

Emissões de Subsidiárias de Matrizes Brasileiras no Mercado Internacional

Os desdobramentos da crise financeira internacional iniciada em 2008, dentre eles o afrouxamento sem precedentes das políticas monetárias nas economias desenvolvidas, propiciaram cenário de liquidez global elevada, favorecendo o aumento das emissões de títulos por empresas financeiras e não financeiras de países emergentes, a partir de subsidiárias ou filiais no exterior. O volume de emissões originou questionamentos sobre a possibilidade de subestimação da dívida externa e seu risco¹.

Este boxe analisa o caso brasileiro, considerando séries estatísticas elaboradas de acordo com os conceitos de residência² e nacionalidade³, publicadas, respectivamente, pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS). As trajetórias dos estoques de títulos de renda fixa emitidos no exterior, segundo os dois conceitos, encontram-se no Gráfico 1, ressaltando-se que a divergência entre as séries, observada a partir de 2009, repercute o mencionado aumento da liquidez nos mercados financeiros internacionais. Em dezembro de 2014, o estoque de títulos de renda fixa emitidos pelo Brasil, conforme metodologia do BIS, superava o aferido pelo BCB em US\$187,9 bilhões.

A diferença entre as séries é explicada, em especial, por emissões realizadas por subsidiárias de empresas brasileiras no exterior. Segundo provedores internacionais de dados⁴, o estoque de títulos de renda fixa emitidos no exterior por subsidiárias de empresas brasileiras, financeiras e não financeiras, somou US\$164,9 bilhões em dezembro de 2014, equivalendo a 87,7% da diferença

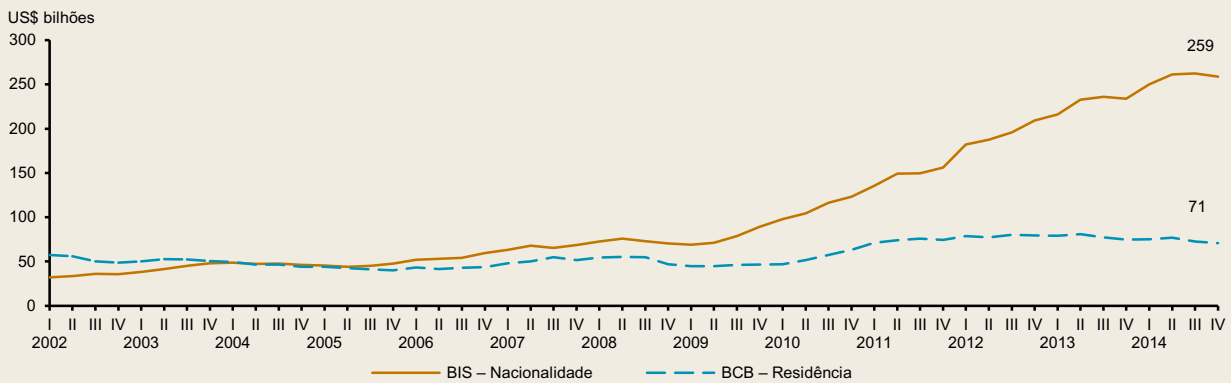
1/ Como exemplo, TURNER, Philip. **The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs**. BIS Working Papers nº 441. Fevereiro, 2014. www.bis.org/publ/work441.htm.

2/ O conceito de residência considera o país que constitui o centro de interesse econômico predominante de cada unidade empresarial, independentemente da origem de capital do grupo econômico. O critério é adotado pelo FMI e outros organismos internacionais, consistindo no padrão metodológico internacional para a compilação estatística, conforme os manuais de balanço de pagamentos e de dívida externa: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm> e <http://www.tffs.org/edsguide.htm>.

3/ O conceito de nacionalidade considera todas as empresas de um mesmo grupo econômico como vinculadas ao país da matriz.

4/ Obteve-se a listagem das emissões de títulos no exterior conforme a nacionalidade do grupo econômico emitente, separando-se dessa lista aquelas emitidas por subsidiárias brasileiras no exterior.

Gráfico 1 – Estoque de títulos de renda fixa emitidos no exterior (exclui Governo Geral)



entre as estatísticas do BIS e do BCB. Os US\$23,1 bilhões restantes, em princípio, podem ser atribuídos a diferenças de cobertura, de critérios de valoração e de fontes⁵.

