

Índice

| | |
|-------------------|----|
| Capítulo I..... | 6 |
| Capítulo II..... | 13 |
| II.1..... | 13 |
| II.2..... | 18 |
| II.3..... | 21 |
| Capítulo III..... | 30 |
| Conclusão..... | 35 |
| Bibliografia..... | 37 |
| Apêndice..... | 39 |

Índice de tabelas e gráficos

| | |
|------------------|----|
| Gráfico 1..... | 9 |
| Gráfico 2..... | 45 |
| Gráfico 3..... | 22 |
| Gráfico 4..... | 23 |
| Gráfico 5..... | 24 |
| Gráfico 6..... | 26 |
| Gráfico 7..... | 28 |
| Gráfico 8..... | 46 |
| Gráfico 9..... | 47 |
| Organograma..... | 14 |
| Tabela 1 | 9 |
| Tabela 2..... | 39 |
| Tabela 3..... | 39 |
| Tabela 4..... | 40 |
| Tabela 5..... | 40 |
| Tabela 6..... | 40 |
| Tabela 7..... | 40 |
| Tabela 8..... | 41 |
| Tabela 9..... | 42 |

Introdução

O estudo da estrutura de mercados está no âmago das Ciências Econômicas desde seus primórdios.

Debêntures são um dos mais importantes de meios de financiamento de longo prazo para grandes empresas instaladas em território nacional. Desde 1995, foram responsáveis por 53% das captações, ficando à frente de ações e notas promissórias. O grau de desenvolvimento e atividade do mercado secundário influi sobremaneira na capacidade de captação das companhias e, conseqüentemente, nos investimentos e no crescimento econômico.

Este estudo tem como objetivo apresentar a microestrutura do mercado secundário de debêntures nacional contemporâneo, considerando suas diferentes formas de organização e o sucesso alcançado por cada uma.

O trabalho se divide em quatro partes principais: três capítulos de desenvolvimento e a conclusão, que resume as idéias centrais expostas. Há ainda, após a bibliografia, um apêndice com as tabelas de dados usados na confecção dos gráficos e mais três gráficos. Intercalam-se às páginas de texto treze gráficos comentados, um organograma e uma tabela.

O primeiro capítulo mostra o processo de desenvolvimento por que passou o ambiente jurídico-institucional em que se apoia o mercado de debêntures desde quando as debêntures surgiram no Brasil até se chegar ao estágio atual.

O segundo capítulo contém três subseções. As duas primeiras descrevem os dois ambientes de negociação secundária principais. Na terceira, é feita uma avaliação comparativa dos desempenhos onde se expõem as razões para a desigualdade.

No terceiro capítulo, é investigada em mais detalhes a questão levantada no capítulo anterior da relação entre transparência e liquidez.

A última das quatro principais partes trás as considerações finais, que concluem o estudo.

Após a leitura deste trabalho o leitor deve ter uma visão panorâmica de como se dá a negociação secundária de debêntures no Brasil e um bom entendimento dos efeitos da transparência sobre a liquidez.

Capítulo I – Uma breve história das debêntures no Brasil

A palavra debênture vem do inglês médio e antigo *debentur*, que, por sua vez, teve origem no termo latino *debere* – literalmente, dever, algo a ser pago. Existem registros do emprego de obrigações de características idênticas às das modernas debêntures já no sistema financeiro inglês de 500 anos passados.

Apesar de toda essa tradição, foi só no século XX, com a industrialização, que as debêntures começaram a ser utilizadas como instrumento de captação de recursos pelas empresas brasileiras. Antes disso, a economia agroexportadora nacional tinha suas necessidades de financiamento supridas por outros meios menos sofisticados, como os empréstimos bancários. Mas com o florescimento da atividade industrial, tornou-se crescente a demanda por crédito de médio e longo prazo.

Havia, no entanto, um grande empecilho. O Decreto nº 22.626 de 7 de abril de 1933, conhecido como Lei da Usura, estabeleceu um teto de 12% ao ano para as taxas de juros. Qualquer contrato que estipulasse o pagamento de juros acima desse valor, era ilegal. Como não era determinado no texto da lei se os 12% se referiam a juros nominais ou reais, contornar a lei através de indexação se tornava impossível. O processo inflacionário se acelerava e, associado ao limite imposto pela Lei da Usura, produzia taxas de juros negativas. Os excedentes de renda, neste período, eram alocados principalmente em ativos reais. O mercado imobiliário viveu uma forte pressão de demanda. O uso de debêntures foi virtualmente nulo nas décadas seguintes até os anos 70, quando a Lei nº 6.404/76 reformulou o arcabouço jurídico em que se baseavam as sociedades anônimas.

A totalidade do mercado de capitais era insignificante, e não só um produto. As tentativas de impulsioná-lo datam do reinado de D. João VI, quando o primeiro banco brasileiro, na sua fundação, fez a primeira oferta pública de ações à colônia em 10 de outubro de 1808. Menos de 10% do lote de ações do Banco do Brasil que se tentou leiloar foi subscrito nesta ocasião.

Em 1850, publicou-se o Código Comercial Brasileiro. No dia 4 de novembro de 1882 veio a Lei nº 3.150, a lei das sociedades por ações que vigorou até 26 de novembro de 1940. Ela continha – sob o nome de “obrigações ao portador” – pela primeira vez o conceito de debêntures no ordenamento jurídico brasileiro. Preceitos encontrados na Lei nº 3.150 duram até hoje, como a emissão limitada (com algumas exceções) ao valor do capital social e o embrião daquilo que viria a ser conhecido como agente fiduciário (era facultado

aos debenturistas nomear um fiscal que desse pareceres sobre negócios e operações do emissor).

A expressão “debêntures” apareceu pioneiramente empregada em nossa legislação no Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882. A partir daí, criaram-se diversas regras, que o Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891 consolidou. Porém, as inovações mais importantes surgiram com o Decreto nº 177-A (“o Decreto”), também conhecido como “Lei dos Empréstimos por Debêntures”. Numa reação ao escândalo do Encilhamento¹, o Decreto determinava que as obrigações deveriam ser lastreadas por todo o ativo do emissor. Foi a criação do que hoje denominamos “garantia flutuante”.

Outros princípios do Decreto estão vivos até nossos dias. São eles a necessidade de aval da Assembléia Geral para emissões; obrigatoriedade da publicação do anúncio da distribuição no Diário Oficial e em um jornal de grande circulação da cidade onde se localiza a sede da empresa; direitos iguais para todos os detentores de debêntures de uma mesma série; proibição de que haja nova emissão antes que a anterior tenha sido colocada ou cancelada; demonstrações financeiras semestrais; obrigatoriedade de se registrar a escritura de emissão no registro de imóveis.

Uma nova lei de sociedades anônimas foi publicada em 26 de novembro de 1940, o Decreto-Lei nº 2.627. Para justificá-la, o Presidente Getúlio Vargas, escreveu que as sociedades anônimas de então tinham começado como negócios de família, marca que ainda permanecia em muitas delas retardando a modernização do país. Com a nova lei, o Presidente pretendia que avançasse a profissionalização das firmas. A gestão das companhias deixaria de ser um processo decisório em âmbito familiar para atender aos princípios mais rígidos que exige a administração de poupança pública. Outro objetivo da nova legislação era o combate à usura. Textualmente, “(...)explica-se o desejo do Governo de dar ao País uma lei apropriada ao ambiente, isto é, cuja atuação incentive e defenda a economia nacional... As grandes empresas nacionais, que se organizaram sob a forma anônima, começaram como sociedades de família. E muitas das que hoje existem estão impregnadas desse caráter. Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as nossas Bolsas de Valores sofrem de anemia profunda... Vivemos, forçoso é confessar, em pleno

¹ O Ministro da Fazenda Rui Barbosa deu, em 31 de janeiro de 1890, permissão a bancos para que fizessem emissões de moeda lastreadas em títulos públicos com o objetivo de desenvolver a economia. A medida fez o volume de papel moeda em circulação crescer assustadores 40% até setembro do mesmo ano. Entre outros desdobramentos, a medida produziu uma incontável especulação com ações na Bolsa de Valores. O fenômeno assumiu características de uma autêntica bolha: expansão voraz seguida de estouro com conseqüências desastrosas. Franco (1989)

regime de usura. Porque, no Brasil, o dinheiro ainda produz facilmente dinheiro. A proliferação das casas bancárias, com capitais ridículos, evidencia o acerto da afirmação... Procurei fortalecer a instituição jurídica, dando-lhe um corpo de regras capaz de inspirar confiança no público.”.

Houve revisões e atualizações periódicas da legislação relativa a debêntures.

A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, disciplinou o mercado de capitais tanto no que dizia respeito à distribuição quanto ao acesso a ele pelas sociedades emissoras. Em relação às debêntures, estabeleceu um prazo de vencimento mínimo de um ano; frequência máxima trimestral para a correção monetária dos títulos; limite de emissão igual ao patrimônio líquido – uma mudança em relação à Lei dos Empréstimos por Debêntures, mas que mantinha, em essência, o conceito de vinculação de valor de emissões e de capital próprio da empresa – e a alternativa de emissão de debêntures conversíveis em ações. Vale mencionar que foi permitida pela primeira vez a colocação de notas promissórias junto ao público, sendo lançadas as bases para o que conhecemos atualmente como *commercial papers*.

O crescimento importante do mercado de valores mobiliários ocorrido a partir de 1969² foi uma das justificativas para que a legislação das sociedades por ações fosse alterada. Em 15 de dezembro de 1976 o Decreto-Lei nº 2.627/40 foi substituído pela Lei nº 6404 (“Lei das S/A”).

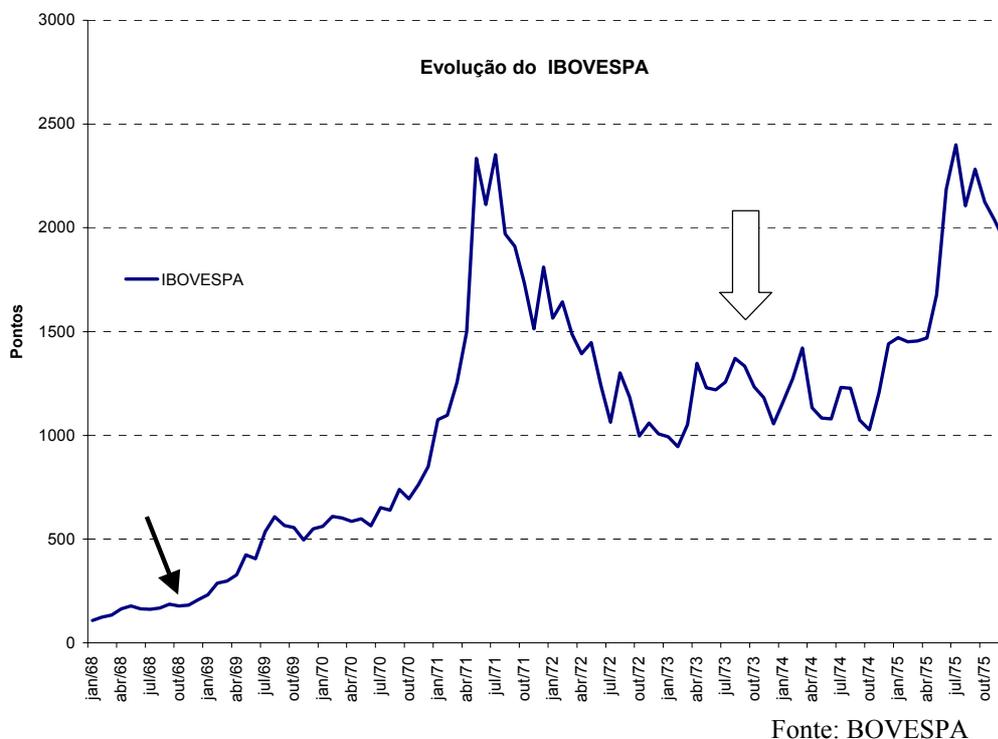
A Lei das S/A de 1976 incumbiu a Assembléia Geral e o Conselho de Administração da companhia de capital aberto de decidirem volume, taxa e momento da emissão de debêntures de acordo com as necessidades da empresa. Isso conferiu a flexibilidade que ainda hoje caracteriza as debêntures brasileiras e as tornou tão populares. Também se criou a figura do agente fiduciário – agora, já com todas as peculiaridades atuais, inclusive o nome – para a defesa dos interesses dos debenturistas.

A Cédula Pignoratícia de Debêntures, outra novidade da lei, aumentou a atratividade do investimento. Os bancos compram debêntures que tornam-se lastro para títulos de crédito secundários, as cédulas de debêntures, a serem vendidos a investidores finais. Ou seja, vende-se uma carteira de debêntures através de um único título.

Os debenturistas ainda têm a garantia de que operações de fusão, cisão e incorporação devem passar por sua aprovação para que possam ser implementadas. O poder de decisão é igual ao dos acionistas nesses casos.

² Números desse crescimento podem ser vistos no Gráfico 1 e na Tabela 1, sobre o índice BOVESPA.

Gráfico 1



Observando-se o gráfico percebe-se que o ponto assinalado pela seta preta marca o início de um espetacular período altista da bolsa que vai até meados de 1971. A partir daí, então, há um esvaziamento da bolha. É importante notar, contudo, que o intervalo apontado pela seta branca se localiza entre picos e que, ainda assim, o índice não retornou ao patamar de 1969, se mantendo sempre acima dos 900 pontos.

A tabela abaixo dá mais detalhes.

Tabela 1

| | jan | fev | mar | abr | Mai | jun | jul | ago | set | out | nov | dez |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1968 | 107,9 | 123,1 | 134,8 | 164,6 | 178,8 | 163,2 | 162,3 | 167,9 | 186,7 | 177,9 | 181,6 | 207,7 |
| 1969 | 232,7 | 287,9 | 297,8 | 326,8 | 424,1 | 405,6 | 535,5 | 608,1 | 565 | 556 | 495,9 | 549,7 |
| 1970 | 562,5 | 609,6 | 601,8 | 586,4 | 596,8 | 563,4 | 651,4 | 640,1 | 739,4 | 692,7 | 762,7 | 850,1 |
| 1971 | 1075,8 | 1096,7 | 1254,5 | 1499,6 | 2335 | 2113,5 | 2353,3 | 1971,2 | 1911,1 | 1735,8 | 1513,9 | 1810,8 |
| 1972 | 1564,9 | 1642,6 | 1488 | 1393,5 | 1447 | 1241,3 | 1064 | 1301,7 | 1182,7 | 997,8 | 1059,6 | 1006,5 |
| 1973 | 993,9 | 945,5 | 1051,6 | 1346,7 | 1230,1 | 1218,2 | 1257,8 | 1370,6 | 1332,2 | 1232,4 | 1180,8 | 1054,9 |
| 1974 | 1163,3 | 1273,7 | 1421,7 | 1134,1 | 1082,9 | 1079,3 | 1231,4 | 1226,4 | 1072,8 | 1028 | 1205,6 | 1441,4 |
| 1975 | 1471,3 | 1451,6 | 1455,9 | 1468,6 | 1676,6 | 2186,7 | 2399,8 | 2106 | 2282 | 2124 | 2039 | 1943 |

O outro caso notório de mudança normativa ensejada pelo avanço do mercado do fim da década de 60, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei do Mercado de Capitais”). Esta (Pinheiro Guimarães, 2001) “dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, cria a CVM e regula (i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (ii) a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (iii) a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; (iv) a administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; e (v) a auditoria das companhias abertas”. Como o Decreto-lei nº 2.627/40 não se manifestava acerca de debêntures, em 1976, e somente então, já sob o governo Geisel, é que foram substituídas as antigas leis vigentes desde o século XIX.

Nos primeiros anos da década de 1980, houve um volume expressivo de emissões e de negociações, em especial no biênio 82/83³, em virtude do encurtamento do crédito bancário. Todavia, devido a alterações consecutivas das regras de tributação aplicada às debêntures, o mercado primário ficou estagnado de 84 até 87. Passou-se a tributar o deságio e foram extintas as faixas de aplicação compulsórias para fundos e fundações. Isto foi nocivo para o mercado de debêntures, pois investidores institucionais deixaram de ser obrigados a aplicar uma parcela determinada de seus recursos neste ativo. Agregando-se a isso a tributação do deságio, esses, que são os principais investidores deste mercado, foram afugentados. Em 87, a legislação federal voltou a mudar. Caíram as regras tributárias que pesavam sobre as debêntures. Desde então houve esforços para aumentar a participação do investidor estrangeiro e do institucional.

A negociação, em si, ainda carecia de estrutura. Em 1985, a Associação Nacional de Instituições do Mercado Financeiro – ANDIMA criou a Central de Liquidação Financeira de Títulos Privados – CETIP. Dentre os diversos sistemas da CETIP, está o Sistema Nacional de Debêntures – SND, onde são registrados os negócios com debêntures realizados no mercado de balcão. Na CETIP são também custodiadas a maior parte das debêntures no Brasil e liquidadas as operações e eventos associados a elas. Com a criação desses sistemas, o número de captações apresentou acentuado crescimento. O volume emitido saltou de modestos R\$ 6.924.132,41 em 1985, um valor digno de nota por ser extremamente baixo para os padrões atuais, para pujantes R\$ 2.020.613.420,68. No

³ Veja o Gráfico 2.

Gráfico 2 fica bem clara a diferença de escala que existe entre o volume emitido antes e depois da criação do SND.

Numa tentativa de ajudar na promoção do mercado, em 88, a Siderurgia Brasileira S/A – Siderbrás – realizou um lançamento de US\$ 2,1 bilhões em debêntures com objetivo de consolidar as dívidas das empresas componentes da *holding*. Entretanto, as obrigações das debêntures não foram cumpridas, levando-as a serem negociadas com deságio no mercado secundário e, em 90, utilizadas como crédito nas privatizações – as moedas podres.

