35%

Fonte: CETIP

Na tabela anterior, para efeito de simulação, no ano de 2003 foram desconsiderados os negócios com as debêntures da Bradesplan que totalizaram R\$ 8,1 bilhões. A Bradesplan é integralmente controlada pela Bradespar [empresa de participação do conglomerado Bradesco] e é veículo de participação dos investimentos de sua controladora. As emissões das debêntures coincidem com movimentos societários ocorridos desde a criação da empresa e observou-se grande movimentação envolvendo a

tesouraria da empresa em 2003. Essa situação indica que possivelmente os negócios com essas debêntures tenham ocorrido intra-grupo, não espelhando necessariamente condições de mercado.

Ainda em relação à tabela anterior, o total negociado no ano de 2005 [R\$20,4 milhões] foi estimado com base em projeção linear do volume apresentado até outubro desse ano.

Embora tenhamos observado razoável percentual de giro do estoque das debêntures, percebe-se elevado nível de concentração, que configura barreira ao desenvolvimento do secundário. Seguem as considerações que corroboram esta percepção:

- Observou-se que 51% do volume financeiro negociado no secundário no período analisado ficou concentrado em 17 debêntures - 7% do total das 255 debêntures da base de dados.
- Considerando os emissores agrupados por grupo econômico, as negociações estão concentradas em 10 grupos econômicos. Juntos, o conglomerado Bradesco [Bradesco Leasing e Bradesplan] e a Petrobras [Petrobras, Marlim e Nova Marlim] responderam por 28% dos negócios.
- Observa-se também razoável concentração [12%] do volume negociado em debêntures emitidas por conglomerados financeiros [Bradesco Leasing, Itaú Leasing, Votorantin Finanças e Hsbc Leasing].
- As 17 debêntures mais negociadas foram emitidas por empresas com tradição no mercado de capitais, direta ou indiretamente, o que provavelmente seja um sinal de beneficiamento de liquidez.

Tabela 7: Grau de concentração do mercado secundário

Debênture	Emissor	% volume negociado	% acumulado
BDPL11	BRADESPLAN	9%	9%
BDPL12	BRADESPLAN	6%	15%
BRAM12	BRADESCO LEASING S/A AM	3%	18%
PETR12	PETROBRAS	3%	20%
PETR13	PETROBRAS	2%	23%
MRLM11	MARLIM	3%	25%
NVML12	NOVAMARLIM	2%	28%
ILAM10	ITAULEASING	3%	31%
ILAM16	ITAULEASING	2%	33%
VTRF13	VOTORANTIM FINANCAS	2%	35%
DRFT12	CPFL	2%	39%
PALF11	CPFL	2%	41%
TNLP11	TELEMAR	4%	45%
CSP 10	CESP	2%	47%
BRKM11	BRASKEM	2%	51%

Fonte: CETIP

Chacko (2005), comparando o mercado de títulos corporativos com o mercado acionário norte americano, conclui que o primeiro é extremamente ilíquido. Enquanto na média uma ação é negociada em intervalos de minutos, os títulos corporativos são negociados aproximadamente a cada dois meses.

Ao fazermos essa mesma comparação no mercado brasileiro, encontramos que cada debênture foi negociada em aproximadamente 4% dos dias úteis no período analisado, de janeiro de 2003 a outubro de 2005, o que pode nos induzir à conclusão que nosso mercado de dívida corporativa é extremamente ilíquido quando comparado ao mercado acionário. Veja a seguir o cálculo efetuado:

- Considerando o total de 21.934 negócios e o total de 255 debêntures negociadas, tem-se uma média de 86 negócios por debêntures no período analisado.
- Considerando uma média de 86 negócios por debêntures e uma média de 3 negócios por dia , tem-se que cada debênture foi negociada em média 28 dias no período analisado.

- Desta forma, considerando o total de 714 dias úteis no período analisado, tem-se que cada debênture foi, na média, negociada 4% dos dias analisados.

Total de negócios (a)	21.934
Total de debentures negociadas (b)	255
média de negócios/ debenture (c = a/b)	86
média de negócios por dia (d)	3
média de dias com negócios / debenture (e = c/d)	28
total dias úteis no período (f)	714
percentual de dias negociados/debentures (=e/f)	4%

Importante registrar que as análises efetuadas neste item tiveram por base a série completa, ou seja, não foi efetuada a exclusão das negociações diretas, dada dificuldade de se definir critério para sua exclusão. As negociações diretas caracterizam-se, por exemplo, por troca de posições de um fundo para outro de um mesmo gestor, sem necessariamente refletir condições de mercado.

Caso fosse adotado como definição de transações diretas a diferença zero entre o valor máximo e o mínimo das transações e se excluíssem essas transações da base de dados, o montante observado de R\$ 54 bilhões negociados no período avaliado se reduziria para R\$16 bilhões [30%], o que pioraria as conclusões sobre liquidez encontradas neste item. O que pode ser observado até este ponto é que o mercado secundário no Brasil se caracteriza por baixa liquidez, embora, apareçam alguns sinais de melhora, em especial em 2005, quando o mercado primário de debêntures apresenta sinais de recuperação.

4.2.1.3 O risco de liquidez na gestão de fundos

No Brasil, a maioria dos fundos oferece liquidez e divulgação de quotas diárias a seus quotistas. Desta forma, como esses fundos possuem quantidade considerável de quotistas com movimentações diárias de aplicações e resgates, a dificuldade de venda dos títulos corporativos representa um risco a ser administrado pelos gestores.

A possibilidade de resgate a qualquer momento inibe implementação de melhores estratégias de alocação. O gestor vislumbra uma posição com boa perspectiva de retornos, mas não pode implementá-la integralmente dada a possibilidade de resgate a qualquer tempo. Isso pode levar o gestor a vender o ativo a qualquer preço, maximizando o custo de execução, conforme discutido em Muranaga e Ohsawa (1997).

Embora não sejam de resultado de curto prazo, algumas medidas vêm sendo propostas por agentes econômicos no âmbito do Plano Diretor de Mercado de Capitais no sentido de incentivar o mercado secundário, tais como: (i) estimulação da participação de pequenos investidores no mercado de títulos corporativos; (ii) estimulação da constituição de fundos especializados em títulos de dívida privada; (iii) concessão da prerrogativa de operar vendido e redução do peso de alocação de capital das carteiras de *trading* dos bancos; (iv) criar condições para o estabelecimento da curva de juros de longo prazo com base em títulos da dívida pública, visando a ancorar a precificação de títulos da dívida privada de prazo longo; (v) debêntures padronizadas; (vi) estímulo ao formador de mercado; (vii) obter junto à CVM a possibilidade de empréstimo de debêntures.

Em resumo, pode-se concluir que o mercado secundário de títulos corporativos no Brasil ainda não apresenta maturidade suficiente para uma gestão de riscos de crédito mais eficiente. Entretanto, os resultados sugerem sinais de melhora.

4.2.2 Risco de crédito

Duarte (2005) define risco de crédito na indústria de fundos como medida das perdas potenciais de um fundo de investimento decorrentes de uma obrigação não honrada ou da piora da capacidade de uma contraparte em honrar seus compromissos, resultando em perda financeira.

4.2.2.1 Instrumentos de gestão de risco de crédito

De acordo com Altman (1998), para administrar o risco de crédito, desenvolveram-se muitos mecanismos, produtos e estruturas inovadoras tais como: (i) operações estruturadas, que agrupam ativos e transferem a parcela de risco de crédito suportada pelo originador para novos investidores; (ii) câmaras de compensação, que minimizam a necessidade de cada par de contrapartes criar mecanismos separados para administrar o risco de crédito da contraparte e (iii) derivativos de crédito, que funcionam como mecanismo de segurança para transferir o risco de inadimplência e, em alguns casos de migração de crédito, sem a necessidade de se vender o ativo e (vi) o mercado secundário, através do qual os investidores podem, se necessário, transferir o risco para outra parte.