Conforme se demonstra neste box, as emissões realizadas por subsidiárias de empresas brasileiras no exterior são, em grande parte, internalizadas. Esse processo de internalização dessas receitas é registrado no balanço de pagamentos e na dívida externa na rubrica de empréstimos intercompanhia, no âmbito das empresas não financeiras, enquanto em relação aos bancos, o registro ocorre na conta de empréstimos diretos⁶.

A análise do estoque de títulos emitidos no exterior por subsidiárias de empresas brasileiras em dezembro de 2014 indica que do total de US\$164,9 bilhões, US\$48,6 bilhões (29,4%) eram de responsabilidade de instituições financeiras e US\$116,3 bilhões (70,6%), de empresas não financeiras.

O aumento da dívida externa das instituições financeiras atingiu US\$81,7 bilhões de 2007 a 2014, dos quais US\$71,1 bilhões sob a modalidade de empréstimos (Tabela 1). As magnitudes do crescimento do passivo externo das instituições financeiras na forma de empréstimos e das emissões de títulos no exterior por subsidiárias de instituições financeiras (US\$48,6 bilhões) sugerem internalização de parte significativa dos recursos captados. Adicionalmente, na função de supervisor do sistema financeiro, o BCB monitora

5/ Como exemplo de critérios de valoração, o BIS utiliza valor de face amortizado em suas estatísticas por nacionalidade, enquanto os dados coletados junto aos provedores internacionais de dados consideram valor de mercado.

6/ Segundo o Manual de Balanço de Pagamentos do FMI (BPM6), quando credor e devedor pertencem a mesmo grupo econômico, apenas o caso de instituições financeiras captadoras de depósitos constitui exceção, e a operação é classificada como empréstimo comum, e não investimento direto – intercompanhia.

Tabela 1 – Dívida externa bruta

Discriminação	US\$ bilhões							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bancos	75,0	74,2	63,6	103,1	138,2	139,7	130,0	156,7
Empréstimos	43,5	48,3	42,4	65,2	89,8	91,4	86,3	114,6
Outros	31,5	25,9	21,2	38,0	48,5	48,3	43,6	42,1
Investimento direto:								
Empréstimos intercompanhia	47,3	64,6	79,4	95,1	105,9	127,7	174,1	207,8
Estoque pagável em mercadorias	18,1	27,3	35,7	45,4	51,5	49,6	77,6	102,5

as instituições financeiras brasileiras de maneira consolidada, acompanhando de forma minuciosa as operações de subsidiárias no exterior.

Em relação às empresas não financeiras, o estoque de empréstimos intercompanhia, vetor da internalização das emissões de subsidiárias no exterior, aumentou US\$160,5 bilhões no período referido.

Para verificar a hipótese de internalização das emissões de subsidiárias no exterior sob a forma de empréstimos intercompanhia foram selecionadas as dez empresas não financeiras com maior volume de emissão de títulos via subsidiárias no exterior⁷ e comparado esse fluxo com os relativos a empréstimo intercompanhia. Considerado o período de 2007 a 2014, o estoque de títulos emitidos por subsidiárias no exterior componentes da amostra aumentou US\$85,1 bilhões e o relativo a empréstimos intercompanhia, US\$66,9 bilhões, representando 78,6% do crescimento das emissões por subsidiárias.

Vale notar que a parcela não internalizada da receita de emissão de subsidiárias no exterior pode ter sido, ainda, direcionada à aquisição de ativos externos, o que mitiga o risco dos passivos. De acordo com dados da pesquisa Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), os ativos externos das empresas selecionadas na amostra cresceram US\$3,3 bilhões (de US\$68,4 bilhões, em 2007, para US\$71,7 bilhões, em setembro de 2014). Na amostra, portanto, o crescimento do estoque dos ativos no exterior corresponde a 3,8% do estoque de títulos emitidos por subsidiárias no exterior.

No segmento de empresas não financeiras, descontadas as parcelas de internalização via empréstimos intercompanhia e de ativos mantidos no exterior,

7/ O estoque das dez maiores emissoras não financeiras correspondia a 86,1% (US\$100,2 bilhões) do estoque total desse segmento (US\$116,3 bilhões) em dezembro de 2014, segundo dados de provedores internacionais.