No final da década de 90, as reformas continuaram avançando. A Resolução do Conselho Monetário Nacional de nº 2.493, de 7 de maio de 1998 revogou a Resolução nº 2.026, de 24 de novembro de 1993, que previa a securitização de recebíveis comerciais ou de prestação de serviços. A nova resolução aprovou a securitização de carteiras de crédito de bancos, financeiras, empresas de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias. Isto é, permite-se a Sociedades de Propósito Específico (SPC – *Special Purpose Company*) comprar carteiras de crédito e lançar debêntures garantidas pelos créditos adquiridos e cujos resgate e pagamentos são atrelados à recuperação dos empréstimos.

A Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID – fez uma enorme contribuição ao mercado no mesmo ano quando implementou o processo de *full disclosure*, que já era previsto, mas pouco aplicado no Brasil. Foi exigido, através de seu Código de Auto-Regulação para colocação e distribuição de valores mobiliários, que constassem nos prospectos de emissão de debêntures e *commercial papers* informações financeiras e comerciais sobre a emissora, assim como os perfis da atividade e do mercado de atuação.

Em 30 outubro de 2001, a reforma da “Nova Lei das S/A” – Lei nº 10.303 – introduziu várias modificações à legislação vigente. Tornou-se facultativa a emissão de certificados de debêntures alterando-se o *caput* do artigo 52 da Lei nº 6.404. O mercado já vinha adotando tal prática nos termos do artigo 34 da mesma lei. Ocorreu, simplesmente, uma adaptação das regras à realidade. Ademais, foi bastante estendida a lista de índices passíveis de serem utilizados para a correção monetária. Também surgiu a opção de escolha ao debenturista de recebimento em moeda ou em bens, desde que constante da escritura de emissão. Além disso, deixou de ser exclusividade da Assembléia Geral o poder de decisão sobre emissões de debêntures simples sem garantia real, podendo essa ser tomada pelo Conselho de Administração. Finalmente, formalizou-se o limite de 60 dias, contra 90 da antiga lei, de que dispõe o agente fiduciário para comunicar aos debenturistas

qualquer espécie de inadimplemento por parte da empresa. Este já era o procedimento padrão utilizado pelo mercado através de cláusula na escritura de emissão.

Atualmente, está em processo de audiência pública a proposta de implantação da debênture padronizada. Segundo a nova regulamentação proposta, as emissões que seguirem uma escritura de emissão padrão terão a concessão automática de registro na CVM, aumentando significativamente a agilidade do lançamento. Também se estuda a implantação dos chamados “programas de emissão”, que seriam registrados na CVM e conteriam características gerais permitindo que cada emissão fosse feita sob condições pré-aprovadas, somente sendo especificados os detalhes particulares de cada série em suas respectivas escrituras.

Capítulo II – O mercado secundário de debêntures, hoje, no Brasil

A negociação secundária de debêntures hoje no Brasil ocorre, principalmente, em dois regimes: no mercado de balcão, com registro na CETIP, e no mercado de bolsa de valores. Existe também a possibilidade de negócios privados.

II.1 – Negociação em balcão

A ANDIMA, em cooperação com a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos – CETIP, desenvolveu o Sistema Nacional de Debêntures – SND no final dos anos 80. Em junho de 1988 o sistema foi inaugurado com uma captação de US\$ 300 milhões pela Companhia Vale do Rio Doce. Dois meses depois, a Siderbrás realizou a maior emissão do mundo, equivalente a US\$ 2,1 bilhões, como já foi citado no primeiro capítulo.

O SND consiste num subsistema da CETIP para registrar a custódia, as operações e a liquidação financeira de negócios realizados com debêntures. O SND dá suporte aos negócios que ocorrem em regime de balcão.

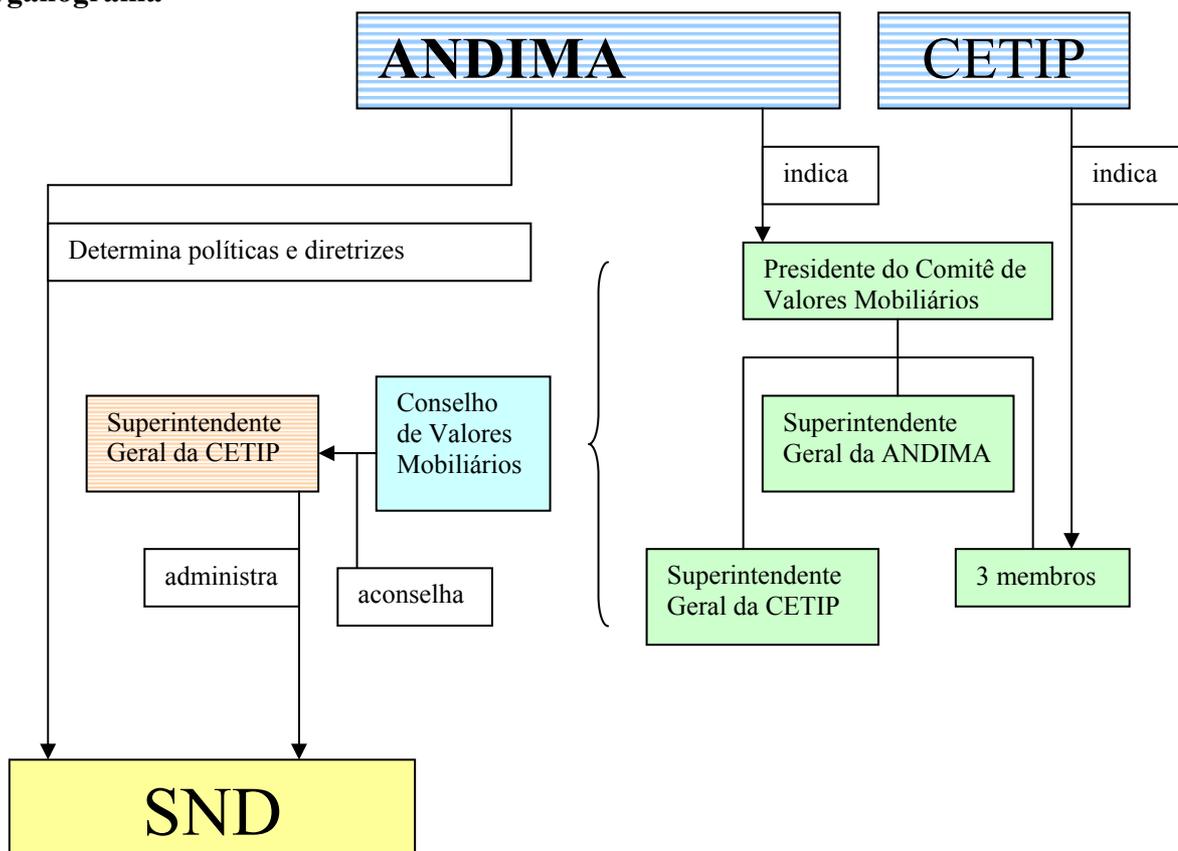
As operações do SND ficam a cargo da CETIP e as políticas e diretrizes, da ANDIMA. Portanto, em operações no Sistema, deve ser observado o Código de Ética da ANDIMA. Este código é um manual de conduta para participantes do mercado que foi lançado em 1991 com o intuito de orientar as ações entre participantes e entre participantes e clientes.

O Superintendente Geral da CETIP, assessorado pelo Comitê de Valores Mobiliários no âmbito da ANDIMA, administra o SND. Compõem o Comitê: o Superintendente Geral da ANDIMA, o Superintendente Geral da CETIP e mais, no mínimo, quatro outros membros. Destes, a ANDIMA, em conjunto com a CETIP, indica três e a ANDIMA, sozinha, nomeia o Presidente do Comitê⁴.

Dentro do SND, a ANDIMA ainda tem outras atribuições. Junto com a CETIP, ela é responsável pelo regulamento do SND tanto na aprovação quanto em possíveis alterações que se façam necessárias. Além disso, acompanha e divulga informações sobre as debêntures registradas no Sistema. Serve como órgão consultivo das instituições associadas em questões relativas ao mercado de debêntures. E, num papel mais burocrático, fixa as condições de pagamento de taxas devidas pelos associados.

⁴ Veja organograma.

Organograma



O organograma proporciona uma visão ampla de como é a estrutura de gestão do Sistema Nacional de Debêntures.

A administração do sistema é comandada pelo Superintendente Geral da CETIP. Auxiliando nessa tarefa está o Conselho de Valores Mobiliários, do qual o próprio Superintendente Geral faz parte. Sua função é servir de fórum onde se debatem questões envolvendo a condução do SND. O Superintendente Geral tem, então, a possibilidade de dividir a sua responsabilidade e estar à frente do sistema com este órgão consultivo.

Enquanto a CETIP se envolve diretamente na administração do sistema, a influência da ANDIMA se restringe ao nível estratégico. A ANDIMA determina os caminhos a serem seguidos e está presente no órgão consultivo da direção, mas não tem um representante executivo no sistema.

O Comitê de Valores Mobiliários exerce a função de conselho. Suas prerrogativas são a proposição de melhorias e operacionais novos produtos; sugestões de emendas ao regulamento do SND; fornecer subsídios ao Comitê de Ética da ANDIMA em assuntos relativos ao mercado de debêntures; dar pareceres ao Superintendente Geral da CETIP em questões operacionais do SND; deliberar sobre matérias a pedido da ANDIMA ou do Superintendente Geral da CETIP; propor investigações e punições quando achar que um agente signatário do Regulamento do SND o violou.

O Regulamento do SND define como “Participantes do SND” os “Membros do Mercado” e os “Clientes Especiais”. Respectivamente, “sociedade autorizada a funcionar pelo Banco Central, associada à CETIP, que possa atuar na intermediação de debêntures” e “a sociedade autorizada a funcionar pelo Banco Central que não tenha por objeto social a atuação na intermediação de debêntures, a pessoa jurídica não-financeira e o investidor institucional ou estrangeiro”. Os agentes fiduciários e as instituições depositárias (aquelas que fazem a escrituração e a custódia das debêntures) para prestarem serviços a Participantes são obrigadas a assinarem um termo de compromisso com a CETIP.

No Sistema são registradas – de forma sintética, sem que haja identificação do proprietário – as posições em debêntures. É de responsabilidade dos Participantes manter os registros analíticos. Isto é o que ocorre nas contas “Clientes 1” e “Clientes 2”. Ambas são contas abertas no Sistema por Participantes em nome de clientes seus. As contas têm vinculação com um Participante e este, com o investidor. Ou seja, o Participante tem registro analítico no Sistema e uma conta. Esta conta atua como “estrutura guarda-chuva” no Sistema para as contas de clientes do Participante, que as registra contabilmente atreladas a sua própria conta.

O Sistema prevê a possibilidade de abertura de cinco tipos de conta. A Conta Cliente 1 é a “conta vinculada à instituição financeira, ou equiparada, ou à sociedade autorizada pelo Banco Central para custódia de debêntures e registro das operações de seus clientes, de forma sintética, sem identificação de titular”. A Conta Cliente 2 é uma “conta vinculada exclusivamente a Banco Liquidante, para custódia de debêntures e registro das operações de seus clientes, de forma sintética, sem identificação de titular”. Conta Própria, “conta para custódia de debêntures e registro das operações do seu titular”. Conta de Propósito Específico, “conta que atende exclusivamente a determinada funcionalidade operacional”. Conta de Emissor, a conta do “Cliente Especial registrado na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, emissor de debêntures cujos registros sejam admitidos pela CETIP”.

O Sistema funciona diariamente, menos em fins-de-semana, feriados nacionais e em dias em que haja determinação legal para que as contas dos bancos liquidantes fiquem inacessíveis.

O registro de negócios pelos participantes pode ocorrer por meio de digitação, transferência de arquivo ou mensagem eletrônica. É facultado à CETIP estabelecer diferentes limites de horário para cada modalidade de lançamento.

Em caso de problemas, o participante pode acessar o Sistema de um escritório da CETIP ou de outro participante, mas não em base regular.

O registro dos negócios ocorre com um “Duplo Comando”. As contrapartes fazem lançamentos. Se houver coincidência de dados, eles são “casados” e inicia-se o processo de liquidação financeira da operação pela CETIP. Caso contrário, o Sistema os rejeita.

O participante pode cancelar seu lançamento se não tiver havido ainda o duplo comando. Outra hipótese é a de o alienante não ter disponível em sua conta o número de debêntures negociado após o prazo para liquidação estabelecido pela CETIP. Neste caso, o adquirente também pode cancelar a operação.

Operações que ainda não tenham sido liquidadas podem ser canceladas, mas somente através de duplo comando. Em caso de inadimplemento, falta de saldo para a liquidação ou ordem judicial, a operação é, automaticamente, cancelada.

Ao fim de cada dia, cada participante tem, à sua disposição, relatórios com posições e movimentações. E, em D+1 é publicado na internet o agregado das negociações.

Conversões e permutas podem ser feitas mediante ordem do participante no Sistema. As debêntures objeto destas operações ficam bloqueadas até que as operações sejam concluídas, após o mínimo de dois dias úteis do lançamento, quando são, automaticamente, excluídas do SND.

A CETIP é responsável pela custódia das debêntures. A custódia é escritural, “desmaterializada”, isto é, a CETIP não possui uma caixa-forte cheia de cautelas de debêntures. Ela, simplesmente, mantém registros contábeis dos títulos em nome dos participantes em bases de dados eletrônicas.

Para prestar serviços de liquidação financeira, a CETIP dispõe de conta no Banco Central, pela qual passam os recursos de liquidação financeira disponibilizados pelos bancos liquidantes (bancos associados à CETIP, que dispõem de Contas Reserva Bancária no Banco Central e que tenham sido indicados pelos participantes para fazer liquidação financeira de suas operações).

Desde a implantação do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, a liquidação das operações pode ser feita em dois sistemas. A Janela Multilateral da CETIP permite que a liquidação de obrigações entre duas ou mais instituições ocorra ao fim de um prazo determinado pelo valor líquido. Já a Liquidação Bruta em Tempo Real – LBTR – é feita negócio a negócio simultaneamente ao “casamento” dos lançamentos. Esta modalidade pode ser feita entre dois bancos liquidantes ou dentro de um só banco liquidante, no caso de ambas as contrapartes serem suas clientes.

A CETIP não assume qualquer responsabilidade, direta ou indireta, pela liquidação de obrigações referentes às debêntures que tenha sob sua custódia.

A liquidação pela Janela Multilateral da CETIP pode ser utilizada somente nas seguintes situações determinadas: pagamento de evento (juros, amortização, opção de venda ou resgate) ; emissão; venda de debêntures por parte do emissor; venda de debêntures por empresa participante do conglomerado do emissor; recompra de debêntures por seu emissor ou por empresa de seu conglomerado; resgate antecipado; colocação primária de debêntures; intermediação na distribuição primária. Este tipo de liquidação é utilizado a critério do emissor e é classificado como um risco que o emissor decide assumir para tornar mais atrativos os seus papéis.

Para que ocorra liquidação financeira pela Janela Multilateral da CETIP, são necessários vários passos. São enviadas mensagens através da Rede do Sistema Financeiro Nacional – RSFN – e disponibilizadas em telas do Sistema para o banco liquidante prévias dos resultados financeiros líquidos, levando-se em consideração os eventos e operações previstos para o dia. Os participantes também têm acesso à prévia de suas posições em cada um de seus bancos liquidantes. Ao final do dia, são enviadas, tanto aos bancos liquidantes quanto aos participantes, as posições definitivas. Os bancos liquidantes mandam mensagem por arquivo ou digitada à CETIP aceitando ou recusando os resultados financeiros líquidos devedores. No caso de todos os bancos liquidantes aceitarem os resultados, isto lhes é comunicado via RSFN. Cada banco liquidante com resultado negativo envia mensagem ao Sistema de Transferência de Reservas – STR – para que a quantia seja transferida à conta da CETIP. Assim que recebe todo o valor previsto, ele é, automaticamente, transferido aos bancos liquidantes com resultados financeiros líquidos credores. A CETIP recebe mensagem confirmando a transferência e envia mensagem aos bancos que encerra a janela multilateral.

Na hipótese de recusa dos resultados devedores, os bancos liquidantes são avisados de que não foram confirmados todos os resultados. As operações que façam parte do resultado são suspensas e liquidadas em LBTR, com exceção daquelas que forem intermediadas e tiverem como contraparte um participante que recusou o resultado líquido. Essas são estornadas. Os resultados líquidos são apurados de novo e o procedimento de liquidação, retomado do começo.

A transferência de custódia na CETIP ocorre, na janela multilateral, após todas as transferências de reservas para a conta da CETIP; na LBTR com dois bancos liquidantes, quando a transferência para a conta da CETIP foi confirmada; e, na LBTR com só um banco liquidante, quando o banco confirma a transferência interna. Entre o momento da aprovação da operação e a liquidação financeira, as debêntures do alienante ficam indisponíveis.

O participante pode ter sua conta encerrada, se assim o desejar, informando à CETIP, por escrito. O encerramento será efetuado, no mínimo, cinco dias úteis depois. Em caso de desobediência às regras, a CETIP pode decidir por encerrar a conta do participante. Também são motivos para o encerramento de conta a liquidação, insolvência, falência e dissolução da sociedade, além de determinações do Banco Central e da CVM.

Em caso de intervenção, liquidação, falência ou dissolução da sociedade, as liquidações na LBTR ocorrem normalmente; as da janela multilateral são suspensas. A transferência de debêntures só ocorrerá por ordem do interventor, liquidante ou síndico da massa falida ou se já houver sido feita liquidação financeira na CETIP.

II.2 – Negociação em bolsa

A Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA – e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC- se uniram para oferecer o BOVESPA FIX, um ambiente eletrônico que integra negócios, custódia e liquidação de títulos privados de renda fixa.

Em abril de 2000, houve a implementação dos acordos de integração operacional da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e da Bolsa de Valores de São Paulo. Nestes acordos ficou decidido que a negociação de ações se concentraria em São Paulo, enquanto a Bolsa do Rio seria responsável pela negociação eletrônica de títulos públicos. Para cumprir esse objetivo foi adquirido do *Mercado Abierto Electrónico de Argentina* o seu sistema de negociação de títulos públicos, o SIOPEL, também utilizado pela *Bolsa Electrónica de*

Valores de Uruguay S.A. – BEVSA. Aparte da qualidade operacional do sistema, foi levada em conta na decisão a perspectiva de formação de um mercado comum de títulos públicos do Mercosul. Após as adaptações feitas para adequá-lo às exigências brasileiras, foi rebatizado de SISBEX.

