

Financiamento de Longo Prazo: Mercado de Debêntures e Programa de Emissão da BNDESPAR

CARLOS FERNANDO LAGROTA REZENDE LOPES
LUANDA PEREIRA ANTUNES
MARCO AURÉLIO SANTOS CARDOSO*

RESUMO O desenvolvimento do mercado de capitais é fundamental para que as empresas tenham acesso a recursos privados no financiamento de seus projetos de investimento. Nos últimos anos, tem-se observado um aumento significativo das emissões de valores mobiliários, com a crescente utilização de instrumentos de renda fixa como debêntures ou fundos de investimento em direitos creditórios. Este artigo apresenta a evolução recente no mercado de debêntures, e discute em que medida o aumento expressivo no volume de emissões primárias sinaliza uma tendência de maior participação desse instrumento no financiamento de longo prazo das empresas brasileiras. A despeito da presença de fatores positivos nessa evolução recente (diversificação de emissores, alongamento de prazos), ainda existem desafios importantes a serem superados, tais como: i) predominância do CDI; ii) concentração de investidores; iii) baixa liquidez do mercado secundário. O artigo discute como o Programa de Distribuição de Debêntures da BNDESPAR procura contribuir para o desenvolvimento desse mercado, e apresenta os resultados da primeira emissão de debêntures no âmbito desse programa.

ABSTRACT *The development of the capital market is of fundamental importance in order for companies to have access to private funds in the financing of their investment projects. In the last few years, we have been observing a significant increase of securities issues, with increasing use of fixed-income instruments, such as debentures or trade receivables investment funds. This article presents the recent developments in the debenture market, and discusses to what extent such impressive increase in the volume of primary issues indicates a trend of higher participation of this instrument in the long-term financing of Brazilian corporations. Notwithstanding the presence of positive factors in these recent developments (diversification of issuers, term extension), there are still important challenges to overcome, such as: i) CDI predominance; ii) concentration of investors; and iii) low liquidity in the secondary market. The article discusses how the BNDESPAR Debenture Distribution Program searches to contribute for the development of this market, and presents results of the first debenture issue within the sphere of this program.*

* Os três autores são economistas.

1. Introdução

O mercado de capitais desempenha papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico: é a grande fonte de recursos permanentes para a economia, por conta da conexão que efetua entre os agentes com capacidade de poupar – investidores – e aqueles carentes de recursos de longo prazo – tomadores de recursos. O mercado de capitais oferece diversos instrumentos de financiamento a médio e longo prazo para suprir as necessidades dos agentes econômicos, tais como debêntures, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs),¹ títulos externos. Oferece ainda financiamento com prazo indeterminado, como as operações que envolvem a emissão de ações.

O desenvolvimento do mercado de capitais é fundamental para que as empresas tenham acesso a recursos privados de terceiros no financiamento de projetos de investimento. No Brasil, as empresas apresentam, historicamente, acesso limitado ao capital privado de terceiros, financiando seus projetos de investimento principalmente com capital próprio ou financiamento público. As exceções ficam por conta de captações de recursos no exterior, sobretudo nos anos 1990, quando grandes empresas nacionais passaram a recorrer mais freqüentemente ao endividamento externo para se financiar.

Nos últimos dois anos, o mercado de capitais brasileiro apresentou crescimento significativo em relação aos anos anteriores: de 2000 a 2004, o mercado primário apresentou volume médio de emissões de cerca de R\$ 19 bilhões. Já em 2005, esse volume saltou para R\$ 61,6 bilhões. Em 2006, o volume continuou a crescer, atingindo a marca de R\$ 110 bilhões lançados no mercado primário.

O principal responsável por esse *boom* no mercado de capitais foram as emissões de debêntures. O expressivo aumento no volume emitido foi acompanhado por uma mudança qualitativa: há, claramente, uma alteração no perfil de endividamento das empresas brasileiras, que estão substituindo captações no mercado externo em moeda estrangeira por captações no mercado interno em moeda doméstica e, assim, reduzindo sua exposição ao risco cambial.