Tabela 2 – Estoque de títulos emitidos no exterior – Empresas não financeiras

Amostra de empresas não financeiras ^{1/}	US\$ bilhões	
	2007-2014	%
Aumento do estoque de títulos emitidos no exterior	85,1	100,0
(-) Internalização via empréstimos intercompanhia ^{2/}	66,9	78,6
(-) Constituição de ativos no Exterior ^{3/}	3,3	3,8
Saldo residual	14,9	17,6
<hr/>		
Todas empresas não financeiras	2014	%
Estoque de títulos emitidos no exterior	116,3	100,0
(-) Internalização via empréstimos intercompanhia ^{4/}	91,4	78,6
(-) Constituição de ativos no Exterior ^{4/}	4,5	3,8
Saldo residual ^{4/}	20,4	17,6

Fonte: Banco Central do Brasil e provedores internacionais de dados.

1/ Dados referentes às dez maiores empresas não financeiras que emitem no exterior, representando 86,1% do total de emissões das subsidiárias de empresas não financeiras.

2/ Balanço de pagamentos e estatísticas de dívida externa.

3/ Censo de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), setembro de 2014.

4/ Extrapolação dos percentuais da amostra.

Tabela 3 – Estoque de títulos emitidos no exterior – Conceitos residência e nacionalidade

Discriminação	US\$ bilhões
	2014
Estoque por nacionalidade menos estoque por residência	187,9
(-) Emissões de bancos	55,3
(=) Emissões de empresas não financeiras	132,6
(-) Internalização via empréstimos intercompanhia ^{1/,2/}	104,2
(-) Constituição de ativos no Exterior ^{1/,3/}	5,1
Saldo residual	23,3

Fonte: Banco Central do Brasil e provedores internacionais de dados

1/ Dados referentes às dez maiores empresas não financeiras que emitem no exterior, representando 86,1% do total de emissões das subsidiárias de empresas não financeiras.

2/ Balanço de pagamentos e estatísticas de dívida externa.

3/ Censo de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), setembro de 2014.

remanesceram não explicados US\$14,9 bilhões (17,6%) do aumento total do valor emitido de títulos de renda fixa dessa amostra no exterior.

Na Tabela 2, os percentuais amostrais relativos à internalização de recursos (78,6%) e aquisição de ativos no exterior (3,8%), foram extrapolados para o universo das empresas não financeiras brasileiras.

Dessa maneira, a diferença entre as séries do BIS (conceito nacionalidade) e do BCB (conceito residência), US\$187,9 bilhões, pode ser segmentada entre empresas não financeiras (US\$132,6 bilhões) e instituições financeiras (US\$55,3 bilhões). Em relação ao segmento financeiro, incluindo as subsidiárias no exterior de bancos brasileiros, informações completas estão disponíveis para a supervisão do BCB. Em seguida, os valores da amostra selecionada de empresas não financeiras foram utilizados para estimar a destinação da totalidade das emissões de subsidiárias de empresas desse segmento no exterior, tanto a internalização, quanto a aquisição de ativos no exterior (Tabela 3).

Com relação a eventual risco de descasamento cambial para essas empresas não financeiras, cabe mencionar que sua quase totalidade é formada por grupos exportadores e produtores de *commodities*, o que constitui *hedge* cambial natural. Destaca-se, ainda, como outro mitigador de risco o fato de que 49,3% do estoque de empréstimos intercompanhia será pago em mercadorias, posto que contratados na modalidade de pagamentos antecipados de exportação, mas não em dinheiro, conforme a posição de dezembro de 2014.

Em síntese, a emissão de títulos de renda fixa por meio de subsidiárias no exterior tem tido papel crescente como fonte de financiamento de empresas brasileiras, principalmente nas condições dos mercados financeiros internacionais pós-crise. As evidências apontam que a maior parte da receita de emissão tem sido internalizada no país, como empréstimo de subsidiária não residente à matriz residente e já está, portanto, devidamente contabilizada nas estatísticas de passivos brasileiros, seja na forma de empréstimos intercompanhia (para as empresas não financeiras), ou de empréstimos diretos (caso das instituições financeiras).