A compra de todos os títulos patrimoniais da BVRJ pela Bolsa de Mercadorias e Futuros em 25 de abril de 2002 garantiu à BM&F os direitos de administração e operacionalização do SISBEX.

Antes disso, em 20 de abril de 2001, o sistema já tinha sido adotado pela BOVESPA para dar suporte às operações do BOVESPA FIX. O SISBEX foi adaptado para a negociação de debêntures. Inicialmente havia apenas três debêntures listadas. Ao longo deste mesmo ano, elevou-se este número para dezenove papéis.

As operações são realizadas da seguinte forma. As ofertas são colocadas e disponibilizadas para todo o mercado. O fechamento de um negócio é feito pelo próprio sistema contra a melhor ordem contrária compatível e assinala o preço no sistema para que se torne visível, em tempo real, a todos os seus participantes.

O BOVESPA FIX é gerido pela BOVESPA. Funciona todos os dias exceto sábados, domingos, feriados e quando não abrem os bancos comerciais.

A BOVESPA determina lotes-padrão e fatores de divisibilidade para cada ativo, os quais são divulgados periodicamente.

Os investidores negociam os ativos em “rodas” determinadas pela Bolsa de acordo com suas características. Os participantes devem estar credenciados pela Bolsa para participar de cada roda.

Os participantes registram ofertas no sistema, que podem ser divisíveis – o participante aceita fechar negócio em quantidades menores – ou indivisíveis.

Vários são os tipos de ofertas aceitas. Válida até ser cancelada, GTC, vale até o seu cancelamento ou o fechamento da roda. Válida até uma data, GTD, vale até a data estipulada pelo participante. Se for o mesmo dia, pelo número de minutos determinado. Executada na totalidade ou cancelada, FOK, é indivisível. Executada parcial ou cancelada, IOC, é divisível. Oferta direta, OD, quando o participante representa ambas as contrapartes. Cotação, COT, oferta resposta a pedido de cotação.

O pedido de cotação é uma consulta que um participante pode fazer, se tiver intenção de negócio, a outro participante dentro da mesma roda sobre ofertas firmes de um

determinado ativo sendo facultativa a resposta. O pedido de cotação não é considerado uma oferta. Já a resposta, é uma oferta firme.

O critério de melhor preço determina a lista de ofertas e, em caso de empate, fica na frente a que foi registrada primeiro.

Depois do tempo mínimo de vigência que a BOVESPA fixa, um período de carência que as ofertas devem obedecer sem poder ser modificadas, o participante tem o direito de alterar suas ofertas em preço, quantidade e validade ou cancelá-las quando quiser.

A Bolsa escolhe como preço de referência de um ativo, na abertura do pregão, o preço de fechamento no pregão anterior atualizado, se tiver ocorrido algum evento; ou um preço que a BOVESPA ache adequado em vista do estado em que o mercado se apresenta. O preço de fechamento é determinado pela Bolsa ao fim do pregão. Sua definição pode ser feita segundo algumas condições. Condição transacionado, T, é o preço do último negócio envolvendo volume financeiro ou quantidade de títulos mínimos indicados pela BOVESPA. É feita uma média ponderada se posteriores a esse negócio acontecerem outros que, em conjunto, se igualem ou ultrapassem os parâmetros. Condição comprador, C, é o preço de oferta de compra que melhore o do dia anterior quando o mercado se apresenta comprador ao final do pregão. Condição vendedor, V, é o oposto. O preço de oferta de venda que melhore o do dia anterior quando o mercado, no fim do dia, se mostra vendedor. Condição normal, N, é o preço que, na ausência de outra referência, a BOVESPA calcula antes da abertura do mercado. Se houver negócios relevantes durante o dia, a BOVESPA pode alterar o preço de referência durante o período de negociação.

Acima e abaixo do preço de referência são estabelecidos intervalos chamados túnel. Sempre que se registra uma oferta que ultrapasse os limites do túnel, são suspensas as negociações com este ativo e é feito um leilão. O leilão é um procedimento que visa a conseguir condições de preço melhores divulgando a oferta e dando tempo para que outros participante interfiram no negócio agredindo a oferta. A BOVESPA tem o poder de realizar leilões não só nesta situação, mas sempre que achar conveniente.

Na condição de auto-reguladora, a BOVESPA está autorizada a cancelar negócios e pedir à CBLC que não realize liquidações quando um participante violar o regulamento do BOVESPA FIX, suspender as atividades de um participante em condição de insolvência ou que aponta para tal. Além disso, a BOVESPA pode ainda aplicar aos participantes, seus administradores e operadores, em casos de desrespeito ao regulamento, fraudes e práticas não eqüitativas, as penalidade de advertência, multa , suspensão, exclusão do participante e

inabilitação por até vinte anos para o exercício de cargos no Conselho de Administração da BOVESPA e de administrador de participante.

A custódia dos títulos é feita pela CBLC. Eles são desmaterializados e escriturados em conta individual em nome do investidor final. São disponibilizados [olha a voz passiva aí...] históricos de posição e consultas pela Internet e pelo Fax Custódia, além de extrato mensal. Os emissores também recebem informativos sobre liquidação e custódia.

A liquidação pode ser feita pelo saldo líquido multilateral, em D+0 ou D+1, a critério do participante e com a CBLC como contraparte central garantidora. Ou pelo bruto em tempo real.

O BOVESPA FIX comporta parâmetros de risco para cada ativo e limites operacionais para cada participante determinados pela CBLC. Assim, a CBLC e os participantes podem averiguar, em tempo real, a exposição ao risco e a utilização dos limites. A exposição do conjunto dos participantes é vigiada pela CBLC, que pode, em face de grandes oscilação, calibrar os limites.

Há ainda a possibilidade de depósito de ativos para a ampliação dos limites operacionais.

II.3 – Desempenho do mercado

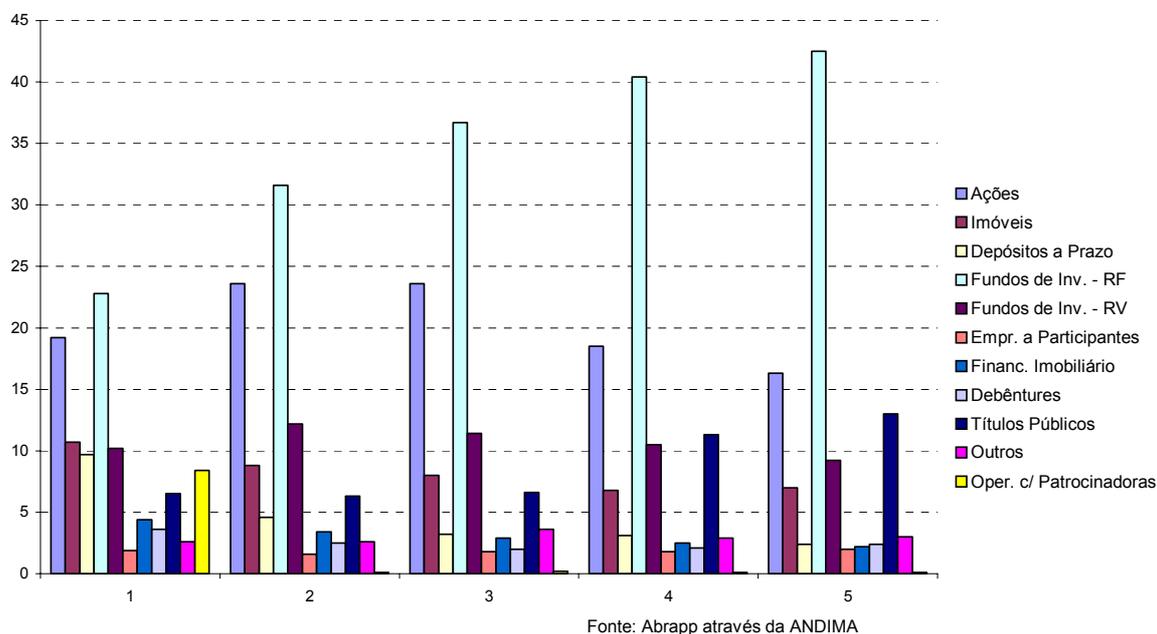
O espaço ocupado por debêntures nas carteiras de investimento, ainda hoje, é muito reduzido. Apesar da recente recuperação no portfólio das entidades de previdência privada⁵ e do crescimento na preferência de investidores estrangeiros⁶, continua sendo somente uma pequena parcela do dinheiro disponível, alocada em debêntures tanto pelos gestores desses fundos como por aqueles que administram recursos de terceiros⁷.

A explicação para isso pode estar na competição entre títulos públicos e corporativos. O comportamento brasileiro, historicamente, tem sido de rolar suas dívidas às custas de mais endividamento. Como um autêntico devedor Ponzi, em vista do volume crescente de sua dívida, o Governo oferece taxas de juros bastante altas para conseguir manter a capacidade de captação de seus papéis. A situação gera uma sobreposição de mercados que, em países desenvolvidos, são complementares.

⁵ Ver gráfico 3 tabela 2.

⁶ Ver gráfico 4 e tabela 3.

Gráfico 3 - Evolução da Composição da Carteira das Entidades de Previdência Fechadas (em %)



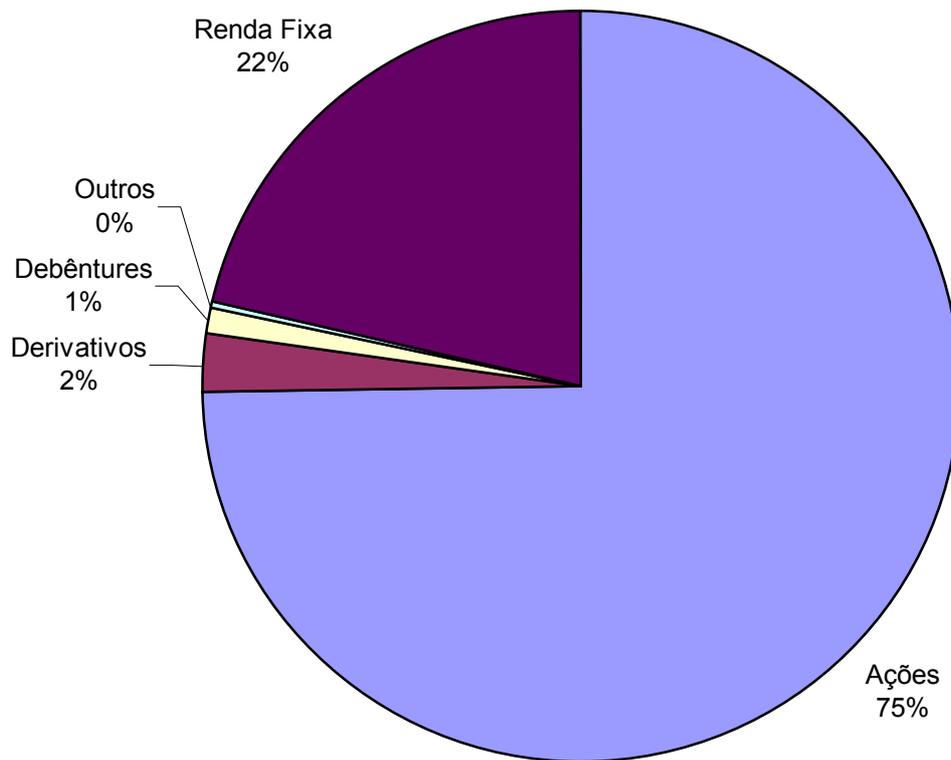
Com uma carteira de investimentos que ultrapassou em novembro de 2002 a marca de R\$ 157 bilhões, os fundos de pensão representam alguns dos principais atores do mercado mobiliário contemporâneo.

Fica evidente no gráfico que, em qualquer das cinco momentos mostrados – dezembro dos anos de 1998, 1999, 2000, 2001 e novembro de 2002 – as debêntures não chegam nem a ser o terceiro ativo com mais representatividade na carteira. Os fundos de renda fixa vem cada vez mais aumentando seu peso. As ações conseguem manter o segundo lugar apesar de estarem perdendo espaço. E fundos de renda variável, títulos públicos e, até mesmo, imóveis passaram pela terceira posição. Os títulos públicos com participação crescente e os fundos de renda variável e os imóveis diminuindo em participação.

A fatia do investimento total destinada às debêntures, nunca passou dos 3,6%. Existe um enorme potencial de crescimento para esta classe de ativo.

⁷ Ver gráfico 5 e tabela 4.

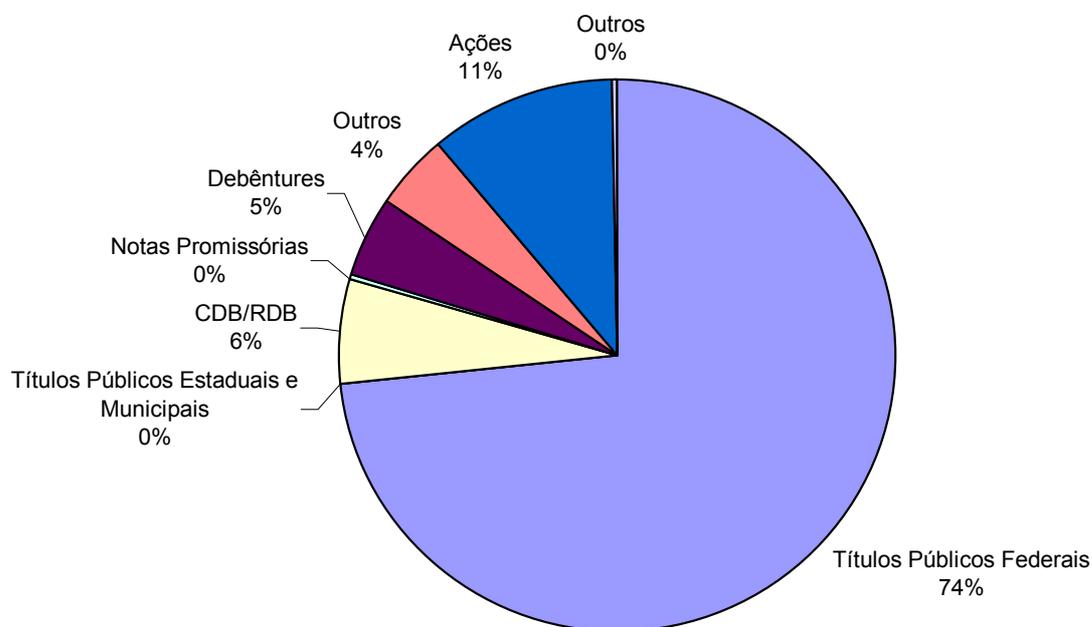
Gráfico 4 - Portfólio dos Investidores não Residentes em dez/2002



Fonte: CVM através da ANDIMA

No final do ano de 2002, o portfólio de investidores não-residentes estava maciçamente alocado em ações. Três quartos de todo o dinheiro vindo do exterior e que estava aplicado no mercado financeiro brasileiro, estava na Bolsa de Valores. Dos 25% restantes, a renda fixa – ou seja, os títulos públicos – respondiam por 22%. Sobravam apenas 3% para serem investidos em outros ativos. Desses, as debêntures ficaram com um irrisório 1%. Isto é metade da fatia dos derivativos, valores mobiliários considerados como de alto risco.

**Gráfico 5 - Administração de Recursos de Terceiros -
Participação por Ativo em dez/2002**



Fonte: Anbid através da ANDIMA

Dos três agentes do mercado financeiro apresentados, os administradores de recursos de terceiros são os que chegaram ao fim de 2002 com maior percentual da carteira alocado em debêntures. Apesar de serem apenas 5% do portfólio, debêntures são o quarto ativo mais presente nestas carteiras que, com exceção do peso esmagador de 74% dos títulos públicos federais, é aquela com distribuição mais homogênea dentre as apresentadas.

Ao contrário de alguns países desenvolvidos, como os Estados Unidos, o mercado secundário de dívida corporativa no Brasil é fraco. Se comparado a outras nações da América Latina, o Brasil se encontra na dianteira em termos de organização de mercado e liquidez. Entretanto, se for feita uma comparação interna entre o mercado secundário de debêntures e outro segmento do mercado de capitais, a bolsa de valores, pode-se notar o potencial de crescimento do primeiro.

A proporção entre o volume financeiro negociado e o volume financeiro de títulos em estoque na BOVESPA foi muito maior, no ano de 2002, que no SND (17,52% maior) e no BOVESPA FIX (167,97% maior) individualmente, como mostra o gráfico⁸. Se forem considerados os volumes totais do segmento de dívida corporativa, agregando-se as quantidades de bolsa e balcão, a superioridade da razão giro/estoque verificada na BOVESPA chega à vizinhança dos 31%.

Estes números indicam que ao adquirir debêntures, o investidor, além de incorrer no risco de crédito inerente ao papel – aquele de o emissor não honrar suas obrigações – ele ainda tem de assumir um risco de liquidez – o de perder dinheiro na hipótese de ter de transformar o ativo em dinheiro – maior do que o de quem compra ações.