¹ Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Certificados de Recebíveis Imobiliários são os instrumentos pelos quais as operações de securitização doméstica são estruturadas.

A despeito da inegável redução da vulnerabilidade externa que essa substituição de dívida proporciona, há que ressaltar que, dadas as condições de emissão no mercado interno que as empresas têm encontrado,² esse movimento implica, na verdade, uma mudança na natureza do risco assumido: as empresas estão trocando risco cambial por risco de taxa de juros.

Este artigo apresenta a evolução recente do mercado de debêntures e discute em que medida o aumento expressivo no volume de emissões primárias sinaliza uma tendência de maior participação desse instrumento no financiamento de longo prazo das empresas brasileiras. A despeito da presença de fatores positivos nessa evolução recente (diversificação de emissores, alongamento de prazos), ainda existem desafios importantes a serem superados, tais como: predominância do CDI, concentração de investidores e baixa liquidez do mercado secundário. O artigo discute também de que modo a oferta pública de debêntures da BNDESPAR realizada em 2006 busca contribuir para o desenvolvimento desse mercado.

O texto está dividido em quatro seções: em primeiro lugar, fazemos uma breve discussão a respeito do mercado de dívida corporativa. Em seguida, expomos um panorama geral do mercado brasileiro de debêntures e analisamos os principais desafios que as empresas enfrentam atualmente nesse mercado. Em terceiro lugar, apresentamos um estudo de caso, qual seja, a oferta pública de debêntures da BNDESPAR, cujas características foram traçadas tendo em vista o fortalecimento do mercado de debêntures. Por fim, apresentamos nossas conclusões.

2. O Mercado de Dívida Corporativa

A relação entre sistema financeiro e crescimento é um dos temas mais importantes na análise do desenvolvimento econômico. A discussão clássica distingue o modelo baseado no mercado de capitais (EUA, Inglaterra) do modelo baseado no crédito bancário (Alemanha, Japão, Sudeste Asiático).³ O debate recente tem buscado superar essa distinção, enfatizando a complementaridade entre o crédito bancário e o mercado de capitais no processo de desenvolvimento econômico.⁴ Nessa abordagem, o foco desloca-se para os fatores que impulsionam ou obstruem a expansão do sistema financeiro

² Em particular, frise-se o fato de que quase 100% das emissões em 2006 foram indexadas ao CDI.

³ Gerschenkron (1962), Zysman (1984).

⁴ Levine (1997), Boreztein, Eichengreen e Panizza (2006).

doméstico. Entre os fatores apontados como benéficos a essa expansão, pode-se destacar a estabilidade macroeconômica, a segurança nos contratos e as boas práticas de governança corporativa.

Historicamente, as empresas brasileiras distinguem-se pelo acesso restrito ao capital privado de terceiros, financiando seus projetos de investimento principalmente com recursos próprios e financiamento público. Enquanto em países desenvolvidos a participação do crédito no PIB supera 100%,⁵ no Brasil esta participação é de apenas 34%.⁶ Se excluirmos o crédito direcionado (com origem fiscal ou de repasse compulsório), a participação do crédito com recursos livres no PIB cai para apenas 23%, concentrado nos empréstimos a pessoas físicas ou no financiamento de capital de giro.

A quase ausência de operações de longo prazo defasou os próprios mecanismos utilizados para a sua prática. Como praticamente inexistiam títulos de longo prazo emitidos pelo governo federal – teoricamente, livre de risco – e papéis de longo prazo lançados por empresas, a construção de uma estrutura temporal das taxas de juros de longo prazo ficava inviabilizada.⁷ Frise-se que a estrutura temporal das taxas de juros de longo prazo é importante referência para o desenvolvimento desse mercado.