São abordados neste item dois instrumentos de extrema importância para o aprimoramento da gestão de risco de crédito na indústria de fundos no Brasil: derivativos de crédito e mercado secundário.

O objetivo deste item é verificar se o grau de desenvolvimento dos dois instrumentos no Brasil é suficiente para proporcionar uma maior eficiência da gestão do risco de crédito.

O mercado secundário foi previamente discutido no item 4.2.1, no qual conclui-se que o mercado secundário de títulos corporativos no Brasil ainda não apresenta maturidade suficiente para uma gestão de riscos de crédito mais eficiente. Entretanto, os resultados sugerem sinais de melhora.

Quanto aos derivativos de crédito, são instrumentos criados para proteger exposição a risco de crédito. No exterior, há vários tipos de derivativos de crédito. No Brasil, são permitidos dois tipos. O primeiro é o *swap* de crédito, produto que no mercado externo é o mais negociado e é chamado de *credit default swap*.

No *swap* de crédito uma das partes compra a proteção contra a inadimplência de uma empresa ou de empresas de um setor e a outra vende. Quanto maior o risco de inadimplência do ativo, maior a taxa de proteção exigida pelo vendedor da proteção. A taxa de proteção é paga com uma certa periodicidade. Se a inadimplência não acontecer até o vencimento do contrato, a parte que vendeu a proteção ganha a taxa e pronto. Se a inadimplência acontecer, quem vendeu a proteção perde. Nessa situação, o pagamento da taxa é suspenso automaticamente e o vendedor da proteção paga o combinado.

O outro derivativo de crédito permitido no Brasil é o *swap* de taxa de retorno total, no mercado externo conhecido como *total return swap*. Nesse produto, quem vendeu a proteção não recebe uma taxa mensal de proteção, mas sim todo o fluxo de pagamento do ativo ao qual o derivativo de crédito está vinculado.

Conforme resolução 2.933 de 28/02/2002, que autoriza a realização de operações de derivativos de crédito, o Conselho Monetário Nacional estabelece a

obrigatoriedade de registro das operações de derivativo de crédito em entidades registradoras de ativos devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil. De acordo com os registros da CETIP, em dezembro de 2005 o total de contratos de derivativos de crédito somava R\$1,8 bilhão. Se comparado ao total de crédito do sistema financeiro ao setor privado no mesmo período [R\$ 586 bilhões] é um número insignificante.

Hull (2005) estima que o tamanho do mercado global de derivativos de crédito tenha evoluído de aproximadamente US\$800 bilhões em 2000 para US\$5 trilhões atualmente.

Conclui-se dessa forma que o grau de desenvolvimento dos dois instrumentos analisados não se mostra suficiente para propiciar uma melhora de eficiência da gestão de risco de crédito.

4.2.2.2 *Ratings* de crédito

O objetivo deste item é avaliar a qualidade de crédito dos títulos corporativos no Brasil.

4.2.2.2.1 As agências de *rating* de crédito

O objetivo das agências de *rating* de crédito é avaliar a capacidade creditícia de emissores de títulos corporativos e informar os investidores sobre a possibilidade de não receberem integralmente os pagamentos de principal e juros conforme previsto.

De acordo com White (2001), as firmas de *rating* de crédito podem ajudar os investidores a minimizar o problema de assimetria de informação existente nas relações de crédito. Equivalentemente, as firmas de *rating* podem ajudar as corporações tomadoras

de recursos no mercado de capitais a fugir das armadilhas da assimetria de informações. E mais, o trabalho das agências significa que a disseminação de informações a respeito da qualidade de crédito de determinada empresa ou emissão poderá reduzir ou eliminar a duplicação de esforços na geração de informação de cada investidor individualmente, bem como permitir que pequenos investidores evitem os altos custos unitários de análise para subsidiar sua decisão de investimento.

A indústria de *rating* caracteriza-se pela pequena quantidade de competidores. Nos Estados Unidos, existem atualmente três principais firmas de *rating*: Moody's, Standard & Poors (S&P) e Fitch. Segundo White (2001), a Moody's cobria mais de US\$30 trilhões em emissões de dívida, 143 mil emissões de empresas e governos e 100 *ratings* soberanos. A S&P cobria mais de US\$11 trilhões em emissões de dívida, mais de 98 mil emissões de empresas e governos e 86 *ratings* soberanos. A Moody's emitiu seu primeiro *rating* em 1909. Na sequência a Poor's Publishing Company em 1916. A Standard Statistics Company [a S&P é resultado da fusão da duas últimas] iniciou sua emissão de *rating* em 1922 e a Fitch teve seu primeiro *rating* em 1924. Desde então, a indústria de *rating* sempre teve entre três e cinco grandes competidores. Além dessas três principais, existem atualmente firmas especializadas menores como a A.M. Best especializada no *rating* de seguradoras e a KMV que provê probabilidade de inadimplência de emissores de títulos para bancos, companhias de seguros e outros investidores institucionais.

No Brasil, além das três grandes norte americanas, existem três firmas nacionais atuando nessa área: a Austin Asis é de origem brasileira com 20 anos de atuação; a SR *Rating* é uma empresa controlada por grupo brasileiro e foi constituída em 1993; a Lopes Filho *Rating* é a mais nova, criada em 2002 como complemento dos

serviços de avaliação de instituições financeiras e não financeiras prestados pela Lopes Filho & Associados.

A pequena quantidade de firmas de *rating* é em parte explicada por necessidade de economia de escala, escopo e padronização. Reputação é vital e é construída com o tempo, conforme a cobertura de *ratings* ganhe tamanho. Os investidores preferirão ter pequena quantidade padronizada de *ratings*, na medida que poderão tomar suas decisões de investimento com base em processos comparativos mais ágeis.

O trabalho das firmas de *rating* envolve uma questão básica que é a confiança do investidor na opinião de crédito emitida. A reputação de longo prazo das agências no acesso a um largo número de emissores e emissões analisados ao longo do tempo é premissa fundamental para conquistar a confiança do investidor em títulos corporativos.

As firmas de *rating* atuam de forma independente do emissor e do investidor. Esta estrutura minimiza potenciais conflitos de interesse.

Apesar de seus compromissos primários serem servir a comunidade de investidores, as agências de *rating* são, de fato, pagas principalmente pelos emissores. Esta situação pode-se traduzir em potencial conflito de interesse e pôr em dúvida a reputação de seu trabalho. Entretanto, de acordo com Cantor e Packer (1994), essa estrutura de relações não afeta, na maioria dos casos, a credibilidade das agências. Enquanto essa situação pode parecer induzi-las a atribuir classificações mais elevadas para satisfazer interesses de seus “clientes” [os emissores], as agências têm um incentivo maior para manter a reputação de *ratings* precisos e de alta qualidade. Se houver perda de credibilidade por parte dos investidores nas análises, os emissores não mais considerarão essas análises como instrumento de redução de custo de captação nem os investidores as utilizarão como subsídio de tomada de decisão de crédito.

4.2.2.2.1 Qualidade de crédito dos títulos corporativos no

Brasil

Importante observar que atualmente as emissões de títulos corporativos, em geral, não estão sujeitas à classificação obrigatória de *rating*. No entanto, a SPC [Secretaria de Previdência Complementar] limita o investimento em títulos corporativos das EFPP [entidades fechadas de previdência privada] àqueles cuja classificação seja de baixo risco de crédito por agência de *rating* estabelecida no país. A CVM também limita o investimento de algumas categorias de fundos em títulos corporativos aos classificados como baixo risco de crédito por agência de *rating*, conforme apresentado no item 4.3.

Para uma melhor compreensão da evolução da qualidade de crédito no mercado de debêntures, foi elaborada tabela de equivalência das notas das três principais agências [Moody's, S&P e Fitch] e com base na mesma estruturou-se quadro evolutivo da qualidade de crédito.