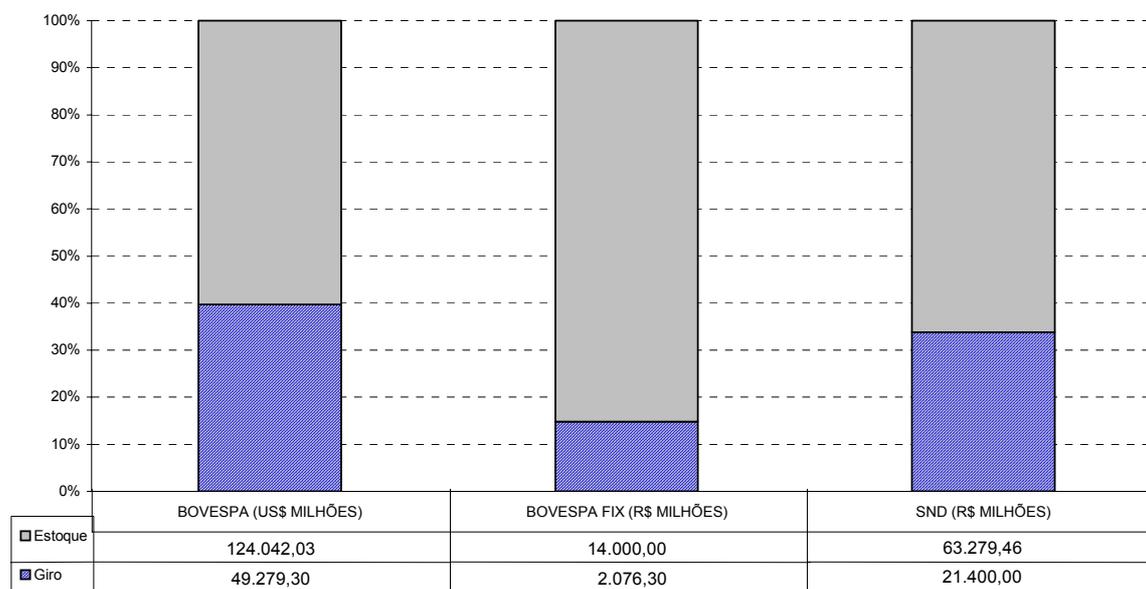
Outro fator que atrasa a ampliação do mercado de debêntures é a falta de uma referência em rendimento. Se o mercado de títulos públicos fosse mais transparente, fornecendo informações constantes sobre o preço de negociação dos títulos, ele exerceria o papel de um *benchmark*. O baixo risco dos títulos federais, em condições de transparência de mercado, possibilitaria que a curva da estrutura a termo da taxa de juros observada servisse para o cálculo do prêmio de risco embutido no preço dos títulos corporativos.

Nele estão presentes títulos dos mais variados formatos – diversas maturidades, indexadores, pagamento ou não de cupom. Combinando-se com o nível de risco, via de regra, mais baixo que o de papéis privados, o mercado de dívida pública se constituiria num ótimo parâmetro com o qual se comparar as debêntures para o cálculo de prêmio de risco e estrutura de juros a prazo.

A participação do BOVESPA FIX nas emissões primárias atingiu 75% no ano passado. A ampliação de sua fatia neste mercado foi fruto de esforços da BOVESPA. A plataforma do BOVESPA FIX sofreu modificações para que possibilitasse a colocação primária de

⁸ Veja gráfico 6 e tabela 5.

Gráfico 6 - Razão giro/estoque



Fontes: BOVESPA e SND

O gráfico mostra, do volume total de títulos passíveis de negociação na BOVESPA, no BOVESPA FIX e no SND (a barra inteira), aquela parte que é negociada anualmente (o trecho hachurado da barra).

Pode-se notar que o SND está próximo do nível de giro/estoque da BOVESPA. O BOVESPA FIX, no entanto, fica muito aquém tanto de um como de outro. Portanto, a consolidação dos números do SND com os do BOVESPA FIX levam a um resultado ainda mais dispar daquele alcançado pela Bolsa de Valores.

valores mobiliários articulada com a liquidação financeira realizada pela CBLC e posterior emissão de boletins de subscrição e registros de custódia.

Outra iniciativa importante na conquista de mercado, o eBookbuilding, transformou a maneira tradicional de se colocar debêntures. O *bookbuilding* – processo de determinação de demanda potencial por um papel a ser lançado, em que se apuram possíveis compradores, preço que o mercado está disposto a pagar, taxas de juros e condições gerais exigidas pelo mercado – ganhou em segurança ao ser transportado das mesas dos agentes responsáveis pelo lançamento para a Internet. Em vez de consultas a cada comprador individual por meio telefônico, a operação no BOVESPA FIX se realiza por iniciativa dos próprios investidores, que registram, eles mesmos, seu interesse no “livro” (obviamente, não se trata de um livro propriamente dito, mas de uma lista virtual de ofertas).

Numa comparação, os dois segmentos de mercado se mostram bastante desiguais no tocante a desempenho. Ao fim do ano de 2002, o BOVESPA FIX contava com 28 papéis listados⁹, o que representou um aumento de R\$ 6,5 bilhões, no ano anterior, para 14 bilhões de reais em títulos passíveis de negociação. O volume financeiro negociado em 2002 totalizou R\$ 2.076,3 milhões.

Mais de 400 empresas já registraram debêntures no SND. O estoque de títulos, atualmente, ultrapassa os R\$ 60 bilhões¹⁰ e o giro médio diário chegou no mês de setembro de 2002 a passar da marca dos R\$395 milhões¹¹.

As formas de liquidação financeira dos dois sistemas são praticamente iguais. Ambos são operados por meio eletrônico com graus de segurança equivalentes. As diferenças que levam a tamanha disparidade de liquidez entre os sistemas se localizam em dois pontos.

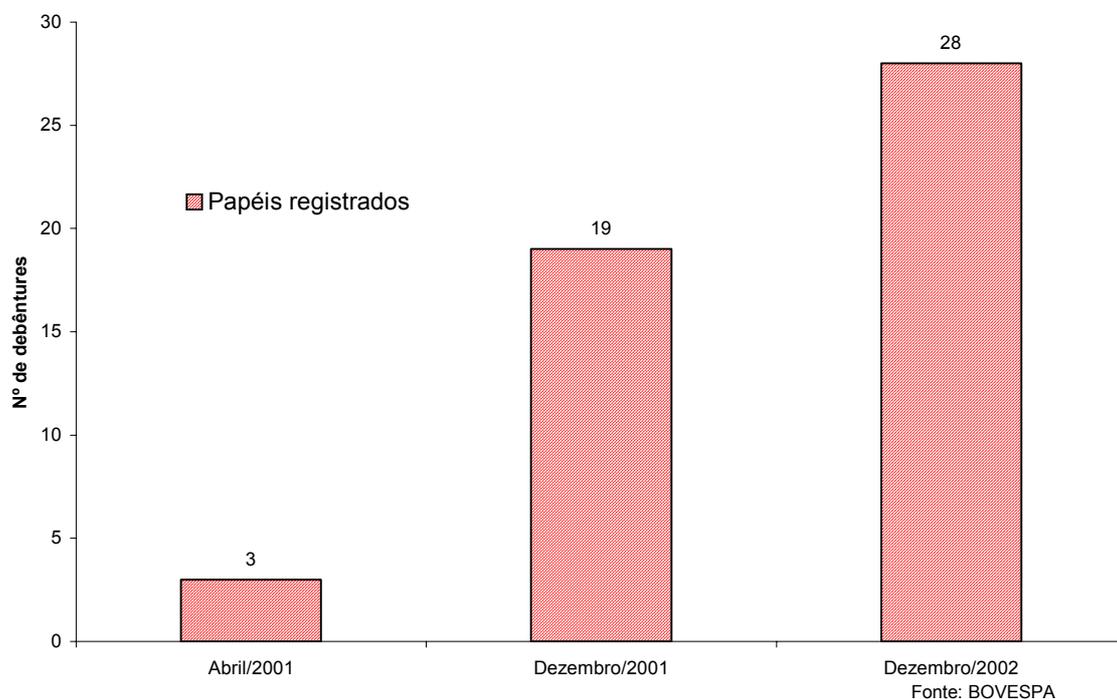
O primeiro é que o SND iniciou operações em 1988, enquanto o BOVESPA FIX só foi inaugurado em 2001. O SND não movimenta mais dinheiro que o BOVESPA FIX pelo mero motivo de ser mais antigo e conhecido, apesar das aparências. Existe uma razão mais profunda e técnica para o fenômeno. A tradição de negócios num determinado ambiente se perpetua através de um mecanismo de retroalimentação. Quanto mais investidores e emissores se concentram num mercado, mais interessante se torna esse mercado para os investidores e emissores, pois a amplitude do mercado contribui para a competição, o que, por sua vez, se traduz em aumento de eficiência – descoberta de preço mais rápida – e

⁹ Veja gráfico 7 e tabela 6.

¹⁰ Veja gráfico 8 e tabela 7.

¹¹ Veja gráfico 9 e tabela 8.

Gráfico 7 - Papéis registrados no BOVESPA FIX



Mesmo podendo parecer pouco, os 28 papéis de dezembro de 2002 representam uma evolução impressionante. Dos três papéis iniciais a listagem sofreu um aumento, em apenas oito meses, de mais de quinhentos por cento saltando para dezenove debêntures. Nos doze meses seguintes, apesar de não ter repetido o feito, a lista do BOVESPA FIX aumentou não desprezíveis 50%.

Este desempenho prova que, a despeito de ter entrado em funcionamento a pouco mais de três anos, o BOVESPA FIX tem ganhado espaço na preferência de emissores e investidores.

maior diversidade de demanda e de oferta – a possibilidade de negócio com produtos que atendem a exigências particulares dos agentes.

O segundo ponto, é a disponibilidade de informações em cada mercado. Em outras palavras, o grau de transparência de cada sistema. Esta questão é um tanto mais complexa e merece ser tratado num capítulo à parte. Assim, o próximo, é todo dedicado à relação entre liquidez e transparência.

Capítulo III – Transparência *versus* liquidez

A complexidade de apreçar debêntures, seu alto preço unitário, longo prazo de maturação e a possibilidade de repactuação as tornam uma opção de investimento pouco atraente para investidores não-especializados. O domínio do mercado por investidores institucionais faz com que haja uma certa aversão a transparência de mercado. Na presença de transparência, cada movimento dos investidores informados é observado pelos demais agentes como sendo, em si, fonte de informação. Portanto, se o mercado percebe um desses agentes tentando fechar um determinado negócio, ocorre uma corrida no mesmo sentido da ordem num processo de adaptação do mercado à nova informação que o movimento do investidor institucional representa.

Como é dito em Ui (1996), “Transparência tem muitas dimensões porque um mercado tem muitos tipos de participantes e muitos tipos de informação”. Dois são os tipos de transparência mais utilizados nas análises da literatura sobre o assunto. A transparência pré-negócio – *pre-trade transparency* – se refere à publicação de cotações antes de o negócio ocorrer. A transparência pós-negócio – *post-trade transparency* – diz respeito às informações que são publicadas dando detalhes de negócios já realizados.

Comparando os dois ambientes de negociação apresentados, notam-se diferenças fundamentais do grau de transparência anterior à negociação e, também, posterior. O BOVESPA FIX, na condição de mercado de bolsa, mantém atualizados permanentemente em suas telas preços para todos os ativos nele negociados. Após a realização de um negócio são divulgados o título trocado, o preço, a quantidade e a identidade dos participantes. E, em D + 1, há um boletim que informa o movimento consolidado de todo o pregão.

O mercado de balcão, ao contrário, é totalmente opaco nesses critérios. Toda informação só é conhecida pelas partes envolvidas. Se existe interesse de um participante negociar um valor mobiliário, ele tem de realizar um trabalho de pesquisa consultando outros participantes para saber o preço praticado por cada um. Nas consultas, as informações são trocadas em canal fechado pelos agentes. Ninguém mais no mercado toma conhecimento delas. Da mesma forma, quando é fechado um negócio, só as contrapartes ficam sabendo.

A maior transparência do BOVESPA FIX pode ser um fator que influencie a preferência dos investidores pelo SND. A opacidade beneficia os grandes investidores. Daí a opacidade influenciar na preferência pelo SND.

Scalia e Vacca (2002) é um estudo do impacto gerado pela mudança ocorrida no mercado de títulos do Tesouro italiano. A semelhança no tipo de mercado – mercado eletrônico de títulos de renda fixa – permite que seja traçado um paralelo com o mercado nacional de debêntures.

O *Mercato Telematico dei Titoli di Stato* – MTS – é o mercado eletrônico de balcão onde se negociam os papéis da dívida italiana. Um movimento por mudança no sistema alcançou êxito em julho de 1997, quando as ofertas passaram a ser anônimas.

A proposta surgiu de um grupo de investidores de grande porte sob o argumento de que ocorreria uma seleção natural através da qual seriam eliminados os agentes menos hábeis (aqueles de menor porte), que só sobreviviam até então porque mimetizavam o movimento dos grandes. Haveria um ganho de eficiência e, portanto, um ganho social.

A teoria de microestrutura de mercados afirma que um elemento fundamental na organização e no funcionamento de mercados é a existência de assimetrias de informação entre os participantes. No caso de haver dois grupos de agentes, os informados e os especuladores (aqui a palavra especulador é utilizada com o significado do investidor que apenas tenta acompanhar os movimentos do mercado sem ter maiores informações sobre o valor fundamental dos ativos), uma alteração de regras, em geral, traz benefícios para um grupo às custas do outro¹².

Parece que foi exatamente o que ocorreu com o MTS. Os testes realizados mostram que houve mudança no perfil de participantes do período 1 – ofertas identificadas – para o período 2 – ofertas cegas. Foi rejeitada a hipótese nula testada de que a média do número de participantes de cada uma das categorias em que foram classificados – grandes e pequenos – fosse igual em ambos os períodos. O número de participantes de pequeno porte diminuiu, enquanto o de grandes, aumentou. Da mesma forma, o número de negócios grandes – *block trades* – cresceu.

A mudança de regime provocou alterações também na liquidez intradiária. As evidências confirmam a hipótese de jogo de espera – *waiting game* – de Foster e Viswanathan (1996). Na ausência de fontes mais diretas de informação, os investidores tendem a postergar suas ordens. Com isso procuram carregá-las com o máximo de

¹² Scalia e Vacca (2002).

informação que conseguirem inferir do fluxo agregado de negócios observado durante o pregão.

Em Domowitz (1990) são definidos três objetivos de um mercado: descoberta de preço confiável; ampla disseminação do preço e proteção efetiva contra risco de preço – *price risk*. A esta lista, é acrescentada, em O'Hara (1995), a eficiência de mercado, definida com a rapidez com que a informação é agregada e aplicada ao preço.

Se estes são os objetivos, então pode-se dizer que, se o mercado se sai mal deles, trata-se de um mercado que não proporciona a seus participantes as vantagens de se negociar num mercado. Assim, é plausível que os agentes o abandonem por outro mercado. Por isso, o exame dessas características deve revelar algo sobre a condição de liquidez do mercado.

Na verdade, todos os quatro objetivos estão ligados. É difícil analisá-los independentemente. A disseminação dos preços afeta diretamente o risco de preço. Sem saber o preço que o mercado pratica, corre-se o risco de perder dinheiro num negócio. Afeta também a descoberta de preço, pois achar o preço subjacente de um ativo exige que se saiba como o preço evolui no mercado. O risco de preço, por sua vez, é afetado pela descoberta de preço, já que realizar um negócio a um preço muito distante do preço fundamental do papel pode significar incorrer em prejuízo.

A transparência pós-negócio funciona como um fator de aumento da velocidade de apreçamento dos ativos¹³. Surpreendentemente, a transparência pós-negócio tem o efeito oposto¹⁴. A explicação para esta conclusão contraintuitiva está no comportamento dos formadores de mercado. Num mercado opaco, os formadores de mercado precisam se diferenciar, em termos de preço, de forma dramática para atrair fluxo de negócios. Enquanto isso, quando a informação é disseminada no mercado por um *ticker*, qualquer melhora marginal no preço oferecido atrai fluxo de negócios.

Outro aspecto importante que atrasa o processo de descoberta de preço em mercados transparentes é a internalização¹⁵. É comum em certos mercados de balcão, como a *London Stock Exchange* (LSE), que um cliente dê uma ordem a seu corretor¹⁶, que internaliza a ordem. Isto significa que o corretor não agride a melhor oferta disponível naquele momento. Ele iguala ou melhora o melhor preço e executa a ordem internamente. O

¹³ Bloomfield e O'Hara (1999) ; Flood, Huisman, Koedijk e Roël (1997) ; Flood, Koedijk, Dijk e Leeuwen (2002)

¹⁴ Flood, Huisman, Koedijk e Mathieu (1999) ; Flood, Koedijk, Dijk e Leeuwen (2002)

¹⁵ Hansch, Naik e Vaswanathan (1997)

resultado disso é a falta de incentivo aos formadores de mercado a melhorar seus preços, pois quando o fazem, geram externalidade. Servem de referência sem, necessariamente, atrair fluxo de negócios. Este comportamento não ocorre sob opacidade.

Prova da maior rapidez na captação de informações pôde ser constatada no estudo sobre o MTS. Após a mudança no regime de transparência, a influência deste mercado no mercado de futuros aumentou¹⁷.

O desenvolvimento mais lento do processo de descoberta de preço favorece o agente que possui alguma informação exclusiva. O lucro do *insider* – a palavra *insider* será utilizada significando aquele agente que possui uma vantagem gerada por informação assimétrica e, não, um criminoso que se utiliza de informação privilegiada para criar condições de inequidade no mercado – é maior quanto maior for o tempo que ele tiver para tirar proveito da vantagem gerada pela informação assimétrica que detém¹⁸. Isto, contudo, acaba por afastar os outros investidores e diminuir a demanda por valores mobiliários. O uso estratégico da informação assimétrica se constitui numa forma de transferência de renda por parte do *insider* às expensas dos demais participantes.

O preço pago para se transformar um ativo em dinheiro – liquidez – pode ser medido além de pelo volume que é movimentado no mercado, pelo *spread bid-ask* praticado pelos formadores de mercado. Como já foi dito, os formadores de mercado são mais agressivos no apreçamento quando não há transparência. Nesta condição, portanto, os *spreads* diminuem. Esta é a mesma conclusão de Scalia e Vacca (2002) sobre o segundo período de observação do MTS.

No mercado de balcão há um custo de se fechar o melhor negócio disponível no momento. Gasta-se tempo em procurar e negociar a melhor oferta. É comum que investidores institucionais trabalhem regularmente com alguns intermediários e se utilizem dos serviços de outros ocasionalmente. Em uma situação de necessidade imediata de fechar negócio, os investidores recorrem a seus operadores regulares porque têm certeza de que, mesmo que venham a perder um pouco, o negócio será fechado. Se dispõe de mais tempo, procuram as melhores condições do mercado. Entretanto, a pressa do investidor não garante maiores lucros aos corretores. Muitas vezes, eles abrem mão dos lucros para manterem um bom relacionamento com o cliente.