Em meados dos anos 1990, com a implantação do Plano Real, esse cenário começou a mudar: o governo federal adotou uma série de medidas visando aprimorar o gerenciamento da dívida pública, entre as quais a desindexação gradual da dívida por meio da emissão de títulos prefixados, com alongamento paulatino de seus prazos. As sucessivas crises financeiras mundiais (Ásia, em 1997, Rússia, em 1998, e o próprio Brasil, no início de 1999) obrigaram o Tesouro Nacional a rever sua estratégia de emissão de títulos, interrompendo o processo de alongamento que vinha se implementando na dívida pública, em particular no prazo dos papéis prefixados.

Com a melhora do cenário, em março de 1999, o Tesouro Nacional voltou a ofertar títulos prefixados de curto prazo (LTN de três meses) e reiniciou o processo de alongamento da dívida. Em novembro de 1999, simultaneamente ao prazo de três meses, foram ofertados títulos prefixados de seis meses. No início de 2000, o Tesouro abandonou o prazo de três meses, passando a emitir, junto com as LTN de seis meses, títulos prefixados com

5 Ver, por exemplo, *World Development Indicators* (2004).

6 Dados do Banco Central do Brasil para dezembro de 2006.

7 Os modelos de apreçamento de títulos de longo prazo baseiam-se, em geral, na estrutura temporal das taxas governamentais de longo prazo e nos ratings definidos pelas empresas especializadas.

prazo de 12 meses. O prazo de vencimento dos títulos indexados à taxa Selic (LFT), que então girava em torno de 12 meses, foi alongado para 18 meses, em fevereiro de 2000; 24 meses, em março; 36 meses, em abril; 48 meses, em setembro; e 60 meses, a partir de janeiro de 2001. Outro evento que merece destaque, uma vez que estabeleceu importante marco na estrutura de taxas de juros, foi a oferta pública realizada no fim de 2000 de títulos indexados ao IGP-M (NTN-C) com prazo de 30 anos.

Dando continuidade a esse esforço de aprimoramento da gestão da dívida pública, o Tesouro retomou, em setembro de 2003, a emissão de títulos indexados ao IPCA⁸ (NTN-B), ativo de grande interesse para as entidades de previdência complementar.⁹ Em agosto de 2004, o Tesouro iniciou os leilões de NTN-B com prazo de 40 anos (2045), tendo como objetivo principal o alongamento da dívida pública. Esse prazo representou o vencimento mais longo já emitido pelo Tesouro em oferta pública, tanto no mercado interno quanto no externo.

O desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos também tem sido uma preocupação constante na atuação do Tesouro que, desde o final de 1999, em conjunto com o Banco Central, vem adotando uma série de ações bem-sucedidas para reforçar a liquidez desse mercado, que atualmente conta com diferentes ambientes de negociação (mercado de balcão tradicional, plataforma eletrônica da CetipNet e plataforma eletrônica do Sisbex). Entre tais medidas, incluem-se a concentração de vencimentos de títulos, a utilização do mecanismo de reoferta, a divulgação prévia do cronograma mensal de leilões e a divulgação mensal da Nota para a Imprensa, com informações sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez. Outras duas medidas importantes foram o desenvolvimento de sistema de registro de operações a termo (até então, inexistente) e a flexibilização do limite de alavancagem das instituições com títulos públicos federais.

O mercado de títulos corporativos, por sua vez, ganhou impulso apenas a partir de 2005. Entre 2001 e 2004, por exemplo, a média de emissões de debêntures foi próxima a R\$ 10 bilhões por ano. Essas emissões eram, em sua maioria, vinculadas à renegociação de dívidas bancárias, no qual os