As tabelas de *rating* da Moody's, da S&P e da Fitch são semelhantes com pequenas diferenças de nomenclatura e de definição conceitual de cada nota. As tabelas de *rating* têm em comum: (i) são divididas em dois grupos: de bbb para cima são as classificações consideradas grau de investimento e de bbb para baixo são as classificações consideradas grau especulativo de investimento; (ii) as classificações são conceituadas de forma relativas às demais e (iii) as classificações seguem uma ordenação alfabética decrescente da melhor qualidade de crédito para a pior.

Tabela 8: Tabela de equivalência de ratings

	Agência de <i>Rating</i>			Parame- trização	Descrição
	S&P	Moody's	FFitch		
G r a u d e I n v e s t i m e n t o	BrAAA	Aaa.br	AAA.bra	aaa	Em comparação a todos os outros emissores ou emissões do Brasil, é de mais alta qualidade de crédito.
	brAA+	Aa1.br	AA+.bra	aa	Risco de crédito muito baixo comparado a outros emissores ou emissões, qualidade de crédito muito forte.
	brAA	Aa2.br	AA.bra		
	brAA-	Aa3.br	AA-.bra		
	brA+	A1.br	A+.bra	a	Baixo risco de crédito comparado a outros emissores ou emissões.
	brA	A2.br	A.bra		
	brA-	A3.br	A-.bra		
	brBBB+	Baa1.br	BBB+.bra	bbb	Adequado risco de crédito comparado a outros emissores ou emissões.
	brBBB	Baa2.br	BBB.bra		
	brBBB-	Baa3.br	BBB-.bra		
brBB+	Ba1.br	BB+.bra	bb	Risco de crédito relativamente fraco comparado a outros emissores ou emissões.	
brBB	Ba2.br	BB.bra			
brBB-	Ba3.br	BB-.bra			
brB+	B1.br	B+.bra	b	Risco de crédito significativamente fraco comparado a outros emissores ou emissões.	
brB	B2.br	B.bra			
brB-	B3.br	B-.bra			
-	Caa1.br	-	ccc	Risco de crédito extremamente vulnerável à inadimplência comparado a outros emissores ou emissões.	
brCCC	Caa2.br	CCC.bra			
-	Caa3.br	-			
BrCC	Ca.br	-	cc	Obrigação apresenta-se atualmente altamente vulnerável à inadimplência em relação a outras obrigações brasileiras.	
BrC	C.br	-	c	O <i>rating</i> pode ser utilizado para designar uma situação de pedido de falência ou outra ação parecida, porém os pagamentos referentes à obrigação continuam a ser efetuados.	
BrD	-	DDD.bra	d	Obrigação inadimplente ou em situação de pedido de falência ou ação similar, na qual os pagamentos sejam comprometidos.	

Com base nas informações disponibilizadas pela ANDIMA através do SND, elaborou-se tabela com evolução da qualidade de crédito das debêntures. Entre 2000 e 2005, observaram-se 307 debêntures com classificação de risco e um total de 797 *ratings* atribuídos por firmas especializadas, conforme segue:

Tabela 9: Participação das firmas de *rating* no mercado de debêntures

Participação das agências ¹		
	Quantidade	Participação
ATLANTIC <i>RATING</i>	89	11,2%
AUSTIN <i>RATING</i>	43	5,4%
FITCH	220	27,6%
MOODY'S INVESTORS SERVICE	71	8,9%
SR <i>RATING</i>	74	9,3%
STANDARD & POOR'S	300	37,6%
TOTAL	797	100,0%

Considerando (i) que as três agências (FITCH, MOODY'S E S&P) cobrem 75% dos *ratings* disponibilizados nessa base de dados; (ii) a maior experiência das firmas internacionais comparada com as nacionais[vide item anterior]; (iii) que a Atlantic *Rating* não existe mais, foi comprada pela FITCH e que (v) na média, os *ratings* das agências internacionais são mais conservadores, optou-se por utilizar apenas os *ratings* das três internacionais. Desta forma trabalhou-se com 591 *ratings*.

Tabela 10: Evolução da qualidade de crédito das debêntures

Grau	Rating 2000				Rating 2001				Rating 2002				Rating 2003				Rating 2004				Rating 2005			
	Nota	#	%	%	Nota	#	%	%	Nota	#	%	%	Nota	#	%	%	Nota	#	%	%	Nota	#	%	%
I	aaa	0	0%		aaa	1	1%		aaa	3	2%		aaa	6	4%		aaa	12	6%		aaa	10	6%	
	aa	2	5%	97%	aa	10	11%	79%	aa	30	24%	81%	aa	34	20%	66%	aa	42	22%	74%	aa	44	27%	86%
	a	9	24%		a	22	24%		a	22	18%		a	32	19%		a	58	31%		a	58	36%	
	bbb	25	68%		bbb	38	42%		bbb	46	37%		bbb	37	22%		bbb	29	15%		bbb	28	17%	
E	bb	1	3%		bb	1	1%		bb	1	1%		bb	3	2%		bb	3	2%		bb	3	2%	
	b	0	0%		b	1	1%		b	2	2%		b	1	1%		b	1	1%		b	0	0%	
	ccc	0	0%	3%	ccc	17	19%	21%	ccc	17	14%	19%	ccc	22	13%	34%	ccc	38	20%	26%	ccc	17	10%	14%
	cc	0	0%		cc	0	0%		cc	3	2%		cc	25	15%		cc	6	3%		cc	2	1%	
	c	0	0%		c	0	0%		c	0	0%		c	1	1%		c	0	0%		c	0	0%	
	d	0	0%		d	0	0%		d	1	1%		d	5	3%		d	1	1%		d	0	0%	
	Total	37	100%		Total	90	100%		Total	125	100%		Total	166	100%		Total	190	100%		Total	162	100%	

Fonte: SND(Sistema Nacional de Debêntures) / ANDIMA

1. Grau: I = grau de investimento; E = grau especulativo

- Quantidade de títulos

Observa-se deterioração da qualidade de crédito das debêntures em mercado entre 2001 e 2003, com o total de debêntures classificadas como grau especulativo de risco de crédito saindo de 3% em 2000 para 34% em 2003. Como motivos para deterioração,

destacam-se as novas emissões com classificações de risco inferiores às já emitidas e deterioração do crédito das debêntures em mercado.

Analisando em detalhe, observa-se concentração de emissões de empresas de energia elétrica, que apresentavam problemas de estrutura de capital - elevados endividamentos, concentração de dívidas de curto prazo, concentração de dívidas em moeda estrangeira, enquanto toda a geração de receita em reais – e dificuldades quando do racionamento de energia. Desta forma, fica configurada a forte dependência do capital do sócio e dos bancos. Observou-se nessa época que as emissões de debêntures muitas vezes eram adquiridas pelos próprios bancos que as estruturaram. Conseqüentemente, a destinação dos recursos em sua maioria era a reestruturação de dívida e capital de giro.