¹⁶ As palavras “corretor”, “operador”, “intermediário” e “formador de mercado” são usadas indistintamente, pois são sinônimos num mercado de balcão.

¹⁷ Scalia e Vacca (2002).

¹⁸ Flood, Koedijk, Dijk e Leeuwen (2002).

A volatilidade de preços é utilizada por alguns como indicador indireto de liquidez. Se estabelece uma relação inversa entre as variáveis. A esse respeito, há conclusões em Uti (1996) extraídas do modelo teórico que apresentou. O modelo tem como uma das variáveis o que denomina transparência de sinais públicos – *public signals transparency*. Este conceito é definido como a observância do fluxo total de ordens por todos os operadores. O artigo demonstra que aumentar a transparência de sinais públicos causa queda de volatilidade. A conclusão do estudo empírico de Scalia e Vacca (2002) sobre a volatilidade no MTS é de que ocorreu decréscimo no período 2, quando houve diminuição da transparência.

Conclusão

Foi percorrido um longo caminho desde a primeira menção no ordenamento jurídico brasileiro de um papel com as características do que hoje conhecemos por debêntures em 4 de novembro de 1882 até que se tornassem uma opção real de captação de fundos pelas empresas. O ambiente jurídico-institucional demorou, praticamente, cento e vinte anos de desenvolvimento para atingir a configuração atual.

O mercado secundário, atualmente, se encontra dividido em dois ambientes de negociação principais. O SND, inaugurado em 1988, é um sistema eletrônico de registro na CETIP dos negócios efetuados em regime de balcão, cuja administração fica a cargo da CETIP e da ANDIMA. É, de longe, majoritário tanto em estoque de títulos quanto em volume negociado. O BOVESPA FIX, cujas operações se iniciaram em 2001, é uma bolsa eletrônica de debêntures administrada pela BOVESPA e que utiliza os serviços de liquidação e custódia da CBLC.

O hiato entre a inauguração do SND e do BOVESPA FIX conferiu ao primeiro uma enorme vantagem. A tradição de concentração de negócios no balcão, *per se*, garante maior volume movimentado. Em busca de melhores condições de preço, os emissores e investidores são atraídos para o mercado mais pujante, onde esperam que a competição torne o mercado mais eficiente.

Há uma grande diferença na microestrutura dos mercados. O balcão e o BOVESPA FIX apresentam regimes de transparência antagônicos, o que se traduz em implicações quanto aos possíveis ganhos advindos do uso estratégico de informação assimétrica.

A transparência pode trazer problemas para os investidores informados. Especuladores monitoram seus movimentos com o intuito de reproduzi-los, causando deterioração das condições de mercado nas quais os investidores institucionais operam.

O processo de descoberta de preço ocorre de forma mais rápida sob opacidade. Os formadores de mercado precisam diferenciar bastante suas cotações para conseguirem atrair negócios. Operadores fazem melhoras mais significativas nos preços, diminuindo os *spreads bid-ask* praticados. Já que o *spread* é o preço que se paga para transformar um ativo em dinheiro, ou vice-versa, então o *spread* pode ser considerado uma medida de liquidez do mercado. Portanto, menor transparência implica em maior liquidez.

Insider traders se beneficiam de um processo de descoberta de preço mais lento. Existem dados que demonstram que, num ambiente em que o preço subjacente do ativo

demora mais a ser encontrado, os lucros do *insider* aumentam e os dos outros agentes caem. Resulta disso um esvaziamento do mercado com queda da demanda por valores mobiliários. Se a transparência dificulta a descoberta de preço, então a transparência, indiretamente, enfraquece o mercado.

A volatilidade é outro indicativo de liquidez. Usa-se a volatilidade como medida indireta de liquidez segundo uma relação inversa. Evidências teóricas e empíricas sustentam que menor liquidez leva a queda de volatilidade.

Bibliografia

- Andrezo, A .F. e I.L. Siqueira, “Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos”, São Paulo, pioneira, 1999.
- Bloomfield, R. e M. O’Hara, “Market Trasparency: Who Wins and Who Loses?”, *Review of Financial Studies*, 12(1), 5-35, 1999.
- Boletim Técnico de Debêntures, ed. 6º bimestre, 2002
- Código de Ética da ANDIMA
- Domowitz, I., “The Mechanics of Automated Trade Execution”, *Journal of Financial Intermediation*, nº 1, pp 167-94, 1990.
- Flood, M. D., C.G. Koedijk, M.A. van Dijk e I.W. van Leewen, “Dividing the Pie: Assymmetrically Informed Dealers and Market Transparency”, Paper de Discussão nº 257, Instituto de Pesquisa Erasmus de Administração (EIRM), Universidade Erasmus de Roterdã, 2002.
- Flood, M.D., C.G. Koedjik, M.A. van Dijk e I.W. van Leeuwen, “Dividing the Pie: Asymmetrically Informed Dealers and Market Transparency”, Artigo para Discussão nº 257, Universidade Erasmus de Roterdã, 2002.
- Flood, M.D., R. Huisman, C.G. Koedjik e A.A. Röel, “Post-trade Transparency in Multiple Dealer Financial Markets”, Universidade Erasmus de Roterdã, 1997.
- Flood, M.D., R. Huisman, C.G. Koedjik e R.J. Mathieu, “Quote Disclosure and Price Discovery in Multiple Dealer Financial Markets”, *Review of Financial Studies*, 12(1), 37-59, 1999.
- Foster, F.D. e S. Viswanathan, “Strategic Trading When Agents Forecast the Forecast of Others”, *Journal of Finance*, vol 51, nº 4, pp 1437-78, 1996.
- Franco, G.H.B., “A Primeira Década Republicana”, in Abreu, M.P. (org.), “A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1898-1989”, Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- Hansch, O., N.Y. Naik, S. Viswanathan, “Preferencing, Internalization, Best Execution and Dealer Profits”, The Institute of Financial Research, Birbeck College, 1997.
- O’Hara, M., “Microstructure Theory”, Basil Blackwell, Cambridge, Mass., 1995.
- Pinheiro Guimarães, F.J., “Debêntures e *Commercial Papers*: Uma Visão Prática sobre Determinados Aspectos”, Seminário, CETIP, 2002.
- Regulamento do BOVESPA FIX.

- Regulamento de SND.
- Relatório Anual da BOVESPA, ed. 2000, 2001 e 2002.
- Retrospectiva ANDIMA, ed. 1994 a 2002.
- Scalia, A. e V. Vacca, “Does Market Transparency Matter? A Case Study”, Artigo para Discussão nº 359, Banco da Itália, 2002.
- Ui, T., “Transparency and Liquidity in Securities Markets”, Institute of Monetary Studies, Banco do Japão, 1996.
- www.andima.com.br
- www.bovespa.com.br
- www.bvrj.com.br
- www.cblc.com.br
- www.cetip.com.br
- www.debentures.com.br
- www.fgv.br
- www.planalto.gov.br

Apêndice

Tabela 2

| Emissões de 1982 a 1993 | | |
|-------------------------|------------------|-----|
| Ano | Volume (em US\$) | Nº |
| 1982 | 101.666.070,49 | 9 |
| 1983 | 85.881.491,88 | 3 |
| 1984 | 12.543.062,78 | 3 |
| 1985 | 6.924.132,41 | 2 |
| 1986 | 1.758.563,87 | 1 |
| 1987 | 12.876.099,71 | 2 |
| 1988 | 2.899.504.208,34 | 16 |
| 1989 | 1.294.587.679,38 | 38 |
| 1990 | 2.020.613.420,68 | 86 |
| 1991 | 1.355.961.550,27 | 74 |
| 1992 | 756.958.696,35 | 52 |
| 1993 | 3.618.685.334,33 | 121 |

Tabela 3

| Aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Privada | | | | | |
|----------------------------------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Participação por Ativo em % | | | | | |
| ATIVO | dez/98 | dez/99 | dez/00 | dez/01 | nov/02 |
| Ações | 19,2 | 23,6 | 23,6 | 18,5 | 16,3 |
| Imóveis | 10,7 | 8,8 | 8,0 | 6,8 | 7,0 |
| Depósitos a Prazo | 9,7 | 4,6 | 3,2 | 3,1 | 2,4 |
| Fundos de Inv. - RF | 22,8 | 31,6 | 36,7 | 40,4 | 42,5 |
| Fundos de Inv. - RV | 10,2 | 12,2 | 11,4 | 10,5 | 9,2 |
| Empr. a Participantes | 1,9 | 1,6 | 1,8 | 1,8 | 2,0 |
| Financ. Imobiliário | 4,4 | 3,4 | 2,9 | 2,5 | 2,2 |
| Debêntures | 3,6 | 2,5 | 2,0 | 2,1 | 2,4 |
| Títulos Públicos | 6,5 | 6,3 | 6,6 | 11,3 | 13,0 |
| Outros | 2,6 | 2,6 | 3,6 | 2,9 | 3,0 |
| Oper. c/ Patrocinadoras | 8,4 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Total (em R\$ milhões) | 90.757,00 | 115.124,00 | 130.077,00 | 154.578,00 | 157.318,00 |

Fonte: Abrapp através da ANDIMA

Tabela 4

| Investimentos Externos - Portfólio de Investidores não Residentes | | | | | | |
|-------------------------------------------------------------------|-------------------------|-------------|------------|--------|------------|-----------------------------|
| Período | Participação por Ativos | | | | | Valor total (em US\$ bi) |
| | Ações | Derivativos | Debêntures | Outros | Renda Fixa | |
| dez/98 | 94,8 | 4,2 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 17,37 |
| dez/99 | 99,0 | 0,0 | 0,8 | 0,1 | 0,0 | 23,11 |
| dez/00 | 91,9 | 0,1 | 0,9 | 0,1 | 7,0 | 18,50 |
| dez/01 | 88,5 | 0,3 | 0,7 | 1,2 | 9,3 | 15,50 |
| dez/02 | 74,7 | 2,4 | 1,2 | 0,2 | 21,5 | 10,40 |

Fonte: CVM através da ANDIMA

Tabela 5

| Administração de Recursos de Terceiros - Participação por Ativo em dez/02 | | |
|---------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------|
| Ativos | Volume (R\$ milhões) | Participação % |
| Renda Fixa | 338.636,10 | 88,85 |
| Títulos Públicos Federais | 279.880,10 | 73,43 |
| Títulos Públicos Estaduais e Municipais | 124,40 | 0,03 |
| CDB/RDB | 22.593,60 | 5,93 |
| Notas Promissórias | 1.230,00 | 0,32 |
| Debêntures | 18.135,00 | 4,76 |
| Outros | 16.673,00 | 4,37 |
| Renda Variável | 42.492,10 | 11,15 |
| Ações | 41.480,60 | 10,88 |
| Outros | 1.011,50 | 0,27 |
| Total | 381.128,20 | 100,00 |

Fonte: Anbid através da ANDIMA

Tabela 6

| | RAZÃO GIRO / VOLUME REGISTRADO | | |
|----------------|--------------------------------|----------------------|--------------|
| | BOVESPA (US\$ MM) | BOVESPA FIX (R\$ MM) | SND (R\$ MM) |
| Giro | 49.297,30 | 2.076,30 | 21.400,00 |
| Estoque | 124.042,03 | 14.000,00 | 63.279,46 |
| Razão | 39,74% | 14,83% | 33,82% |

Fontes: SND e BOVESPA

Tabela 7

| EVOLUÇÃO DO Nº DE PAPÉIS NO BF | | | |
|---------------------------------|------------|---------------|---------------|
| | Abril/2001 | Dezembro/2001 | Dezembro/2002 |
| Nº de Papéis Negociáveis | 3 | 19 | 28 |

Fonte: BOVESPA

Tabela 8

| | Estoque de títulos no SND (R\$ mil) | | |
|--------|-------------------------------------|---------------------|--------------------|
| | Valor Nominal | Inflação (IGP-DI %) | Valor deflacionado |
| jan/95 | 10.525.930 | 2,64 | 27.788.455 |
| fev/95 | 10.789.272 | 2,62 | 28.267.893 |
| mar/95 | 11.067.090 | 2,61 | 28.885.105 |
| abr/95 | 11.373.640 | 2,58 | 29.343.991 |
| mai/95 | 12.075.183 | 2,58 | 31.153.972 |
| jun/95 | 12.738.743 | 2,55 | 32.483.795 |
| jul/95 | 14.652.437 | 2,53 | 37.070.666 |
| ago/95 | 15.101.565 | 2,51 | 37.904.928 |
| set/95 | 12.977.000 | 2,52 | 32.702.040 |
| out/95 | 12.741.177 | 2,52 | 32.107.766 |
| nov/95 | 12.921.629 | 2,51 | 32.433.289 |
| dez/95 | 13.800.459 | 2,5 | 34.501.148 |
| jan/96 | 13.966.330 | 2,48 | 34.636.498 |
| fev/96 | 13.544.713 | 2,47 | 33.455.441 |
| mar/96 | 13.938.290 | 2,47 | 34.427.576 |
| abr/96 | 14.102.243 | 2,46 | 34.691.518 |
| mai/96 | 14.379.996 | 2,44 | 35.087.190 |
| jun/96 | 15.043.356 | 2,43 | 36.555.355 |
| jul/96 | 15.064.001 | 2,42 | 36.454.882 |
| ago/96 | 15.190.408 | 2,42 | 36.760.787 |
| set/96 | 15.643.889 | 2,42 | 37.858.211 |
| out/96 | 15.659.622 | 2,41 | 37.739.689 |
| nov/96 | 16.073.006 | 2,41 | 38.735.944 |
| dez/96 | 16.634.012 | 2,4 | 39.921.629 |
| jan/97 | 17.733.732 | 2,38 | 42.206.282 |
| fev/97 | 18.267.173 | 2,37 | 43.293.200 |
| mar/97 | 18.992.014 | 2,36 | 44.821.153 |
| abr/97 | 19.228.882 | 2,35 | 45.187.873 |
| mai/97 | 19.217.535 | 2,35 | 45.161.207 |
| jun/97 | 19.044.564 | 2,34 | 44.564.280 |
| jul/97 | 20.081.719 | 2,34 | 46.991.222 |
| ago/97 | 19.828.036 | 2,34 | 46.397.604 |
| set/97 | 20.642.399 | 2,33 | 48.096.790 |
| out/97 | 21.028.700 | 2,33 | 48.996.871 |
| nov/97 | 21.240.107 | 2,31 | 49.064.647 |
| dez/97 | 21.240.655 | 2,31 | 49.065.913 |
| jan/98 | 21.445.565 | 2,29 | 49.110.344 |
| fev/98 | 21.710.187 | 2,29 | 49.716.328 |
| mar/98 | 22.394.812 | 2,29 | 51.284.119 |
| abr/98 | 22.336.645 | 2,29 | 51.150.917 |
| mai/98 | 22.088.860 | 2,29 | 50.583.489 |
| jun/98 | 20.824.772 | 2,29 | 47.688.728 |
| jul/98 | 20.743.821 | 2,29 | 47.503.350 |
| ago/98 | 21.046.128 | 2,29 | 48.195.633 |
| set/98 | 20.268.558 | 2,29 | 46.414.998 |
| out/98 | 20.225.070 | 2,29 | 46.315.410 |
| nov/98 | 20.158.458 | 2,3 | 46.364.453 |
| dez/98 | 20.841.349 | 2,28 | 47.518.276 |
| jan/99 | 20.690.839 | 2,27 | 46.968.205 |
| fev/99 | 19.845.714 | 2,21 | 43.859.028 |
| mar/99 | 21.273.040 | 2,18 | 46.375.227 |

| | | | |
|--------|------------|------|------------|
| abr/99 | 21.332.649 | 2,18 | 46.505.175 |
| mai/99 | 21.680.225 | 2,18 | 47.262.891 |
| jun/99 | 21.550.523 | 2,17 | 46.764.635 |
| jul/99 | 21.507.558 | 2,14 | 46.026.174 |
| ago/99 | 21.391.960 | 2,12 | 45.350.955 |
| set/99 | 21.063.828 | 2,1 | 44.234.039 |
| out/99 | 21.163.862 | 2,07 | 43.809.194 |
| nov/99 | 21.434.132 | 2,03 | 43.511.288 |
| dez/99 | 21.108.804 | 2,01 | 42.428.696 |
| jan/00 | 21.430.165 | 2 | 42.860.330 |
| fev/00 | 22.192.677 | 1,99 | 44.163.427 |
| mar/00 | 22.191.014 | 1,99 | 44.160.118 |
| abr/00 | 22.317.806 | 1,99 | 44.412.434 |
| mai/00 | 23.160.781 | 1,98 | 45.858.346 |
| jun/00 | 23.298.971 | 1,96 | 45.665.983 |
| jul/00 | 24.675.096 | 1,92 | 47.376.184 |
| ago/00 | 23.671.685 | 1,89 | 44.739.485 |
| set/00 | 23.982.390 | 1,88 | 45.086.893 |
| out/00 | 24.017.325 | 1,87 | 44.912.398 |
| nov/00 | 24.442.102 | 1,87 | 45.706.731 |
| dez/00 | 26.333.074 | 1,85 | 48.716.187 |
| jan/01 | 26.026.427 | 1,84 | 47.888.626 |
| fev/01 | 26.322.216 | 1,84 | 48.432.877 |
| mar/01 | 28.934.854 | 1,82 | 52.661.434 |
| abr/01 | 31.538.497 | 1,8 | 56.769.295 |
| mai/01 | 31.619.450 | 1,8 | 56.915.010 |
| jun/01 | 31.497.285 | 1,77 | 55.750.194 |
| jul/01 | 33.551.156 | 1,74 | 58.379.011 |
| ago/01 | 32.619.668 | 1,72 | 56.105.829 |
| set/01 | 32.866.514 | 1,71 | 56.201.739 |
| out/01 | 33.100.222 | 1,69 | 55.939.375 |
| nov/01 | 33.420.821 | 1,67 | 55.812.771 |
| dez/01 | 37.891.890 | 1,67 | 63.279.456 |