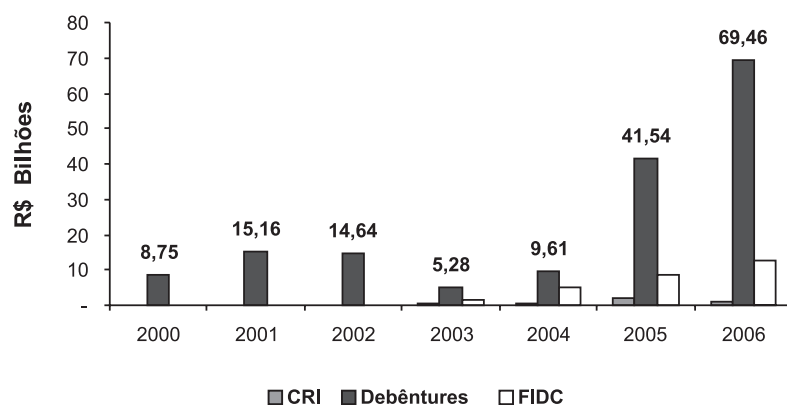
⁸ Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

⁹ A NTN-B é um ativo com alta correlação com os passivos dessas entidades, caracterizados por uma meta composta de taxa de juros real e correção por índices de preços. Como a maioria dos fundos de pensão adota o INPC como indexador da sua meta atuarial (índice de preços com elevada correlação com o IPCA), a emissão de um título indexado ao IPCA representou um grande avanço para essas entidades em relação à NTN-C (título indexado ao IGP-M).

bancos credores participavam como coordenadores e ofereciam garantia firme na colocação das debêntures. O financiamento privado de longo prazo, desse modo, ficava praticamente restrito ao mercado internacional, que as grandes empresas e bancos podiam acessar através da emissão de bônus ou via empréstimos sindicalizados.

Desde então, observa-se um crescimento acelerado nas emissões de debêntures, que atinge R\$ 42 bilhões, em 2005, e R\$ 69,5 bilhões, em 2006 (representando, respectivamente, 68% e 65% do total emitido no mercado de capitais). Esses valores são inflacionados pelas empresas de *leasing* que, em decorrência de incentivos regulatórios, passaram a emitir debêntures em larga escala. No entanto, mesmo excluindo as empresas de *leasing*, constata-se uma clara tendência de expansão nas emissões de debêntures.¹⁰ Em paralelo, novos instrumentos de dívida são estabelecidos no mercado doméstico, como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

GRÁFICO 1

Emissões de CRI/Debêntures/FIDC

Fonte: CVM.

¹⁰ Vide a próxima seção.

Essa expansão no volume emitido foi acompanhada por uma mudança qualitativa, na medida em que grandes empresas nacionais, que costumavam acessar regularmente o mercado internacional, passaram a optar pelo financiamento no mercado doméstico, até mesmo recorrendo a emissões domésticas para financiar o pagamento de obrigações externas. Exemplos de grandes companhias que em 2006 optaram por lançar debêntures são Light (R\$ 1 bilhão, 7 anos, DI + 1,75%); Brasil Telecom (R\$ 1,1 bilhão, 6 anos, 104% do DI); Ambev (R\$ 2,1 bilhões em duas séries de 3 e 7 anos, a 101,75% e 102,5% do DI, respectivamente); Telemar (R\$ 2,16 bilhões em duas séries de 5 e 7 anos, a 103% do DI e DI + 0,55%, respectivamente) e CVRD¹¹ (R\$ 5,5 bilhões em duas séries de 4 e 7 anos, a 101,75% do DI e DI + 0,25%).

Contribuiu para essa expansão no mercado de dívida corporativa o esforço do governo e de entidades de mercado para aprimorar o ambiente regulatório por meio de medidas tais como a criação dos títulos de securitização (FIDC, CRI) e diversas iniciativas para regulamentar o mercado de debêntures.¹² Fatores conjunturais também aumentaram a atratividade do endividamento interno frente ao externo, como o encarecimento das operações de *swap* de dólar para real em virtude da compressão na curva de cupom cambial.¹³