Tabela 11: Distribuição das emissões por setor da economia

2000			2001			2002			2003			2004			2005		
SETOR	VOLUME	%	SETOR	VOLUME	%	SETOR	VOLUME	%	SETOR	VOLUME	%	SETOR	VOLUME	%	SETOR	VOLUME	%
ENERGIA ELÉTRICA	1.419.500	25%	ENERGIA ELÉTRICA	2.763.000	23%	ENERGIA ELÉTRICA	969.600	7%	ENERGIA ELÉTRICA	680.000	21%	ENERGIA ELÉTRICA	2.069.402	22%	ENERGIA ELÉTRICA	4.629.000	11%
HOLDINGS	1.455.000	26%	HOLDING	1.516.396	12%	HOLDING	1.550.000	12%	HOLDING	250.000	8%	HOLDING	615.000	7%	HOLDING	3.240.000	7%
LEASING	100.000	2%	PETROQUIMICO	3.591.400	29%	PETROQUIMICO	1.525.000	12%	SIDERURGIA	1.140.000	35%	PETROQUIMICO	1.650.000	17%	SANEAMENTO/GAS	1.000.000	2%
TELECOM.	2.005.000	36%	LEASING	600.000	5%	SIDERURGIA	1.790.000	14%	LEASING	150.000	5%	SANEAMENTO/GAS	600.000	6%	LEASING	30.500.000	70%
TRANSPORTES	180.000	3%	TELECOM.	1.520.000	12%	LEASING	4.000.000	30%	TELECOM.	700.000	22%	TELECOM.	2.000.000	21%	TELECOM.	1.000.000	2%
OUTROS	461.450	8%	TRANSPORTES	700.000	6%	TELECOM.	900.000	7%	OUTROS	293.900	9%	TRANSPORTES	585.000	6%	OUTROS	3067162	7%
			OUTROS	1499.949	12%	OUTROS	2419.886	18%				OUTROS	1934050	20%			
TOTAL	5.620.950	100%	TOTAL	12.190.745	100%	TOTAL	13.154.486	100%	TOTAL	3.213.900	100%	TOTAL	9.453.452	100%	TOTAL	43.436.162	100%

Pode ser observada uma melhora na qualidade de crédito a partir de 2004. O total de debêntures em circulação classificadas como grau de investimento sai de 66% do total em 2003 para 86% em 2005.

Se por um lado a concentração de dívidas classificadas como grau de investimento pode, em algum nível, ser prejudicial ao desenvolvimento do mercado por restringir as alternativas de investimentos, por outro, considerando que as classificações de risco são relativas entre si, torna-se fator positivo para que o mercado tome essas operações como parâmetros para futuras emissões.

Os fundos de pensão, por limitação legal, apenas podem investir em ativos classificados como grau de investimento. Indiretamente, por gerir considerável parcela desses investimentos, as gestoras de recursos também acabam limitadas.

Embora existam indícios de que os dois principais instrumentos do gestor de fundos de investimentos – os derivativos de crédito e o mercado secundário – não apresentam maturidade suficiente para proporcionar uma maior eficiência na gestão de risco de crédito, este item mostra que a melhora da qualidade de crédito pode figurar como indutor do desenvolvimento dos títulos corporativos na indústria de fundos.

4.2.2.3 Gestão de risco de crédito na indústria de fundos

Outra questão a ser ponderada quando se analisa a gestão de risco de crédito na atividade de gestão de fundos de investimentos é o grau de desenvolvimento das técnicas de gestão de risco de crédito alcançado no setor bancário e segurador. Boa parte desse desenvolvimento é explicada pela exigência do ambiente regulatório, em especial, os parâmetros definidos no Novo Acordo de Basiléia. Os bancos e seguradoras terão de se adaptar a essa nova realidade regulamentar e para isso já iniciaram seus esforços.

Ao contrário dos bancos e das seguradoras, as empresas de gestão de recursos de terceiros não acompanharam essa evolução na gestão de risco de crédito.

Dessa forma, para concluir este item, são destacadas duas questões que demandam atenção especial para que desempenhem papel catalisador no crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

(i) Disseminação da cultura de crédito e da importância do suporte tecnológico:

Caso venhamos a observar empresas gestoras de recursos trabalhando em sintonia com adequada cultura de crédito e um adequado suporte tecnológico à atividade de gestão, poderemos perceber condições catalisadoras da dinâmica de crescimento dos títulos corporativos na indústria de fundos.

A disseminação da cultura de crédito na atividade de gestão de recursos de terceiros e o suporte tecnológico são premissas básicas para uma boa gestão de risco de crédito no novo cenário e são requisitos mínimos obrigatórios para se alcançar diferenciações competitivas na gestão.

Segundo Duarte (2005), a cultura para gestão de riscos diz respeito a questionar, mudar práticas existentes, admitir desconhecimento em certas situações e buscar respostas qualificadas, além de promover as responsabilidades individuais. Uma empresa de gestão de recursos de terceiros somente poderá gerir adequadamente seus riscos se seus membros assim desejarem. Dos riscos envolvidos na atividade de gestão de recursos de terceiros, talvez o risco de crédito seja o que tenha menor grau de atenção e de dedicação necessário atualmente. Desta forma, uma cultura voltada para gestão de risco de crédito é importante facilitador dos procedimentos a serem seguidos individualmente para que se alcance o sucesso na gestão.

O investimento em tecnologia é primordial para uma gestão eficiente de risco de crédito. O monitoramento da exposição a risco de crédito demanda uma base de dados segura e consistente. Para Duarte (2005), consolidar as informações de crédito, atualizá-las em base regular e torna-las disponíveis para os responsáveis por seu acompanhamento não é uma tarefa simples. Embora softwares e hardwares estejam ficando mais baratos e eficientes, não devemos nos esquecer de que os mercados financeiros também têm se tornado mais sofisticados e exigentes.

(ii) Aprimoramento e implantação de técnicas de gestão de risco de crédito mais modernas:

Atualmente, dado o elevado percentual de títulos públicos nas carteiras dos fundos, o principal risco a ser gerenciado pelos gestores é o risco de mercado. Os gestores buscam otimizar resultados de suas carteiras utilizando técnicas sofisticadas de gestão de riscos de mercado. Com a expansão dos títulos corporativos nas carteiras, o aprimoramento da tecnologia de gestão de risco de crédito se fará necessário.

Como a evolução das metodologias de gestão de risco de crédito vem-se dando de forma bastante dinâmica, será necessário que os profissionais mais tradicionais de crédito no mercado brasileiro conheçam o novo conjunto de técnicas quantitativas e, além disso, que dominem novos conceitos, como provisão econômica e capital econômico (Duarte (2005)).

Segundo Duarte (2005), o fato de uma empresa de gestão de recursos de terceiros restringir seus critérios de decisão de crédito a “bom” ou “mau” não leva necessariamente à constituição de carteiras de crédito apropriadas à operação de diferentes fundos de investimentos, especialmente diante da crescente sofisticação dos emissores de crédito. A utilização de um sistema de *ratings*, por exemplo, permite escolher o nível de risco de crédito que se deseja tomar de maneira diferenciada. Diante desse nível de exposição, perdas esperadas e capital econômico podem ser calculados com base nos efeitos da diversificação de crédito.

Considerando um ambiente cada vez mais competitivo na indústria de fundos, com taxas de administração cada vez menores, a implantação de técnicas modernas de gestão de risco de crédito deverá ser o diferencial entre uma boa e uma má gestão de recursos.

4.2.3. Risco legal

Define-se inadimplência como o não cumprimento, parcial ou integral, de compromissos de pagamento de juros ou de principal.

Conforme relatado em Altman (1998), nos Estados Unidos os gestores de recursos evitam eficientemente uma das falhas fundamentais do setor bancário – a tendência de carregar maus empréstimos por muito tempo. Os bancos fazem isso porque é difícil a securitização de seus empréstimos. Se uma dívida tem sua qualidade de crédito deteriorada, os bancos têm poucas alternativas de participação na sua reestruturação. Um gestor de fundos, ao contrário, geralmente tentará sair de um crédito ao primeiro sinal de deterioração de sua qualidade. Enquanto bancos enfatizam suas relações com o cliente nas fases boas e nas más, os gestores de carteiras de renda fixa nunca perdem de vista sua relação com os investimentos que fizeram.

Essa realidade descrita por Altman (1998) não é a dos gestores de fundos no Brasil que não possuem à disposição de sua gestão proteções estruturais, como o mercado secundário líquido, por exemplo.

Caso existisse a liquidez necessária no mercado secundário de títulos corporativos, os gestores de recursos no Brasil poderiam lançar mão desse instrumento, não permitindo que suas carteiras se concentrassem a ponto de afetar a rentabilidade dos fundos. A venda de qualquer ativo causaria somente uma pequena perda, e os resultados da venda poderiam ser usados para comprar outros títulos.