Fontes: SND e FGV

Tabela 9

| | Volume médio negociado no SND (em R\$ Mil) | | |
|--------|--------------------------------------------|---------------------|--------------------|
| | Valor Nominal | Inflação (IGP-DI %) | Valor deflacionado |
| jan/95 | 21.913 | 2,64 | 57.850 |
| fev/95 | 42.217 | 2,62 | 110.609 |
| mar/95 | 25.829 | 2,61 | 67.414 |
| abr/95 | 55.485 | 2,58 | 143.151 |
| mai/95 | 33.544 | 2,58 | 86.544 |
| jun/95 | 38.029 | 2,55 | 96.974 |
| jul/95 | 16.093 | 2,53 | 40.715 |
| ago/95 | 75.834 | 2,51 | 190.343 |
| set/95 | 92.219 | 2,52 | 232.392 |
| out/95 | 78.485 | 2,52 | 197.782 |
| nov/95 | 84.868 | 2,51 | 213.019 |
| dez/95 | 258.645 | 2,50 | 646.613 |
| jan/96 | 108.787 | 2,48 | 269.792 |
| fev/96 | 55.846 | 2,47 | 137.940 |
| mar/96 | 106.744 | 2,47 | 263.658 |

| | | | |
|--------|---------|------|-----------|
| abr/96 | 128.766 | 2,46 | 316.764 |
| mai/96 | 167.009 | 2,44 | 407.502 |
| jun/96 | 275.459 | 2,43 | 669.365 |
| jul/96 | 380.635 | 2,42 | 921.137 |
| ago/96 | 239.094 | 2,42 | 578.607 |
| set/96 | 258.547 | 2,42 | 625.684 |
| out/96 | 365.821 | 2,41 | 881.629 |
| nov/96 | 423.113 | 2,41 | 1.019.702 |
| dez/96 | 642.266 | 2,40 | 1.541.438 |
| jan/97 | 522.895 | 2,38 | 1.244.490 |
| fev/97 | 450.120 | 2,37 | 1.066.784 |
| mar/97 | 457.777 | 2,36 | 1.080.354 |
| abr/97 | 62.827 | 2,35 | 147.643 |
| mai/97 | 76.929 | 2,35 | 180.783 |
| jun/97 | 41.238 | 2,34 | 96.497 |
| jul/97 | 25.969 | 2,34 | 60.767 |
| ago/97 | 37.821 | 2,34 | 88.501 |
| set/97 | 39.052 | 2,33 | 90.991 |
| out/97 | 55.313 | 2,33 | 128.879 |
| nov/97 | 133.280 | 2,31 | 307.877 |
| dez/97 | 43.403 | 2,31 | 100.261 |
| jan/98 | 38.268 | 2,29 | 87.634 |
| fev/98 | 29.590 | 2,29 | 67.761 |
| mar/98 | 23.867 | 2,29 | 54.655 |
| abr/98 | 30.497 | 2,29 | 69.838 |
| mai/98 | 20.935 | 2,29 | 47.941 |
| jun/98 | 20.585 | 2,29 | 47.140 |
| jul/98 | 16.675 | 2,29 | 38.186 |
| ago/98 | 21.318 | 2,29 | 48.818 |
| set/98 | 48.949 | 2,29 | 112.093 |
| out/98 | 38.918 | 2,29 | 89.122 |
| nov/98 | 46.063 | 2,30 | 105.945 |
| dez/98 | 30.088 | 2,28 | 68.601 |
| jan/99 | 24.491 | 2,27 | 55.595 |
| fev/99 | 69.221 | 2,21 | 152.978 |
| mar/99 | 30.997 | 2,18 | 67.573 |
| abr/99 | 26.681 | 2,18 | 58.165 |
| mai/99 | 74.466 | 2,18 | 162.336 |
| jun/99 | 92.677 | 2,17 | 201.109 |
| jul/99 | 52.270 | 2,14 | 111.858 |
| ago/99 | 20.596 | 2,12 | 43.664 |
| set/99 | 20.476 | 2,10 | 43.000 |
| out/99 | 14.176 | 2,07 | 29.344 |
| nov/99 | 35.542 | 2,03 | 72.150 |
| dez/99 | 72.888 | 2,01 | 146.505 |
| jan/00 | 41.416 | 2,00 | 82.832 |
| fev/00 | 67.934 | 1,99 | 135.189 |
| mar/00 | 64.386 | 1,99 | 128.128 |
| abr/00 | 90.959 | 1,99 | 181.008 |
| mai/00 | 62.079 | 1,98 | 122.916 |
| jun/00 | 68.480 | 1,96 | 134.221 |
| jul/00 | 50.574 | 1,92 | 97.102 |
| ago/00 | 52.957 | 1,89 | 100.089 |
| set/00 | 40.010 | 1,88 | 75.219 |

| | | | |
|--------|---------|------|---------|
| out/00 | 14.743 | 1,87 | 27.569 |
| nov/00 | 42.437 | 1,87 | 79.357 |
| dez/00 | 41.416 | 1,85 | 76.620 |
| jan/01 | 53.866 | 1,84 | 99.113 |
| fev/01 | 48.613 | 1,84 | 89.448 |
| mar/01 | 159.732 | 1,82 | 290.712 |
| abr/01 | 112.399 | 1,80 | 202.318 |
| mai/01 | 75.933 | 1,80 | 136.679 |
| jun/01 | 25.753 | 1,77 | 45.583 |
| jul/01 | 56.497 | 1,74 | 98.305 |
| ago/01 | 40.014 | 1,72 | 68.824 |
| set/01 | 23.246 | 1,71 | 39.751 |
| out/01 | 37.412 | 1,69 | 63.226 |
| nov/01 | 34.127 | 1,67 | 56.992 |
| dez/01 | 163.022 | 1,67 | 272.247 |
| jan/02 | 61.760 | 1,66 | 102.522 |
| fev/02 | 114.305 | 1,66 | 189.746 |
| mar/02 | 89.046 | 1,66 | 147.816 |
| abr/02 | 40.904 | 1,64 | 67.083 |
| mai/02 | 23.880 | 1,62 | 38.686 |
| jun/02 | 73.574 | 1,59 | 116.983 |
| jul/02 | 62.363 | 1,55 | 96.663 |
| ago/02 | 263.925 | 1,50 | 395.888 |
| set/02 | 68.918 | 1,44 | 99.242 |
| out/02 | 54.954 | 1,35 | 74.188 |
| nov/02 | 41.068 | 1,21 | 49.692 |
| dez/02 | 136.141 | 1,15 | 156.562 |

Fontes: SND e FGV

Tabela 10

| Comparativo de Volume Emitido - R\$ Milhões | | | |
|----------------------------------------------------|------------------|-------------------|---------------------------|
| Base - Data de Registro CVM - 1995-2003 | | | |
| Ano | Ações | Debêntures | Notas Promissórias |
| 1995 | 1.935,25 | 6.883,37 | 1.116,68 |
| 1996 | 9.171,90 | 8.395,47 | 499,35 |
| 1997 | 3.908,90 | 7.517,80 | 5.022,10 |
| 1998 | 4.112,10 | 9.657,40 | 12.904,90 |
| 1999 | 2.749,44 | 6.676,38 | 8.044,00 |
| 2000 | 1.410,16 | 8.748,00 | 7.590,70 |
| 2001 | 1.353,30 | 15.162,13 | 5.266,24 |
| 2002 | 1.050,44 | 14.635,60 | 3.875,92 |
| 2003 | 79,99 | 2.078,40 | 1.075,29 |
| Total | 25.771,48 | 79.754,55 | 45.395,18 |

Fonte: CVM

Tabela 11

| Destinações de Recursos das Emissões - 1988 - 2003* | | |
|------------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------------|
| Destinação de Recursos | Volume Registrado em US\$ | Percentual |
| REFORÇO DO CAPITAL DE GIRO DA EMISSORA | 15.488.357.089,69 | 22,65 |
| REALIZAÇÃO DE OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL | 8.593.361.815,46 | 12,56 |
| ALONGAMENTO DO PERFIL DA DÍVIDA DA EMISSORA | 8.523.840.150,08 | 12,46 |
| SEM DESCRIÇÃO | 6.326.191.468,64 | 9,25 |
| INVESTIMENTOS DA EMISSORA | 5.040.040.486,11 | 7,37 |
| AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA/SOCIETÁRIA | 3.114.487.612,38 | 4,55 |
| INVESTIMENTOS NA EMISSORA | 2.499.707.552,82 | 3,65 |
| INVESTIMENTOS EM IMOBILIZADO | 2.011.601.213,69 | 2,94 |
| PAGAMENTO DE EMPRÉSTIMOS | 1.954.322.882,77 | 2,86 |
| REDUÇÃO DO PASSIVO DA EMISSORA | 1.648.065.087,66 | 2,41 |
| ALTERAÇÃO DO PERFIL DE ENDIVIDAMENTO | 1.596.690.725,99 | 2,33 |
| IMPLANTAÇÃO DE PROJETOS | 1.430.801.564,97 | 2,09 |
| REESTRUTURAÇÃO DO PASSIVO DA EMISSORA | 1.348.764.813,62 | 1,97 |
| REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA DA EMISSORA | 751.181.028,55 | 1,1 |
| REFORÇO DE GARANTIAS | 677.564.156,90 | 0,99 |
| AQUISIÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS | 576.604.936,90 | 0,84 |
| SUBSTITUIÇÃO DE EMPRÉSTIMOS | 544.296.166,60 | 0,8 |
| FINANCIAMENTO DE OPERAÇÕES DA EMISSORA | 513.875.577,32 | 0,75 |
| AQUISIÇÃO DE NOTAS PROMISSÓRIAS | 476.631.933,38 | 0,7 |
| LIQUIDAÇÃO DE OUTRA EMISSÃO/SÉRIE | 455.897.589,60 | 0,67 |
| AQUISIÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS - BENS | 439.853.205,50 | 0,64 |

| | | |
|----------------------------------------------|----------------|------|
| AQUISIÇÃO DE BENS | 384.702.448,38 | 0,56 |
| AMORTIZAÇÃO DE DÍVIDA DA EMISSORA | 348.948.502,10 | 0,51 |
| EQUACIONAMENTO DO PASSIVO DA EMISSORA | 341.429.828,73 | 0,5 |
| CELEBRAÇÃO DE CONTRATO DE MÚTUO | 304.320.459,32 | 0,44 |
| PROTEÇÃO DE DÍVIDA EXTERNA | 300.000.177,37 | 0,44 |
| ALONGAMENTO DO PASSIVO DA EMISSORA | 272.720.580,85 | 0,4 |
| PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL DE OUTRAS SOCIEDADES | 255.466.993,62 | 0,37 |
| INVESTIMENTOS EM EQUIPAMENTOS | 245.460.472,07 | 0,36 |
| EMPREENDIMENTO IMOBILIÁRIO | 203.273.020,21 | 0,3 |
| AQUISIÇÃO DE IMÓVEIS | 181.822.647,82 | 0,27 |
| AQUISIÇÃO DE TERRENO | 172.880.290,51 | 0,25 |
| LASTREAR OPERAÇÕES ATIVAS | 161.540.754,11 | 0,24 |
| INVESTIMENTOS NO SETOR ELÉTRICO | 158.241.758,20 | 0,23 |
| INTEGRAÇÃO SOCIETÁRIA | 158.079.253,40 | 0,23 |
| CONTRIBUIR COM A REFORMA DO ESTADO | 140.450.799,37 | 0,21 |
| FINANCIAMENTO DE CDC | 94.393.052,67 | 0,14 |
| ADEQUAÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAIS | 91.356.507,58 | 0,13 |
| ATIVIDADES AUDIOVISUAIS | 84.631.008,80 | 0,12 |
| AQUISIÇÃO DE EMPRESA | 77.853.449,06 | 0,11 |
| AUMENTAR O VOLUME DE OPERAÇÕES | 60.682.200,90 | 0,09 |
| AQUISIÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS - IMÓVEIS | 56.912.014,47 | 0,08 |
| REESTRUTURAÇÃO DO CAPITAL | 41.806.020,07 | 0,06 |
| REESTRUTURAÇÃO E RECUPERAÇÃO EMPRESARIA | 40.104.271,10 | 0,06 |
| AQUISIÇÃO DE CONTROLE ACIONÁRIO | 32.494.661,59 | 0,05 |
| ADMINISTRAÇÃO DE PARQUE AQUÁTICO | 30.393.277,53 | 0,04 |
| EXPLORAÇÃO DE PARQUE AQUÁTICO | 30.064.772,77 | 0,04 |
| PAGAMENTO DE CONTRATO DE LICENCIAMENTO | 29.890.109,89 | 0,04 |
| ADMINISTRAÇÃO DE CRÉDITOS HIPOTECÁRIOS | 20.703.933,75 | 0,03 |

| | | |
|-------------------------------------------------|--------------------------|--------------|
| CONSTRUÇÃO E COMERCIALIZAÇÃO DE EMPREENDIMENTOS | 20.053.776,00 | 0,03 |
| EXPLORAÇÃO DE SHOPPING CENTER | 16.990.749,48 | 0,02 |
| PAGAMENTO DE HONORÁRIOS DIVERSOS | 6.944.444,44 | 0,01 |
| AQUISIÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS | 5.721.614,99 | 0,01 |
| ATENDIMENTO DE EXIGIBILIDADES DA EMISSORA | 5.564.909,95 | 0,01 |
| PAGAMENTO DE DÍVIDAS | 2.954.573,43 | 0 |
| AQUISIÇÃO DE EMPRÉSTIMOS | 2.032.692,47 | 0 |
| Total | 68.393.023.085,62 | 99,96 |

Fonte: SND

(*) 27/6/2003

Tabela 12

| Ramo de Atividades dos Emissores - 1988 - 2003* | | |
|--------------------------------------------------------|----------------------------------|-------------------|
| Ramo de Atividade | Volume Registrado em US\$ | Percentual |
| FINANÇAS | 19.163.952.321,44 | 28,02 |
| SERVIÇOS PÚBLICOS | 15.174.731.580,00 | 22,19 |
| EMP. DE ADM. E PARTICIPAÇÕES | 14.738.837.277,91 | 21,55 |
| METALÚRGICO | 4.369.300.473,00 | 6,39 |
| QUÍMICA | 2.989.669.276,63 | 4,37 |
| PAPEL E CELULOSE | 2.369.936.611,60 | 3,47 |
| COMÉRCIO | 2.363.686.543,30 | 3,46 |
| MINERAIS | 1.654.673.735,28 | 2,42 |
| CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA | 902.927.922,79 | 1,32 |
| TRANSPORTES | 875.841.300,16 | 1,28 |
| OUTRAS ATIVIDADES INDUSTRIAIS | 722.930.903,19 | 1,06 |
| ELETROELETRÔNICA | 602.575.308,77 | 0,88 |
| TÊXTIL, VESTUÁRIO E CALÇADOS | 529.255.410,26 | 0,77 |
| ALIMENTAÇÃO | 392.620.731,84 | 0,57 |
| MÁQUINAS AGRÍCOLAS PESADAS | 371.946.291,70 | 0,54 |

| | | |
|-----------------------|--------------------------|---------------|
| MADEIRAS E MOBILIÁRIO | 313.791.075,33 | 0,46 |
| EDITORIAL E GRÁFICO | 305.834.290,52 | 0,45 |
| SERVIÇOS EM GERAL | 286.938.734,05 | 0,42 |
| BEBIDAS E FUMO | 96.796.050,72 | 0,14 |
| MECÂNICA | 64.012.235,81 | 0,09 |
| AGROPECUÁRIA | 59.714.325,04 | 0,09 |
| OUTROS RAMOS | 33.345.718,24 | 0,05 |
| TURISMO | 9.704.968,05 | 0,01 |
| Total | 68.393.023.085,62 | 100 |
| Fonte: SND | | (*) 27/6/2003 |