Não obstante a presença desses fatores específicos do mercado brasileiro, é preciso destacar que o movimento de expansão nos mercados de dívida local tem sido observado em diversos países emergentes.¹⁴ Na América Latina em particular, a consolidação da estabilidade de preços e, mais recentemente, a adoção de taxas de câmbio flexíveis são incentivos para a substituição do endividamento externo pelo doméstico. Outro fator de destaque na região é o aumento dos investidores institucionais, em particular os fundos de pensão, que são uma fonte estável de recursos de longo prazo aplicados em moeda local. Finalmente, observa-se uma demanda dos investidores estrangeiros por ativos em moedas latino-americanas, seja pela busca de taxas de juros mais altas, seja pela diversificação de risco cambial.

No caso brasileiro, deve-se destacar que os investidores estrangeiros não têm aplicado em debêntures, ao contrário do que ocorre nos títulos públicos.

11 A CVRD também emitiu títulos no mercado externo em 2006, no valor total de US\$ 4,75 bilhões.

12 Para uma avaliação das mudanças recentes e agenda de propostas, ver Andima (2006).

13 A política do Tesouro de reduzir o estoque de títulos públicos indexados ao dólar (NTN-D) levou a uma escassez de hedge cambial doméstico, comprimindo a taxa de juros em dólar nas aplicações no país (cupom cambial). Como essa curva é a referência no cálculo de *swap* cambial, o custo de converter para reais um empréstimo externo em dólares ficou, *ceteris paribus*, mais caro do que a alternativa de emitir domesticamente em reais.

14 Knight (2006), Jeanneau and Tovar (2006), BID (2006), Deutsche Bank (2006).

Isso pode ser explicado pela diferença de tributação que, desde fevereiro de 2006, isenta do imposto de renda retido na fonte (IRRF) o investimento estrangeiro em títulos públicos, mas mantém a alíquota decrescente (mínimo de 15%) para aplicações em debêntures. A extensão dessa isenção aos títulos corporativos tem sido reivindicada pelas entidades de mercado e, caso se confirme, deverá representar um impulso adicional à expansão das debêntures no Brasil [Andima (2006, p. 78-80)].¹⁵

Do ponto de vista da oferta de títulos, o desenvolvimento desse mercado oferece às empresas brasileiras uma fonte de recursos que, ao contrário das emissões em moeda estrangeira, não carregam risco cambial. Essa redução no descasamento entre ativos locais e dívida externa, torna a economia brasileira mais robusta a choques externos, já que mitiga o impacto das flutuações do câmbio¹⁶ no balanço das empresas. A superação desse “pecado original” das economias emergentes¹⁷ – a impossibilidade de se financiar em moeda própria – é uma inovação muito interessante no mercado internacional e, uma vez consolidada, representará uma mudança significativa na capacidade de financiamento dos países emergentes.

3. Evolução Recente e Desafios no Mercado de Debêntures

Debêntures são títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos no Brasil por sociedades por ações, que conferem aos seus titulares direito de crédito contra a companhia emissora. Quando são objeto de distribuição pública, modalidade exclusiva das sociedades de capital aberto, são reguladas pela CVM e, eventualmente, pelo Banco Central do Brasil.

Os volumes de distribuições públicas de debêntures têm apresentado forte crescimento nos últimos anos, como mostra o gráfico a seguir. O mercado