De 1996 a setembro de 2005, foram registradas 639 emissões de debêntures na CETIP. Nesse mesmo período, a base de dados da Cetip aponta para 115 emissões que passaram por algum tipo de evento de inadimplência, sendo 81 títulos que apresentaram o

não pagamento de algum compromisso e 34 que tiveram seu vencimento declarado antecipadamente.

Tabela 12: Debêntures com registro de inadimplência junto a CETIP

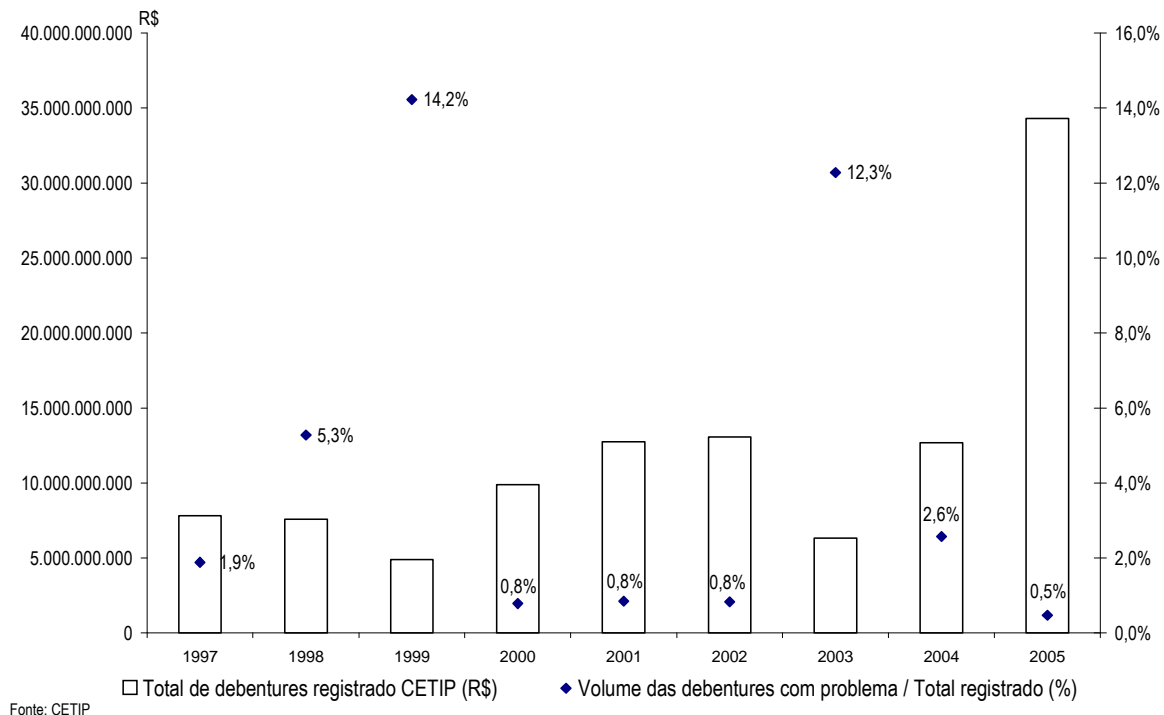
Data	Debênture	Emissor	Evento de Inadimplência Não honrou pagamento de:	Data	Debênture	Emissor	Evento de Inadimplência Não honrou pagamento de:
15/09/1999	ABC11	Participações ABC	participação nos lucros.	01/07/2004	GSPE51	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.
15/09/1999	ABC12	Participações ABC	participação nos lucros.	01/10/2004	GSPE61	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.
15/09/1999	ABC13	Participações ABC	participação nos lucros.	03/01/2005	GSPE71	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.
15/09/1999	ABC21	Participações ABC	participação nos lucros.	01/04/2005	GSPE81	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.
15/09/1999	ABC22	Participações ABC	participação nos lucros.	01/07/2005	GSPE91	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.
15/09/1999	ABC23	Participações ABC	participação nos lucros.	01/11/2000	HILL11	Eco Hills	juros.
15/09/1999	ABC31	Participações ABC	participação nos lucros.	01/06/2001	HYDE31	Hyde Park	juros.
15/09/1999	ABC32	Participações ABC	participação nos lucros.	04/02/2002	IENG11	Inepar Energia	juros.
15/09/1999	ABC33	Participações ABC	participação nos lucros.	01/07/1999	IGCP11	Iguaçu Celulose	juros, prêmio e amortização.
15/09/1999	ABC41	Participações ABC	participação nos lucros.	01/10/1999	IGCP21	Iguaçu Celulose	juros.
15/09/1999	ABC42	Participações ABC	participação nos lucros.	01/06/2001	INFM11	Inepar Fem	juros.
15/09/1999	ABC43	Participações ABC	participação nos lucros.	01/10/2003	INPR12	Inepar	juros e amortização.
15/09/1999	ABC51	Participações ABC	participação nos lucros.	01/10/2003	INPR13	Inepar	juros e amortização.
15/09/1999	ABC52	Participações ABC	participação nos lucros.	01/05/2005	INPR14	Inepar	juros.
15/09/1999	ABC61	Participações ABC	participação nos lucros.	01/10/2003	INPR23	Inepar	juros e amortização.
15/09/1999	ABC62	Participações ABC	participação nos lucros.	31/10/1997	IVSC11	Invesc	juros.
15/09/1999	ABC71	Participações ABC	participação nos lucros.	01/07/2003	LIGH22	Light	juros e vencimento.
15/09/1999	ABC72	Participações ABC	participação nos lucros.	01/08/1999	LORZ12	Cia. Lorenz	juros.
15/09/1999	ABC81	Participações ABC	participação nos lucros.	01/02/2005	MDDT11	Moddata	vencimento.
15/09/1999	ABC82	Participações ABC	participação nos lucros.	01/02/2005	MDDT21	Moddata	vencimento.
15/09/1999	ABC91	Participações ABC	participação nos lucros.	02/01/1997	MESB24	Mesbla	juros e repactuação.
15/09/1999	ABC92	Participações ABC	participação nos lucros.	19/03/1998	MPAR11	Maísa Participações	juros.
01/03/2002	AFVL11	Auferville	juros e amortização	27/05/2003	MTDO12	Método Engenharia	juros, prêmio, atualiz., amortiz.
29/04/2002	ALCR11	Al Car	juros e amortização	01/10/2004	NCSC11	Nações Securitizadora	vencimento.
01/02/1999	BCAL16	Bicicletas Calói	juros.	01/02/2002	NORD13	Nordon	juros.
01/02/1999	BCAL26	Bicicletas Calói	juros.	26/09/1996	OLMA11	Olma	juros e repactuação.
31/10/2003	BCPS11	BCP	juros e repactuação.	07/12/2004	PRCD18	Procid	juros.
01/12/1999	BPLA14	Braspérola	juros.	20/09/1997	QTLA11	Comercial Quintella	juros e amortização.
01/06/1999	BUET12	Buettner	juros, prêmio e repactuação.	17/11/2004	REDF16	Redfactor	juros e participação.
01/05/2003	CHAP13	Chapécó	juros e amortização.	01/03/2004	SMIC12	St. Michel	juros e amortização.
01/06/2001	CLPA42	Celpar	prêmio e amortização.	30/06/2002	SULT11	SulTEPA	juros e amortização.
01/07/2001	CLPA52	Celpar	juros.	30/10/2001	SULT14	SulTEPA	juros.
20/05/2004	CRCS13	Cecrisa	juros e amortização.	30/06/2002	SULT21	SulTEPA	juros e amortização.
12/07/2004	ELMT11	Eletrometrô	juros e amortização (parcial).	28/01/2003	TEKA13	Teka	juros e amortização.
01/09/1997	ENCO13	Encol	juros e prêmio.	01/04/2001	VLGC11	Village Country	juros.
02/02/1998	FCAP11	FicapMarvin	opção de venda.	01/04/2001	VLGC21	Village Country	juros.
22/04/2004	FGUI12	Ferreira Guimarães	amortização.	01/04/2004	VROM11	Contex	juros e vencimento.
01/07/2003	GSPE11	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.	01/04/2004	VROM21	Contex	juros e vencimento.
01/10/2002	GSPE21	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.	01/04/2004	VROM31	Contex	vencimento.
01/01/2004	GSPE31	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.	20/03/2001	WISA11	Wiest	juros e amortização.
01/04/2004	GSPE41	Gafisa Spe	juros, prêmio e vencimento.				