Tabela 13

| Volume Registrado por Garantia de 05/1988 a 06/2003 em US\$ | | | | |
|--------------------------------------------------------------------|---------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Mês | Real | Flutuante | Subordinada | Quirografia |
| jun/88 | 0 | 0 | 300.000.177,37 | 0 |
| ago/88 | 0 | 0 | 2.079.472.337,51 | 0 |
| set/88 | 15.399.701,82 | 0 | 0 | 0 |
| nov/88 | 0 | 398.970.650,01 | 0 | 0 |
| dez/88 | 0 | 15.059.626,39 | 22.428.057,33 | 0 |
| jan/89 | 0 | 0 | 3.931.064,84 | 0 |
| fev/89 | 50.009.256,48 | 18.164.401,42 | 0 | 0 |
| mar/89 | 24.000.000,00 | 0 | 0 | 0 |
| abr/89 | 0 | 0 | 8.945.034,85 | 0 |
| jun/89 | 0 | 0 | 85.469.212,30 | 0 |
| jul/89 | 0 | 20.512.820,51 | 0 | 0 |
| set/89 | 0 | 47.863.247,86 | 0 | 0 |
| out/89 | 4.549.682,87 | 17.618.282,02 | 0 | 0 |
| nov/89 | 0 | 160.292.050,56 | 56.998.304,76 | 376.069.410,25 |
| dez/89 | 0 | 6.649.802,22 | 15.551.037,48 | 0 |
| jan/90 | 0 | 88.232.428,06 | 29.453.097,10 | 0 |
| fev/90 | 0 | 32.848.089,98 | 54.622.131,61 | 0 |
| mar/90 | 3.184.003,56 | 163.704.940,30 | 57.037.420,17 | 0 |
| jun/90 | 0 | 47.057.663,07 | 47.279.399,06 | 0 |
| jul/90 | 0 | 5.251.128,17 | 146.752.622,63 | 10.302.594,76 |
| ago/90 | 45.143.033,42 | 105.628.872,83 | 130.079.187,48 | 39.922.387,03 |
| set/90 | 27.985.790,60 | 106.952.341,04 | 42.604.756,06 | 0 |
| out/90 | 0 | 145.257.749,96 | 0 | 0 |
| nov/90 | 10.260.170,27 | 164.547.917,59 | 165.642.662,38 | 0 |
| dez/90 | 15.970.178,52 | 75.874.967,03 | 19.001.998,13 | 3.415.284,41 |
| jan/91 | 0 | 74.774.109,83 | 73.145.743,66 | 0 |
| abr/91 | 78.878.451,92 | 0 | 198.584.009,67 | 17.042.254,91 |
| mai/91 | 0 | 19.067.113,26 | 108.053.245,66 | 0 |
| jun/91 | 0 | 0 | 9.585.378,38 | 0 |
| jul/91 | 4.038.320,33 | 78.458.165,98 | 99.633.021,66 | 20.224.154,25 |
| ago/91 | 27.401.246,50 | 9.767.723,53 | 55.525.417,23 | 0 |
| set/91 | 0 | 55.911.110,30 | 121.237.717,20 | 0 |
| out/91 | 0 | 87.478.170,24 | 283.064.809,76 | 0 |
| nov/91 | 12.588.433,74 | 83.527.541,33 | 18.917.600,07 | 60.154.177,17 |

| | | | | |
|--------|----------------|----------------|------------------|----------------|
| dez/91 | 0 | 0 | 12.359.746,69 | 0 |
| jan/92 | 0 | 0 | 219.145.908,30 | 0 |
| fev/92 | 0 | 0 | 11.580.507,68 | 0 |
| mar/92 | 1.980.359,45 | 200.000.000,00 | 56.351.863,82 | 0 |
| abr/92 | 0 | 11.914.408,56 | 4.982.312,78 | 0 |
| mai/92 | 0 | 173.769.135,29 | 15.176.878,04 | 0 |
| jun/92 | 0 | 50.148.516,76 | 9.405.125,79 | 0 |
| jul/92 | 0 | 0 | 11.507.810,92 | 0 |
| ago/92 | 24.652.484,39 | 27.840.003,12 | 34.523.432,77 | 0 |
| set/92 | 9.021.088,91 | 0 | 5.949.768,40 | 0 |
| out/92 | 0 | 33.667.098,59 | 100.000.000,00 | 0 |
| nov/92 | 0 | 0 | 33.366.043,76 | 0 |
| dez/92 | 26.977.006,23 | 0 | 8.067.366,61 | 0 |
| jan/93 | 4.431.860,15 | 0 | 116.988.865,81 | 0 |
| mar/93 | 23.597.137,09 | 150.811.486,01 | 0 | 7.979.387,85 |
| abr/93 | 0 | 0 | 8.062.750,09 | 0 |
| mai/93 | 0 | 0 | 4.879.599,54 | 8.224.504,03 |
| jun/93 | 0 | 0 | 11.962.914,96 | 0 |
| ago/93 | 51.557.450,70 | 179.405.110,21 | 99.429.654,05 | 0 |
| set/93 | 145.482.760,29 | 563.212.758,55 | 713.308.435,25 | 0 |
| out/93 | 0 | 227.637.837,85 | 430.102.906,13 | 0 |
| nov/93 | 0 | 62.915.253,76 | 735.931.886,23 | 0 |
| dez/93 | 0 | 153.352.427,75 | 210.189.025,23 | 0 |
| jan/94 | 0 | 0 | 30.104.739,40 | 0 |
| fev/94 | 37.941.893,03 | 11.022.103,09 | 0 | 0 |
| mar/94 | 16.832.793,52 | 0 | 163.871.047,58 | 0 |
| mai/94 | 0 | 0 | 81.709.474,00 | 0 |
| jun/94 | 47.588.253,11 | 0 | 4.530.345,93 | 0 |
| ago/94 | 4.096.757,00 | 0 | 25.944.031,91 | 0 |
| set/94 | 0 | 28.488.372,09 | 64.741.513,62 | 0 |
| out/94 | 0 | 0 | 242.735.102,11 | 0 |
| nov/94 | 225.265.536,72 | 76.163.878,05 | 117.785.630,15 | 0 |
| dez/94 | 2.365.908,29 | 173.505.512,91 | 2.178.428.870,60 | 0 |
| jan/95 | 0 | 10.613.207,54 | 148.643.158,56 | 0 |
| fev/95 | 0 | 0 | 160.997.682,95 | 0 |
| mar/95 | 0 | 0 | 155.031.900,97 | 0 |
| abr/95 | 0 | 0 | 775.557.755,69 | 0 |
| mai/95 | 0 | 38.457.062,73 | 1.032.974.549,08 | 0 |
| jun/95 | 0 | 23.431.952,66 | 2.098.949.173,51 | 0 |
| jul/95 | 27.670.543,82 | 58.851.841,72 | 216.362.456,17 | 0 |
| ago/95 | 35.069.909,97 | 39.529.914,52 | 361.936.199,61 | 0 |
| set/95 | 160.256.410,25 | 32.051.282,05 | 177.727.039,38 | 0 |
| out/95 | 0 | 54.673.494,62 | 530.079.054,18 | 0 |
| nov/95 | 0 | 0 | 90.096.595,76 | 0 |
| dez/95 | 89.959.413,11 | 322.168.601,04 | 1.152.263.268,94 | 0 |
| jan/96 | 20.691.082,14 | 17.508.485,98 | 40.090.557,32 | 0 |
| fev/96 | 51.093.398,73 | 72.418.787,50 | 102.186.797,46 | 116.328.367,47 |
| mar/96 | 11.147.142,27 | 409.673.637,12 | 530.720.825,88 | 0 |
| abr/96 | 49.936.925,49 | 25.406.504,06 | 150.632.657,16 | 0 |
| mai/96 | 0 | 76.000.926,31 | 305.546.207,84 | 0 |
| jun/96 | 32.086.193,57 | 109.989.306,71 | 892.196.940,20 | 0 |
| jul/96 | 102.476.850,04 | 0 | 78.905.076,54 | 0 |
| ago/96 | 0 | 202.090.592,33 | 611.698.820,10 | 0 |
| set/96 | 133.264.928,50 | 11.867.088,60 | 1.315.718.733,35 | 0 |

| | | | | |
|--------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| out/96 | 5.902.606,98 | 21.090.910,48 | 367.044.742,80 | 0 |
| nov/96 | 201.022.434,38 | 0 | 247.700.625,87 | 0 |
| dez/96 | 256.428.475,05 | 228.311.093,46 | 615.049.802,20 | 0 |
| jan/97 | 0 | 96.796.050,72 | 3.063.209.670,56 | 0 |
| fev/97 | 0 | 97.285.701,78 | 1.039.523.473,94 | 0 |
| mar/97 | 95.102.234,90 | 0 | 274.967.661,83 | 0 |
| abr/97 | 0 | 0 | 939.584.703,56 | 0 |
| mai/97 | 37.757.221,06 | 0 | 808.551.576,89 | 0 |
| jun/97 | 190.204.469,80 | 6.616.218,00 | 381.485.254,16 | 0 |
| jul/97 | 0 | 42.020.730,22 | 52.181.034,74 | 0 |
| ago/97 | 0 | 19.020.446,98 | 260.656.375,88 | 0 |
| set/97 | 0 | 92.841.890,26 | 316.695.170,07 | 0 |
| out/97 | 0 | 32.494.661,59 | 395.050.017,41 | 0 |
| nov/97 | 7.427.351,22 | 384.014.897,08 | 46.935.982,32 | 0 |
| dez/97 | 47.310.753,77 | 4.559.131,94 | 97.093.968,87 | 0 |
| jan/98 | 813.450.938,45 | 45.061.283,34 | 466.190.683,06 | 0 |
| fev/98 | 26.015.825,21 | 0 | 16.319.129,64 | 0 |
| mar/98 | 2.851.202,85 | 167.196.710,16 | 909.120.855,91 | 0 |
| abr/98 | 3.025.987,89 | 0 | 794.214.327,45 | 0 |
| mai/98 | 40.635.525,46 | 0 | 8.351.648,35 | 0 |
| jun/98 | 45.655.324,90 | 0 | 158.049.149,22 | 0 |
| jul/98 | 77.853.449,05 | 50.761.421,31 | 778.621.029,29 | 0 |
| ago/98 | 0 | 12.883.277,50 | 172.830.971,31 | 0 |
| set/98 | 50.968.399,59 | 193.315.013,42 | 451.244.704,43 | 0 |
| out/98 | 677.564.156,85 | 29.513.628,47 | 0 | 0 |
| nov/98 | 79.248.801,57 | 107.085.659,95 | 508.759.356,26 | 0 |
| dez/98 | 0 | 0 | 535.358.441,37 | 125.743.985,24 |
| jan/99 | 374.287.063,07 | 49.933.422,10 | 462.572.574,51 | 0 |
| fev/99 | 0 | 0 | 740.094.919,07 | 254.608.412,26 |
| mar/99 | 0 | 0 | 14.564.747,00 | 34.780.592,42 |
| abr/99 | 0 | 0 | 441.018.402,16 | 0 |
| mai/99 | 0 | 150.177.084,70 | 69.220.119,98 | 172.549.792,94 |
| jun/99 | 0 | 44.369.946,75 | 79.919.992,00 | 0 |
| jul/99 | 368.282.402,10 | 0 | 31.593.536,01 | 0 |
| ago/99 | 0 | 0 | 154.550.658,27 | 0 |
| set/99 | 29.592.841,39 | 0 | 0 | 0 |
| out/99 | 6.504.657,33 | 332.225.913,62 | 103.830.179,97 | 0 |
| nov/99 | 0 | 0 | 15.118.638,07 | 77.196.232,82 |
| dez/99 | 0 | 233.201.377,65 | 136.175.410,28 | 604.378.047,23 |
| fev/00 | 0 | 27.760.812,83 | 0 | 0 |
| mar/00 | 0 | 51.703.337,73 | 103.406.675,47 | 0 |
| abr/00 | 0 | 0 | 5.721.614,98 | 0 |
| mai/00 | 1.078.079.926,02 | 613.548.495,54 | 54.904.982,95 | 0 |
| jun/00 | 0 | 0 | 28.163.500,14 | 429.606.580,13 |
| jul/00 | 27.964.205,81 | 34.399.251,47 | 449.883.748,41 | 55.928.411,63 |
| ago/00 | 15.548.098,43 | 66.371.681,41 | 137.313.769,00 | 0 |
| set/00 | 0 | 128.481.670,99 | 27.654.867,25 | 5.125.562,72 |
| out/00 | 0 | 115.342.986,95 | 41.822.338,70 | 54.103.771,03 |
| nov/00 | 0 | 0 | 947.458.780,99 | 135.259.427,58 |
| dez/00 | 0 | 0 | 93.475.949,12 | 0 |
| jan/01 | 0 | 0 | 0 | 112.411.220,68 |
| fev/01 | 505.178.075,27 | 0 | 246.526.900,73 | 101.035.615,05 |
| mar/01 | 526.169.478,52 | 0 | 0 | 126.294.518,81 |
| abr/01 | 0 | 25.237.229,96 | 162.012.036,16 | 138.991.845,81 |

| | | | | |
|--------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|
| mai/01 | 10.091.606,19 | 62.937.943,18 | 131.771.160,83 | 373.431.796,24 |
| jun/01 | 0 | 0 | 149.674.991,44 | 545.462.174,29 |
| jul/01 | 0 | 49.849.608,98 | 0 | 0 |
| ago/01 | 0 | 0 | 211.277.333,40 | 0 |
| set/01 | 120.312.813,31 | 52.135.552,43 | 0 | 0 |
| out/01 | 0 | 0 | 485.915.605,75 | 0 |
| nov/01 | 767.793.127,47 | 270.792.333,71 | 65.804.563,60 | 233.035.048,47 |
| dez/01 | 0 | 260.552.371,02 | 353.105.461,52 | 93.214.019,38 |
| jan/02 | 0 | 0 | 118.965.226,41 | 285.584.205,95 |
| mar/02 | 0 | 0 | 0 | 384.165.610,63 |
| abr/02 | 279.931.093,88 | 0 | 0 | 210.349.179,63 |
| mai/02 | 0 | 0 | 658.449.837,19 | 0 |
| ago/02 | 0 | 0 | 0 | 225.394.440,27 |
| out/02 | 0 | 0 | 1.111.235.473,28 | 206.848.693,51 |
| nov/02 | 0 | 0 | 221.238.938,05 | 299.379.973,55 |
| dez/02 | 285.257.998,78 | 0 | 0 | 0 |
| jan/03 | 0 | 0 | 41.482.300,88 | 0 |
| fev/03 | 0 | 0 | 25.686.910,48 | 0 |
| abr/03 | 269.792.259,95 | 0 | 269.792.259,95 | 0 |
| mai/03 | 0 | 0 | 98.212.531,91 | 0 |
| Total | 8.978.063.163,30 | 9.857.947.249,25 | 43.118.861.746,45 | 5.944.541.680,40 |

Fonte: SND

Tabela 14

| Volumes Registrados por Forma em US\$ | | |
|----------------------------------------------|-------------------|-------------------|
| Mês/Ano | Nominativa | Escritural |
| Junho/1988 | 300.000.177,37 | 0 |
| Agosto/1988 | 2.079.472.337,51 | 0 |
| Setembro/1988 | 0 | 15.399.701,82 |
| Novembro/1988 | 398.970.650,01 | 0 |
| Dezembro/1988 | 0 | 37.487.683,72 |
| Janeiro/1989 | 0 | 3.931.064,84 |
| Fevereiro/1989 | 18.164.401,42 | 50.009.256,48 |
| Março/1989 | 24.000.000,00 | 0 |
| Abril/1989 | 8.945.034,85 | 0 |
| Junho/1989 | 85.469.212,30 | 0 |
| Julho/1989 | 0 | 20.512.820,51 |
| Setembro/1989 | 0 | 47.863.247,86 |
| Outubro/1989 | 22.167.964,90 | 0 |
| Novembro/1989 | 217.290.355,33 | 376.069.410,25 |
| Dezembro/1989 | 15.551.037,48 | 6.649.802,22 |
| Janeiro/1990 | 67.511.952,56 | 50.173.572,60 |
| Fevereiro/1990 | 87.470.221,60 | 0 |
| Março/1990 | 223.926.364,04 | 0 |
| Junho/1990 | 66.092.934,14 | 28.244.127,99 |
| Julho/1990 | 162.306.345,57 | 0 |
| Agosto/1990 | 251.163.400,98 | 69.610.079,77 |
| Setembro/1990 | 102.385.933,89 | 75.156.953,81 |
| Outubro/1990 | 42.986.101,16 | 102.271.648,80 |
| Novembro/1990 | 298.521.861,12 | 41.928.889,13 |
| Dezembro/1990 | 94.876.965,17 | 19.385.462,94 |
| Janeiro/1991 | 77.950.750,11 | 69.969.103,37 |