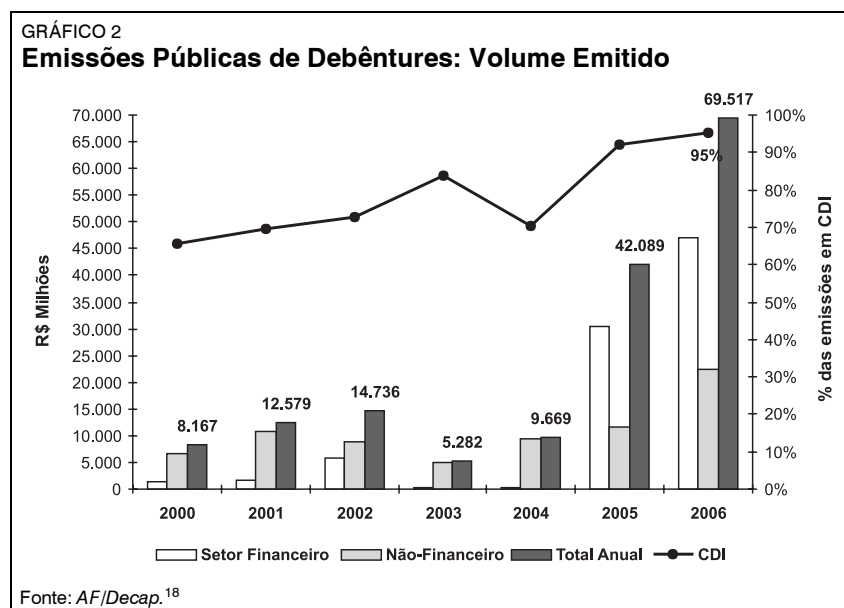
15 A participação estrangeira no mercado doméstico apresentou uma elevação significativa após a edição da Medida Provisória regulamentando a isenção de IRRF para o investidor estrangeiro. A média do estoque aplicado em títulos públicos por investidores estrangeiros, que foi de R\$ 2,7 bilhões entre janeiro de 2005 e fevereiro de 2006, passou para R\$ 10,7 bilhões entre março e dezembro de 2006. Ressalta-se que o montante aplicado pelos investidores estrangeiros em Fundos de Investimento Financeiro (FIF), compostos em sua quase totalidade por títulos públicos, também apresentou crescimento considerável após a edição da medida, mantendo uma média de R\$ 13,3 bilhões entre março e dezembro de 2006, frente a R\$ 5,0 bilhões no mesmo período de 2005.

16 Uma geração de modelos de crise cambial menciona o descasamento de moedas como fator determinante para explicar a vulnerabilidade de uma economia a choques de liquidez internacional. Ver, por exemplo, Krugman (1999) e Aghion, Bacchetta e Barnejee (2001).

17 O termo “original sin” foi apresentado em Hausmann e Eichengreen (1999).

primário de debêntures bateu novo recorde em 2006: as emissões públicas atingiram o total de R\$ 69,51 bilhões, o que representa um aumento de cerca de 65% do volume emitido em 2005, que também já ultrapassara a marca.

Assim como em 2005, as empresas de arrendamento mercantil (*leasing*) foram responsáveis pela maior parte do total distribuído em 2006, respondendo por 67,6% das emissões. As empresas de *leasing* são a única instituição financeira com autorização para emitir debêntures.¹⁹ Em geral, esses títulos são subscritos com o próprio grupo financeiro para alocação nos fundos de investimento ou repasse a clientes do banco como substituto das emissões de CDBs (sendo revendidas pelos bancos aos clientes por meio de operações com compromisso de recompra, isentas de compulsórios e de recolhimentos ao Fundo Garantidor de Crédito) ou, secundariamente, financiamento de operações de *leasing* do grupo.



¹⁸ Área Financeira do BNDES/Departamento de Captação. O DECAP mantém uma base de dados sobre captações no mercado de capitais internacional e doméstico, com base em fontes públicas de informação. Essas informações são disponibilizadas semestralmente no Relatório Semestral de Renda Fixa, de autoria do DECAP.