Fonte: ANBID

Foi analisada anteriormente a base de dados de inadimplência utilizando como parâmetro a quantidade de emissões. A seguir, é feita análise da mesma série de dados considerando a ponderação por volume das emissões. Para efeito de exercício, foi utilizado o valor de cada debênture quando de sua emissão. O percentual de incidência de inadimplência nesta simulação foi calculado com base na razão entre o somatório dos valores de emissão de cada debênture que apresentou em determinado ano problema de inadimplência [não pagamento de algum compromisso ou vencimento declarado antecipadamente] e o somatório dos valores das debêntures registradas no mesmo período

na CETIP. Ponderado por volume o índice ficou em 2,5% com o seguinte comportamento anual:

Gráfico 12: Incidência de inadimplência - Debêntures



Com relação ao gráfico anterior podem ser feitas algumas considerações:

- (i) Observa-se maior percentual de inadimplência nos anos 1999 e 2003. Conforme analisado no item Risco de Crédito, percebemos que 2003 foi o pior ano em termos de qualidade de crédito das debêntures, com 34% das debêntures em circulação classificadas como grau especulativo de investimento.
- (ii) Ao se analisar a base de dados, pode ser observado que a maioria das debêntures que apresentaram problemas no período analisado foram emitidas por empresas de menor porte e de menor tradição no mercado de capitais. Considerando ainda que as empresas mais tradicionais de mercado, como empresas de arrendamento mercantil vinculadas a grandes conglomerados financeiros e grandes empresas de telefonia fixa, registraram emissões de volumes expressivos e não apresentam problema de inadimplência, desta forma pode ser

verificado que os percentuais de inadimplência ponderados por volume se apresentaram inferiores ao calculado anteriormente [18%].

(iii) Voltando ao risco de liquidez, talvez o fato do problema de inadimplência ocorrer em maior frequência com empresas menores e de menor exposição ao mercado seja um fator que explique a concentração do volume transacionado no secundário em debêntures de maior exposição ao mercado (vide item Risco de Liquidez).

Serão avaliados a seguir alguns exemplos de inadimplência envolvendo fundos de investimento cujas informações foram obtidas junto aos agentes fiduciários das emissões ou com base em notícias veiculadas na imprensa.

Em março de 2001, os fundos gerenciados por pelo menos uma firma de gestão de ativos, a saber, a Lloyds Asset Management, compraram títulos da FERROBAN S.A., uma empresa ferroviária que era conhecida por FEPASA antes de sua privatização. O emissor não conseguiu fazer o pagamento das obrigações de seus papéis negociáveis por um período de cerca de 10 dias e a empresa gestora registrou os títulos ao valor de zero, com pagamento pendente que foi, subsequente, recebido integralmente, acrescido de juros acumulados.

Em março de 2002, os fundos gerenciados pelo Dresdner Bank, incluindo o Fundo Dresdner DI, reportaram perdas em um único dia de 5,5% após a empresa gestora decidir eliminar completamente as debêntures da CEMAR que faziam parte do fundo, devido a um anúncio de dificuldades financeiras da empresa e rebaixamento para o status de "inadimplência seletiva" pela agência de *rating*.

A INEPAR, originária do segmento de infra-estrutura para energia, decidiu entrar para o ramo de telefonia, aproveitando-se, dentre outras oportunidades no setor, do processo de privatização. Em 1996, decide ir a mercado para captar recursos com duas emissões de debêntures. A partir de 2001, os problemas de capacidade de pagamento

começam a aparecer e junto vem a primeira falta de pagamento de compromissos das debêntures. A partir desse momento, inicia-se processo de renegociação das debêntures com os debenturistas. Após diversas assembleias gerais de debenturistas, diversas reprogramações de pagamento, ajustes de remuneração dos títulos, adições de garantias e recuperação de parcela do valor inadimplido, o processo começou a dar sinais de esgotamento e ao final de 2003 o problema foi parar na justiça, encontrando-se até hoje sem definição. Dentre os debenturistas detentores dos títulos, se encontravam alguns fundos de pensão como Ceres, Instituto Gepot, Fipecq, Conab, Postalis, Cofap, Fundação Ceb e fundação CST, o Banco Fator, o Unibanco Seguros e alguns fundos administrados pelo Santander, Bradesco Templeton e Banco do Brasil.

A partir de 2002, a NET deixou de pagar os compromissos financeiros de suas 2ª e 3ª emissões de debêntures, ficando inadimplente em relação a juros e principal até 2004, sem que se observasse sucesso no processo de negociação. Em 2004 a emissora procedeu com a permuta das emissões inadimplentes por debêntures da 4ª emissão. A proposta fez parte do processo global de reestruturação de sua dívida e teve adesão de aproximadamente 99% dos debenturistas. Esta nova emissão tinha amortização programada de 40% quando da integralização resultante da reestruturação da companhia, as demais anuais e vencimento final em 2009. Em agosto de 2005 a empresa emitiu a 5ª emissão de debêntures no valor de R\$650 milhões e com estes recursos liquidou a 4ª emissão, não sendo informado se os debenturistas da 4ª emissão permutaram para a nova. Atualmente, quando se consulta o cadastro de inadimplentes no SND da CETIP não se verificam registros de emissão da NET. As informações sobre as inadimplências se encontram bastante dispersas. Não existe informação pública sobre os debenturistas das 2ª e 3ª emissões, mas estima-se que as debêntures estivessem nas carteiras de alguns fundos.

O risco legal aqui analisado é aquele associado a potenciais perdas nas carteiras dos fundos advindas de deterioração da qualidade de crédito ou inadimplência de títulos corporativos. Portanto, o risco legal aparece como inibidor natural para o gestor de fundos alocar recursos em títulos corporativos. Entretanto, considerando um cenário de melhora de algumas das questões analisadas neste trabalho, como a qualidade de crédito dos títulos e o desenvolvimento do mercado secundário e do mercado de derivativos de crédito, podemos esperar que o risco legal venha a ser mitigado.

A cultura do investidor de fundos no Brasil figura com agravante do risco legal. Diferentemente do investidor norte americano, o investidor brasileiro não está acostumado a perdas de valor na quota de seu fundo, em especial quando se trata de um fundo vendido como renda fixa.

Transparência

Como consequência de uma possível expansão dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos e considerando a existência do risco legal na gestão dos recursos, a palavra-chave será transparência. Segundo Duarte (2005), não há como evitar um significativo aumento do requerimento de transparência na atividade de gestão de recursos de terceiros, tanto do ponto de vista do investidor quanto do órgão regulador. Informações sobre as exposições de crédito dos fundos deverão ser requeridas com presteza e confiabilidade. Qualquer desvio de um padrão mínimo de transparência deverá ser punido pelos investidores com resgates. Trata-se de um caminho sem volta.