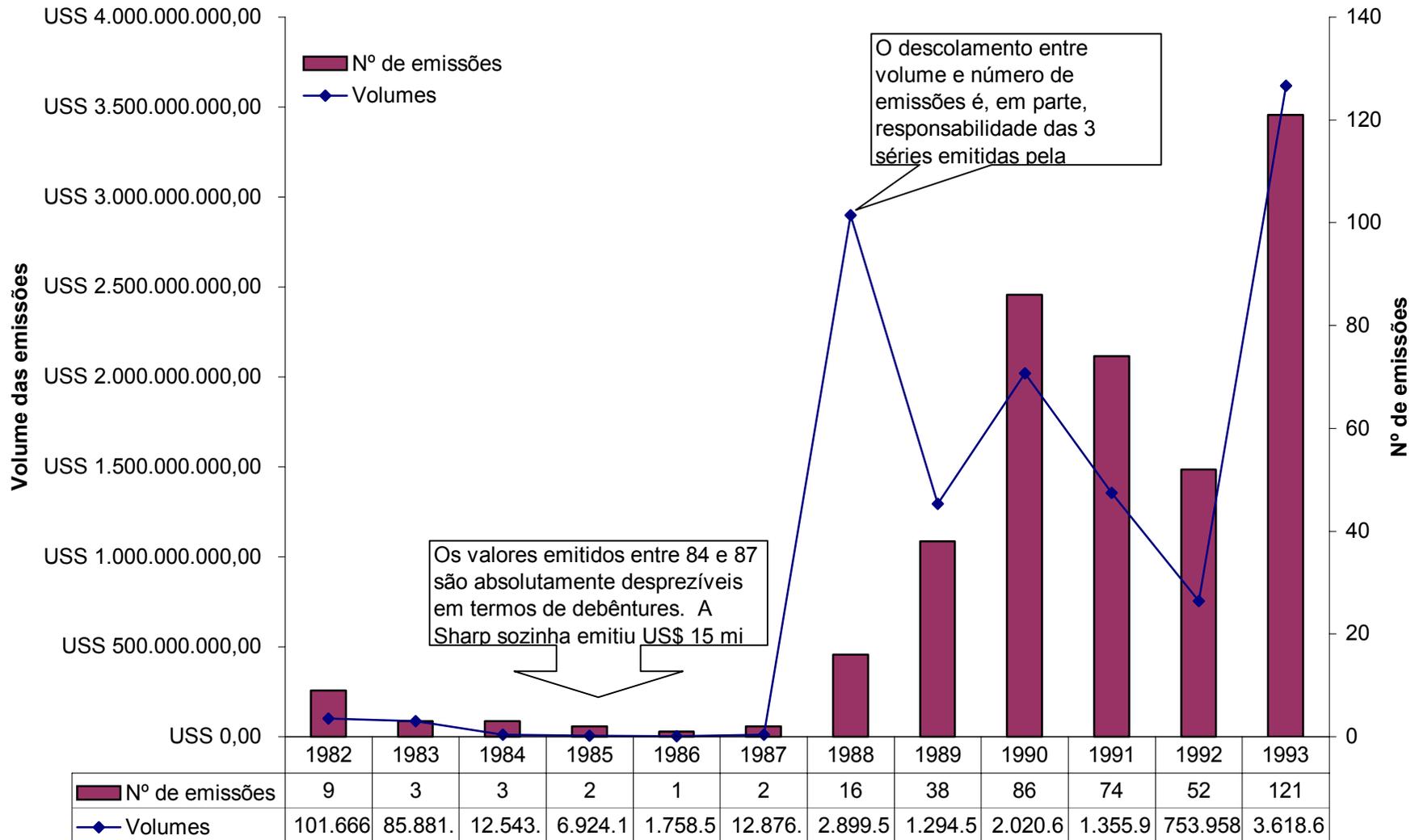
| | | |
|----------------|------------------|------------------|
| Abril/1991 | 288.673.998,16 | 5.830.718,34 |
| Maio/1991 | 118.310.383,32 | 8.809.975,60 |
| Junho/1991 | 9.585.378,38 | 0 |
| Julho/1991 | 17.382.060,11 | 184.971.602,13 |
| Agosto/1991 | 82.356.546,65 | 10.337.840,63 |
| Setembro/1991 | 109.771.142,27 | 67.377.685,24 |
| Outubro/1991 | 281.050.660,36 | 89.492.319,64 |
| Novembro/1991 | 157.065.182,89 | 18.122.569,43 |
| Dezembro/1991 | 12.359.746,69 | 0 |
| Janeiro/1992 | 209.917.511,22 | 9.228.397,07 |
| Fevereiro/1992 | 11.580.507,68 | 0 |
| Março/1992 | 33.194.826,07 | 225.137.397,21 |
| Abril/1992 | 4.982.312,78 | 11.914.408,56 |
| Maio/1992 | 10.405.063,90 | 178.540.949,43 |
| Junho/1992 | 9.405.125,79 | 50.148.516,76 |
| Julho/1992 | 11.507.810,92 | 0 |
| Agosto/1992 | 71.958.401,08 | 15.057.519,21 |
| Setembro/1992 | 14.970.857,31 | 0 |
| Outubro/1992 | 133.667.098,59 | 0 |
| Novembro/1992 | 33.366.043,76 | 0 |
| Dezembro/1992 | 35.044.372,84 | 0 |
| Janeiro/1993 | 0 | 121.420.725,96 |
| Março/1993 | 104.531.273,94 | 77.856.737,02 |
| Abril/1993 | 8.062.750,09 | 0 |
| Maio/1993 | 0 | 13.104.103,58 |
| Junho/1993 | 0 | 11.962.914,96 |
| Agosto/1993 | 281.897.961,54 | 48.494.253,43 |
| Setembro/1993 | 925.157.950,57 | 496.846.003,53 |
| Outubro/1993 | 590.080.686,51 | 67.660.057,47 |
| Novembro/1993 | 580.257.125,23 | 218.590.014,75 |
| Dezembro/1993 | 271.218.740,89 | 92.322.712,09 |
| Janeiro/1994 | 30.104.739,40 | 0 |
| Fevereiro/1994 | 46.009.422,70 | 2.954.573,43 |
| Março/1994 | 16.832.793,52 | 163.871.047,58 |
| Maio/1994 | 81.709.474,00 | 0 |
| Junho/1994 | 4.530.345,93 | 47.588.253,11 |
| Agosto/1994 | 30.040.788,91 | 0 |
| Setembro/1994 | 85.783.077,21 | 7.446.808,51 |
| Outubro/1994 | 242.735.102,11 | 0 |
| Novembro/1994 | 419.215.044,92 | 0 |
| Dezembro/1994 | 1.778.254.999,42 | 576.045.292,39 |
| Janeiro/1995 | 46.116.166,12 | 113.140.199,98 |
| Fevereiro/1995 | 160.997.682,95 | 0 |
| Março/1995 | 155.031.900,97 | 0 |
| Abril/1995 | 775.557.755,69 | 0 |
| Maio/1995 | 909.471.486,16 | 161.960.125,65 |
| Junho/1995 | 894.407.557,89 | 1.227.973.568,28 |
| Julho/1995 | 297.378.233,78 | 5.506.607,92 |
| Agosto/1995 | 158.434.993,78 | 278.101.030,33 |
| Setembro/1995 | 284.564.646,22 | 85.470.085,47 |
| Outubro/1995 | 288.624.549,55 | 296.127.999,26 |
| Novembro/1995 | 90.096.595,76 | 0 |
| Dezembro/1995 | 785.531.776,72 | 778.859.506,37 |
| Janeiro/1996 | 78.290.125,45 | 0 |

| | | |
|----------------|------------------|------------------|
| Fevereiro/1996 | 269.608.563,67 | 72.418.787,50 |
| Março/1996 | 850.173.723,15 | 101.367.882,12 |
| Abril/1996 | 200.569.582,65 | 25.406.504,06 |
| Mai/1996 | 356.148.373,62 | 25.398.760,54 |
| Junho/1996 | 726.738.030,53 | 307.534.409,96 |
| Julho/1996 | 161.293.537,68 | 20.088.388,91 |
| Agosto/1996 | 813.789.412,44 | 0 |
| Setembro/1996 | 1.118.860.494,92 | 341.990.255,54 |
| Outubro/1996 | 233.857.034,54 | 160.181.225,72 |
| Novembro/1996 | 384.932.619,58 | 63.790.440,67 |
| Dezembro/1996 | 1.051.271.291,89 | 48.518.078,82 |
| Janeiro/1997 | 1.003.754.445,69 | 2.156.251.275,59 |
| Fevereiro/1997 | 1.060.087.216,70 | 76.721.959,03 |
| Março/1997 | 321.969.848,63 | 48.100.048,10 |
| Abril/1997 | 939.584.703,56 | 0 |
| Mai/1997 | 751.915.745,29 | 94.393.052,67 |
| Junho/1997 | 241.314.039,61 | 336.991.902,35 |
| Julho/1997 | 94.201.764,96 | 0 |
| Agosto/1997 | 279.676.822,86 | 0 |
| Setembro/1997 | 188.160.075,51 | 221.376.984,81 |
| Outubro/1997 | 427.544.679,00 | 0 |
| Novembro/1997 | 406.918.575,14 | 31.459.655,48 |
| Dezembro/1997 | 137.836.665,47 | 11.127.189,11 |
| Janeiro/1998 | 1.305.703.469,94 | 18.999.434,92 |
| Fevereiro/1998 | 19.804.313,19 | 22.530.641,67 |
| Março/1998 | 177.943.102,02 | 901.225.666,90 |
| Abril/1998 | 591.427.949,74 | 205.812.365,60 |
| Mai/1998 | 40.635.525,46 | 8.351.648,35 |
| Junho/1998 | 166.690.697,78 | 37.013.776,33 |
| Julho/1998 | 858.117.080,45 | 49.118.819,20 |
| Agosto/1998 | 0 | 185.714.248,81 |
| Setembro/1998 | 60.582.103,49 | 634.946.013,96 |
| Outubro/1998 | 707.077.785,32 | 0 |
| Novembro/1998 | 45.491.700,56 | 649.602.117,22 |
| Dezembro/1998 | 642.793.505,17 | 18.308.921,43 |
| Janeiro/1999 | 444.038.251,52 | 442.754.808,16 |
| Fevereiro/1999 | 68.334.065,93 | 926.369.265,39 |
| Março/1999 | 14.564.747,00 | 34.780.592,42 |
| Abril/1999 | 49.299.940,84 | 391.718.461,32 |
| Mai/1999 | 217.366.046,30 | 174.580.951,32 |
| Junho/1999 | 33.773.245,35 | 90.516.693,41 |
| Julho/1999 | 31.593.536,01 | 368.282.402,10 |
| Agosto/1999 | 0 | 154.550.658,27 |
| Setembro/1999 | 0 | 29.592.841,39 |
| Outubro/1999 | 6.504.657,33 | 436.056.093,59 |
| Novembro/1999 | 0 | 92.314.870,90 |
| Dezembro/1999 | 285.632.147,16 | 688.122.688,00 |
| Fevereiro/2000 | 0 | 27.760.812,83 |
| Março/2000 | 51.703.337,73 | 103.406.675,47 |
| Abril/2000 | 5.721.614,98 | 0 |
| Mai/2000 | 356.178.548,85 | 1.390.354.855,66 |
| Junho/2000 | 0 | 457.770.080,28 |
| Julho/2000 | 0 | 568.175.617,33 |
| Agosto/2000 | 66.371.681,41 | 152.861.867,43 |

| | | |
|----------------|--------------------------|--------------------------|
| Setembro/2000 | 5.125.562,72 | 156.136.538,24 |
| Outubro/2000 | 0 | 211.269.096,69 |
| Novembro/2000 | 0 | 1.082.718.208,57 |
| Dezembro/2000 | 51.588.939,33 | 41.887.009,79 |
| Janeiro/2001 | 0 | 112.411.220,68 |
| Fevereiro/2001 | 0 | 852.740.591,05 |
| Março/2001 | 0 | 652.463.997,34 |
| Abril/2001 | 25.226.991,33 | 301.014.120,60 |
| Maió/2001 | 0 | 578.232.506,47 |
| Junho/2001 | 0 | 695.137.165,74 |
| Julho/2001 | 0 | 49.849.608,98 |
| Agosto/2001 | 80.208.542,20 | 131.068.791,19 |
| Setembro/2001 | 52.135.552,43 | 120.312.813,31 |
| Outubro/2001 | 0 | 485.915.605,75 |
| Novembro/2001 | 0 | 1.337.425.073,26 |
| Dezembro/2001 | 0 | 706.871.851,93 |
| Janeiro/2002 | 7.108.403,14 | 397.441.029,21 |
| Março/2002 | 0 | 384.165.610,63 |
| Abril/2002 | 0 | 490.280.273,52 |
| Maió/2002 | 0 | 658.449.837,19 |
| Agosto/2002 | 0 | 225.394.440,27 |
| Outubro/2002 | 0 | 1.318.084.166,80 |
| Novembro/2002 | 0 | 520.618.911,60 |
| Dezembro/2002 | 0 | 285.257.998,78 |
| Janeiro/2003 | 0 | 41.482.300,88 |
| Fevereiro/2003 | 0 | 25.686.910,48 |
| Abril/2003 | 0 | 539.584.519,91 |
| Maió/2003 | 0 | 98.212.531,91 |
| Total | 35.211.655.071,98 | 32.687.758.767,84 |

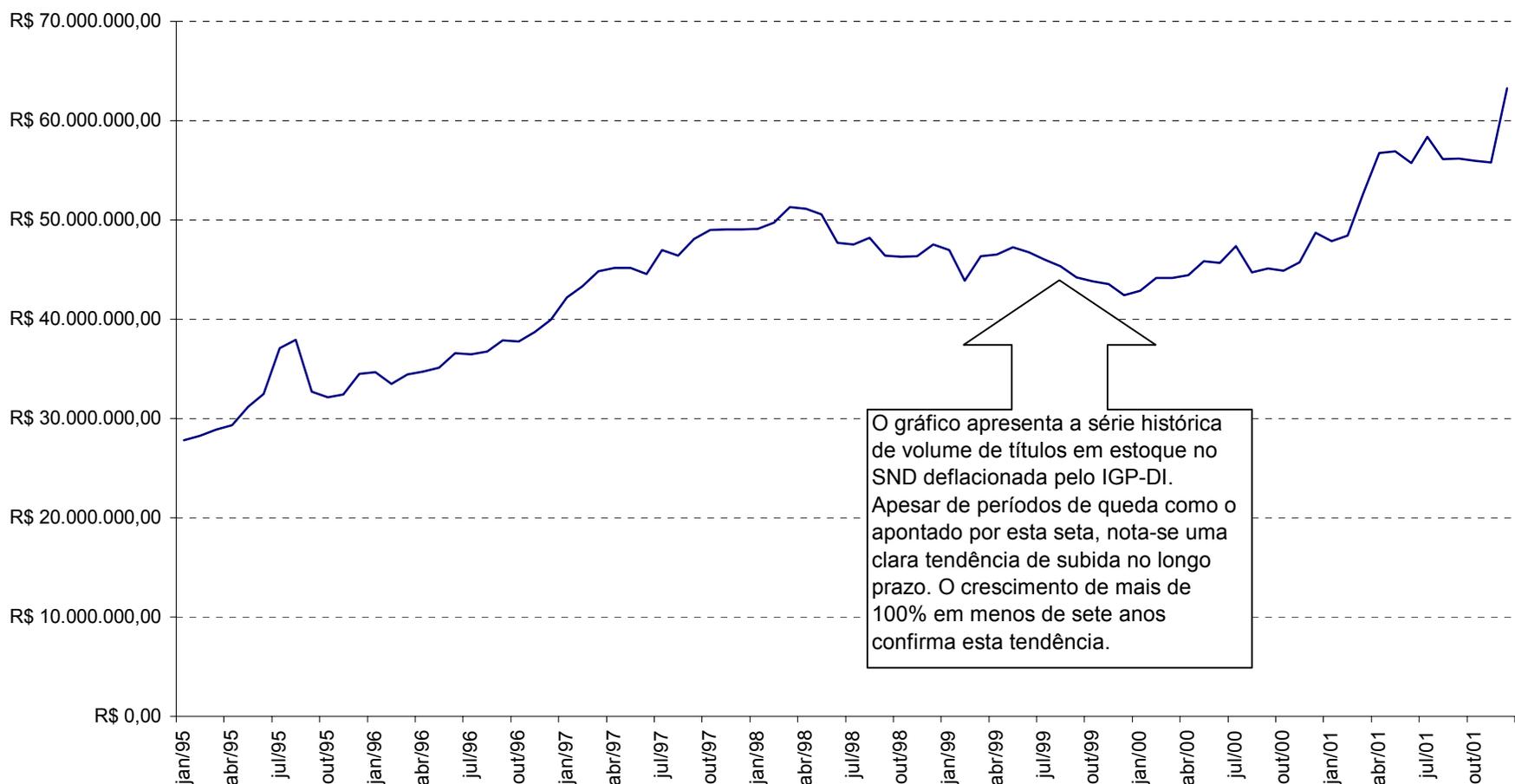
Fonte: SND

Gráfico 2 - Emissões de 1982 a 1993



Fonte: SND

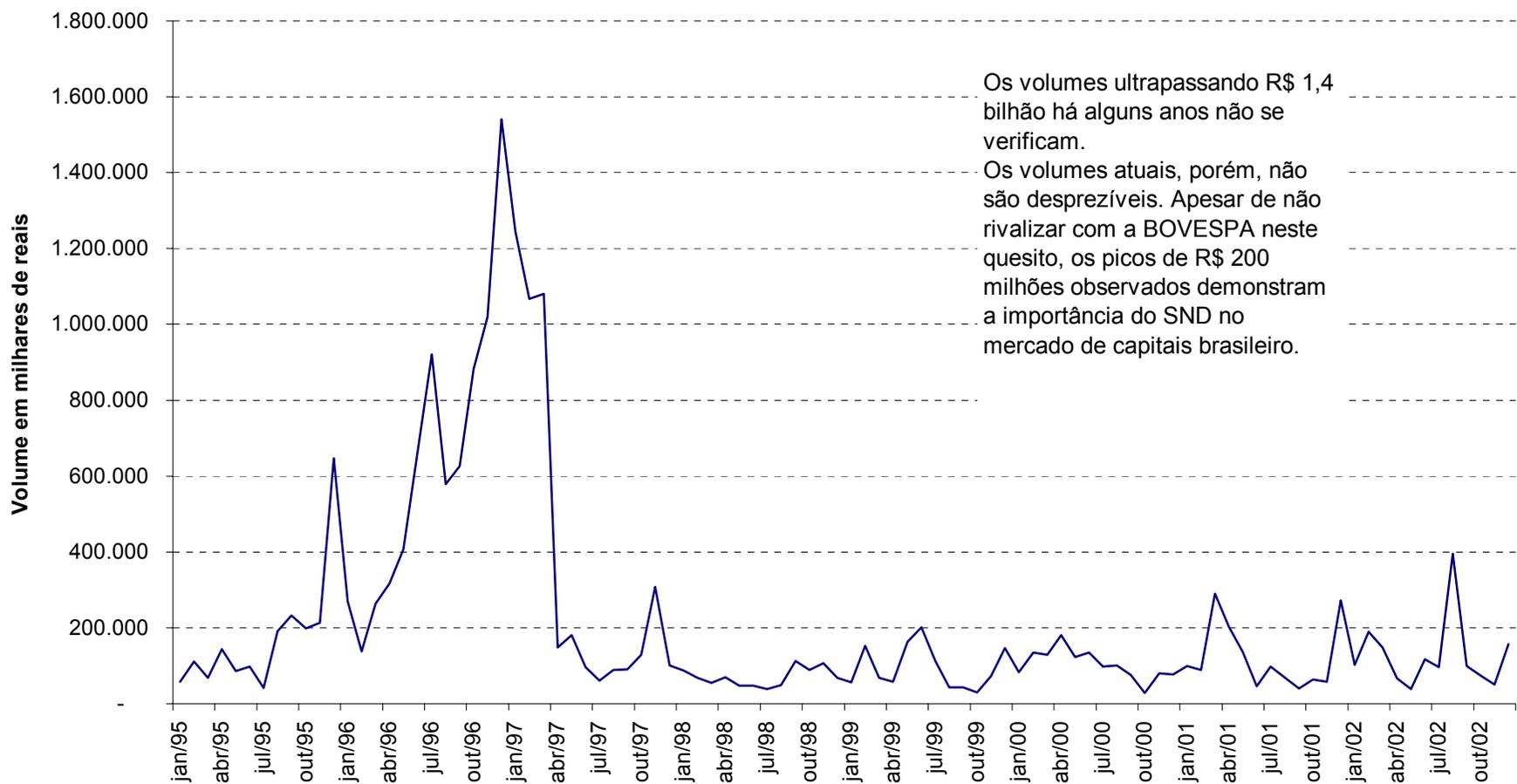
Gráfico 8 - Estoque de títulos no SND



O gráfico apresenta a série histórica de volume de títulos em estoque no SND deflacionada pelo IGP-DI. Apesar de períodos de queda como o apontado por esta seta, nota-se uma clara tendência de subida no longo prazo. O crescimento de mais de 100% em menos de sete anos confirma esta tendência.

Fonte: CETIP através da ANDIMA
Deflator: IGP-DI/FGV

Gráfico 9 - Volume médio diário negociado no SND



Fonte: CETIP através da ANDIMA
Deflator: IGP-DI/FGV