Vale por fim destacar o crescente papel dos *ratings* de qualidade de gestão no novo ambiente competitivo. Para a empresa gestora de recursos de terceiros, possuir *rating* para sua qualidade de gestão e para seus fundos é um excelente instrumento de

marketing junto a seus clientes. Veja abaixo a escala intrínseca de *rating* de gestores de recursos adotada pelas duas principais agências atuantes nesse negócio:

Tabela 13: Escala intrínseca de *rating* de gestores de recursos

Rating Qualidade de Gestão		
Fitch	Moody's (antigo)	Moody's (novo)
AM1(bra)	Aaa (MQ)	MQ1
AM2(bra)	Aa (MQ)	MQ2
AM3(bra)	A (MQ)	MQ3
AM4(bra)	Baa (MQ)	MQ4
AM5(bra)	Ba (MQ)	MQ5
	B (MQ)	

Fonte: Agências

* A Moody's alterou seus símbolos de ratings de qualidade de gestão em janeiro de 2005.

Algumas das principais empresas de gestão de recursos já tomaram a iniciativa de contratar seus *ratings*:

Tabela 14: Gestores de recursos de terceiros com *rating* de qualidade de gestão

Gestor	A agência	Classificação
Itaú	Fitch	AM1 bra
HSBC investment	Fitch	AM1 bra
Safra Asset Management	Fitch	AM2 bra
BB Administração de Ativos	Moody's	MQ1
Bradesco Asset Management	Moody's	Aaa MQ
Citigroup Asset Management	Moody's	Aaa MQ

Fonte: Agências da *rating*

Os *ratings* proporcionam aos investidores, especialmente os institucionais, uma avaliação independente de empresas gestoras de recursos. Os *ratings* avaliam a estrutura organizacional da instituição, sua capacidade de gerenciamento de risco e controles operacionais, além de oferecerem ao mercado uma opinião imparcial sobre a

qualidade geral da organização, incluindo características de gerência e práticas operacionais.

Desta forma, a disseminação de uma cultura de *rating* de qualidade de gestão também deverá desempenhar papel catalisador na dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Como medida mitigadora do risco legal, destaca-se a Nova Lei de Falências que objetiva aumentar as chances de recuperação de empresas em dificuldades. Uma outra ação é o estímulo à utilização de câmaras de arbitragem, proposta por agentes econômicos no âmbito do Plano Diretor de Mercado de Capitais para mercado de capitais, que visa agilidade e aumento da eficácia do julgamento das ações e execução da lei. Entretanto, são medidas que ainda carecem de amadurecimento.

4.3. Limites legais de investimentos

Este item analisa se os limites impostos pela CVM e por código de auto-regulação podem interferir na parcela de títulos corporativos nas carteiras dos fundos de investimento.

4.3.1 Limites legais da CVM

A CVM, com base em sua instrução 409, classifica os fundos de investimento, conforme a composição das carteiras, em 7 categorias e define da seguinte forma a participação de títulos corporativos:

(i) Curto prazo: Deverão aplicar seus recursos em títulos públicos federais ou corporativos pré-fixados ou pós-fixados. Os títulos corporativos deverão ter seu emissor classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País.

(ii) Referenciado: Devem ter no mínimo 80% de seu patrimônio em (a) títulos públicos e/ou (b) títulos corporativos cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País.

(iii) Renda Fixa: deverão possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

(iv) Cambial: deverão possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

(v) Dívida externa: deverão aplicar, no mínimo, 80% de seu patrimônio em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional.

(vi) Multimercado: devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes.

(vii) Ações: risco renda variável

Percebe-se que, excluindo os fundos de ações, a CVM praticamente não impõe veto para títulos corporativos nas carteiras dos fundos. A restrição fica por conta da permissão de algumas categorias investirem apenas em títulos considerados baixo risco de crédito.

Quanto aos limites de concentração de risco de crédito, a CVM define como limite máximo de exposição do PL de um fundo a um único emissor da seguinte maneira:

- 10% do patrimônio líquido do fundo no caso de emissor ser instituição não financeira;

- 20% do patrimônio líquido do fundo no caso de emissor ser instituição financeira.

Considerando esses parâmetros, os limites impostos pela CVM não constituem barreira à expansão dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

4.3.2 Auto-regulação ANBID

Com base no universo de fundos regulados pela Instrução CVM 409, a ANBID os classifica em categoria e tipo e seus respectivos riscos.

Tabela 14: Classificação – Auto-regulação ANBID

Categoria ANBID	Tipo ANBID	Títulos corporativos	PI nov/05	
Curto Prazo	Curto Prazo	não	3%	21.735.276
Referenciados	Referenciado DI	sim	20%	148.243.623
	Referenciado Outros	sim	0%	2.611.849
Renda Fixa	Renda Fixa	sim	20%	142.189.388
	Renda Fixa Crédito	sim	1%	7.534.100
	Renda fixa Multi-índices	sim	19%	136.903.941
	Renda fixa com Alavancagem	sim	0%	544.129
Multimercados	Balaceados	sim	0%	2.388.057
	Multimercados Sem RV	sim	5%	33.649.378
	Multimercados Com RV	sim	5%	37.795.169
	Multimercados Sem RV Com Alavancagem	sim	2%	11.757.253
	Multimercados Com RV Com Alavancagem	sim	5%	38.882.843
	Capital Protegido	sim	0%	60.465
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	sim	0%	2.769.363
IBOVESPA	IBOVESPA Index, ativos,ativos alav	não	1%	8.050.317
IBX	IBX Indexado, ativos e ativos alavancados	não	1%	4.143.308
Ações Setoriais	Setoriais Telecomunicações e Energia	não	0%	144.748
Ações Outros	Ações Outros e outros com alavancagem	não	1%	10.101.199
Cambial	Cambial Dólar sem alavancagem	sim	0%	2.116.738
	Cambial Euro sem alavancagem	sim	0%	54.962
	Cambial Dólar com alavancagem	sim	0%	0
	Cambial Outros sem alavancagem	sim	0%	0
	Cambial Outros com alavancagem	sim	0%	2.464
Pibb	pibb	não	0%	2.236.578
Fechados	Fundos Fechados de Ações	não	3%	24.017.975
Privatização	Fundos de Priv. Petrobras - FGTS	não	1%	4.544.663
	Fundos de Priv. Petrobras - Rec Próprios	não	0%	650.911
	Fundos de Priv. CVRD - FGTS	não	1%	3.826.468
	Fundos de Priv. CVRD - Rec Próprios	não	0%	942.960
	Fundos de Priv. CVRD - Migração	não	0%	32.989
	Privatização FGTS - CL	não	0%	29.692
Previdência	Previdência Referenciado DI	sim	0%	397.345
	Previdência Cambial Dólar	sim	0%	31.636
	Previdência Referenciados Outros	sim	0%	71.709
	Previdência Renda Fixa	sim	5%	36.738.029
	Previdência Renda Fixa Crédito	sim	0%	98.988
	Previdência Renda Fixa Multi-Índices	sim	1%	9.387.261
	Previdência Balanceados	sim	0%	1.945.243
	Previdência Multim Sem RV	sim	0%	95.401
	Previdência Multim Com RV	sim	0%	736.862
Imobiliário	Fundos de Investimento Imobiliário	não	0%	178.909
Direitos Creditórios	Direitos Creditórios	não	2%	11.292.845
Off Shore	Off Shore Renda Fixa	não	1%	9.632.519
	Off Shore Renda Mista	não	0%	3.414.785
	Off Shore Renda Variável	não	1%	4.131.280
Total PL R\$ mil			100%	726.113.613
Total PL R\$ mil - Com títulos corporativos			85%	617.006.193
Total PL R\$ mil - Sem títulos corporativos			15%	109.107.420

Fonte: ANBID

Separando os fundos classificados nas categorias que permitem risco de crédito, o total do patrimônio líquido soma R\$617 bilhões (85% da indústria em nov05). Atualmente o total de títulos privados nas carteiras dos fundos de investimento é de aproximadamente R\$111 bilhões.

Portanto, com base nesta análise, os limites legais e a auto-regulação não constituem impeditivo para o avanço da parcela de títulos corporativos na indústria de fundos.

5. CONCLUSÃO

Foram analisados neste estudo os fatores com potencial de influência sobre a dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos. Essa análise tem como objetivo fornecer uma melhor compreensão do processo de mudança de perfil da indústria de fundos de agente financiador da dívida pública para fonte de recursos para o setor privado.

Quanto à influência do fator nível de juros, foi analisada sua manifestação através do efeito deslocamento e constatado que quanto maior são os juros menor será a parcela de títulos corporativos nas carteiras dos fundos. Apesar da recente e discreta redução da parcela de títulos públicos nas carteiras dos fundos, pode-se observar que esses ainda limitam fortemente a participação dos títulos corporativos.

Caso venha a ser observada uma trajetória consistente de queda de juros e conseqüentemente um movimento de crescimento sustentável da economia, poderemos ter ambiente mais propício a um incremento da parcela de títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Entretanto, vale o registro para o risco de não materialização do cenário vislumbrado pela grande maioria dos agentes – continuidade da condução da política econômica atualmente em curso com uma consistente queda de juros e crescimento sustentado da economia. Neste caso, poderia se experimentar resultados negativos para o crédito privado na economia com o efeito deslocamento se agravando e conseqüentemente a parcela de títulos públicos voltar a tomar espaço dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Em relação ao fator risco de crédito, observa-se melhora dos *ratings* dos títulos corporativos nos últimos dois anos, apontando para um cenário benéfico para uma expansão dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Quanto ao risco legal, foi evidenciada elevada incidência de eventos de inadimplência no mercado de debêntures no passado e qualquer que seja o percentual de alocação do fundo em títulos corporativos, a falta de pagamento terá impacto negativo nas carteiras dos fundos. Como medida mitigadora do risco legal, destaca-se a Nova Lei de Falências que objetiva aumentar as chances de recuperação de empresas em dificuldades. Entretanto, é uma medida que ainda carece de amadurecimento e testes.

Constata-se também neste estudo a necessidade de aprimoramento de dois importantes instrumentos de gestão de risco de crédito: o mercado secundário de títulos corporativos e os derivativos de crédito.

Em relação ao primeiro, sua baixa liquidez dificulta os gestores a implantar estratégias de diversificação nas carteiras dos fundos. A liquidez é fundamental para uma gestão de risco de crédito mais eficiente. Algumas iniciativas vêm sendo propostas por agentes no âmbito do Plano Diretor de mercado de capitais no sentido de incentivar o mercado secundário. Entretanto, são medidas cujos resultados efetivos não tendem a ser de curto prazo.

Quanto aos derivativos de crédito, se encontram em estágio bastante incipiente e não foram identificadas, durante este estudo, medidas concretas de incentivos ao seu desenvolvimento.

Foi constatado que os limites legais impostos pela CVM e a auto-regulação da ANBID não constituem barreira para a expansão dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos.

Desta forma, percebe-se que os fatores analisados neste trabalho encontram-se em diferentes estágios quanto ao poder de influência sobre a dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nas carteiras dos fundos. Alguns se apresentam em estágio adequado para estimular essa dinâmica, como a qualidade de crédito dos títulos corporativos e os limites legais dos fundos; outros ainda carecem de aprimoramentos, como o caso dos derivativos de crédito e do mercado secundário.

Vale destacar que neste trabalho buscou-se identificar e analisar os fatores que parecem ter maior influência na dinâmica de crescimento dos títulos corporativos nos fundos. Este trabalho não tem a pretensão de esgotar a relação e a análise desses fatores.

Por fim, para concluir este estudo, caso se observem os fatores aqui analisados contribuindo de forma efetiva para a mudança de perfil da indústria de fundos, destacamos a seguir três possíveis catalisadores desse processo:

(i) Disseminação da cultura de crédito e da importância do suporte tecnológico:

Caso venhamos a observar empresas gestoras de recursos trabalhando em sintonia com adequada cultura de crédito e um adequado suporte tecnológico à atividade de gestão, poderemos perceber condições catalisadoras da dinâmica de crescimento dos títulos corporativos na indústria de fundos.

(ii) Disseminação da utilização dos *ratings* de qualidade de gestão:

Vale destacar o crescente papel dos *ratings* de qualidade de gestão no novo ambiente competitivo. Para a empresa gestora de recursos de terceiros, possuir *rating* de sua gestão e fundos é um excelente instrumento de marketing junto a seus clientes. Como parte integrante de um processo de busca por maior transparência como diferencial competitivo, o aumento da demanda por essa categoria de *rating* também deverá desempenhar papel propulsor para um ambiente mais favorável à mudança de perfil da indústria de fundos.

(iii) Aprimoramento e implantação de técnicas de gestão de risco de crédito mais modernas:

Atualmente, dado o elevado percentual de títulos públicos nas carteiras dos fundos, o principal risco gerenciado é o risco de mercado. Os gestores buscam otimizar resultados de suas carteiras utilizando técnicas sofisticadas de gestão de riscos de mercado. Com a expansão dos títulos corporativos nas carteiras, o aprimoramento da tecnologia de gestão de risco de crédito será inevitável.

Considerando um ambiente cada vez mais competitivo, com taxas de administração cada vez menores, a implantação de técnicas modernas de gestão de risco de crédito deverá ser um dos principais diferenciais comparativos na indústria.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALLEN, F. (1990) “The Market for information and the Origin of Financial Intermediation”. *In: Journal of Financial Intermediation* 1, p. 3-30.

ALTMAN, E. *et al* Gestão de Risco de Crédito – O próximo grande desafio financeiro. São Paulo: Qualitymark, 1998.

CANTOR, R.; PACKER, F. (1994) "The credit rating industry," *In: Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, issue Sum, pages 1-26

CARVALHO, E. J. L. “Gerenciamento do risco operacional em organizações financeiras”. *In: Gestão de Riscos no Brasil*, São Paulo: Financial Consultoria, 2003. 833 p.

CHACKO, G (2005) “Liquidity Risk in the Corporate Bond Markets”. Disponível: <http://papers.ssrn.com/sol3>.

CONTADOR, C. R.; MELLO, P. C. (2003) “ Por que os bancos não emprestam na América Latina?”, *In: Resenha BM&F* 157, p. 67-70.

DIAMOND, D. W (1996). “Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example”. *In: Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, issue Sum, p. 51-66.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. Macroeconomia. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 1990. 930 p.

DUARTE, A. M. Gestão de riscos para fundos de investimentos. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005. 182 p.

_____ “Risco: Definições, Tipos, Medição e Recomendações para seu Gerenciamento”. Disponível: <http://www.risktech.com.br>

_____ “A importância do gerenciamento de riscos corporativos em bancos” *In*: Gestão de Riscos no Brasil, São Paulo: Financial Consultoria, 2003. 833 p.

HANSON, J. A. (2003) “Banking in Developing Countries in the 1990s”. *In*: World Bank Policy Research Working Paper 3168.

HULL, J. The Latest Trends in Derivatives. Apresentado no 2º Congresso Internacional Derivativo e Mercado Financeiro, 2005, São Paulo.

LEVINE, R. (1999) “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”. *In*: World Bank Policy Research Working Paper 1678.

LEVINE, R e ZERVOS, S. (1998) “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”. *In*: World Bank Policy Research Working Paper No. 1690; A1.213 Working Paper No. 297.

MURANAGA, J.; OHSAWA, M. (1997) “Measurement of liquidity risk in the context of market risk calculation”. *In*: Monetary and Economic Studies, 15 (4), Bank of Japan.

MUTUAL FUND INSTITUTIONAL STATISTICS. *In*: Investment Company Institute. Disponível: <<http://www.ici.org>>. Acesso: dezembro de 2004.

VICENTE, L. A. B. G. “Risco de liquidez – aspectos conceituais e alternativas para sua modelagem” *In*: Gestão de Riscos no Brasil, São Paulo: Financial Consultoria, 2003. 833 p.

WHITE L. J. (2001) “The Credit *Rating* Industry: An industrial organization analysis”. *In*: Working Papers 01-02, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)