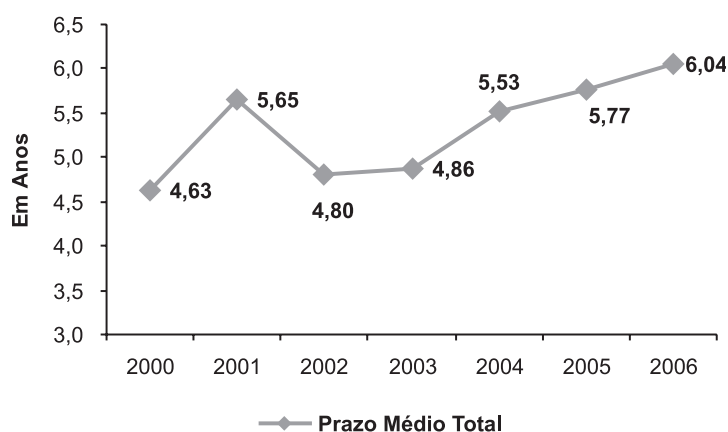
¹⁹ Vide Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.309, de 28 de agosto de 1996, artigo 19, item IV.

Dada a natureza das operações de *leasing*, os volumes, prazos e taxas dessas operações não representam as condições que poderiam ser obtidas por outros emissores em operações de mercado propriamente ditas. Por esse motivo, estatísticas gerais das emissões de debêntures que não levem em conta essas especificidades são altamente distorcidas.

As emissões do setor não-financeiro representaram 32,4% do total emitido no mercado primário (R\$ 22,5 bilhões), o que significou um avanço em relação a 2005: enquanto, em 2005, esse setor foi responsável por 27,6% das emissões, em 2006, esse valor subiu para 32,4% (R\$ 22,5 bilhões). O prazo médio, cuja trajetória é ascendente desde 2002, girou em torno de seis anos.

O CDI continuou a ocupar a posição de principal indexador nas operações do setor não-financeiro, com 93,78% das emissões, e a avançar face ao IGP-M. Até 2004, operações atreladas ao IGP-M representavam entre 20% e 25% das emissões nesse segmento. Em 2005, esse percentual reduziu-se para 10% das emissões não-financeiras. Em 2006, as emissões em IGP-M caíram para apenas 3,56% dos lançamentos no setor (totalizando R\$ 0,8 bilhão). Duas concessionárias de rodovias responderam por 64% do total emitido em IGP-M.

GRÁFICO 3

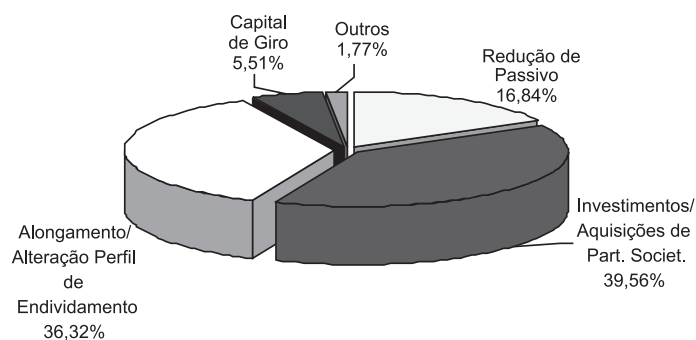
Prazo Médio Total – Setor Não-Financeiro

Fonte: AF/Decap.

A qualidade de crédito das emissões foi outra característica desse mercado em 2006: 100% dos lançamentos do setor não-financeiro que apresentaram classificação de risco caracterizam-se como operações *investment grade* no mercado local.²⁰ Em 2004, esse percentual foi de 94,7% e, em 2005, de 97,7%. Ao mesmo tempo em que demonstram a qualidade de crédito das empresas que acessaram esse setor, os dados revelam um mercado relativamente refratário a risco de crédito.

A canalização dos recursos captados por emissores não-financeiros majoritariamente para a gestão de passivos financeiros (alongamento, substituição de dívidas internas e/ou externas, aumento do capital de giro) também tem marcado esse mercado. Do total captado em 2006, 58,7% foram utilizados para tal fim. A fatia destinada para investimentos ou aquisições de participações societárias, contudo, mostrou-se significativa, atingindo a marca de 39,6%, conforme ilustra o Gráfico 4.²¹

GRÁFICO 4

Destinação dos Recursos Captados em 2006 – Setor Não-Financeiro

Fonte: AF/Decap.

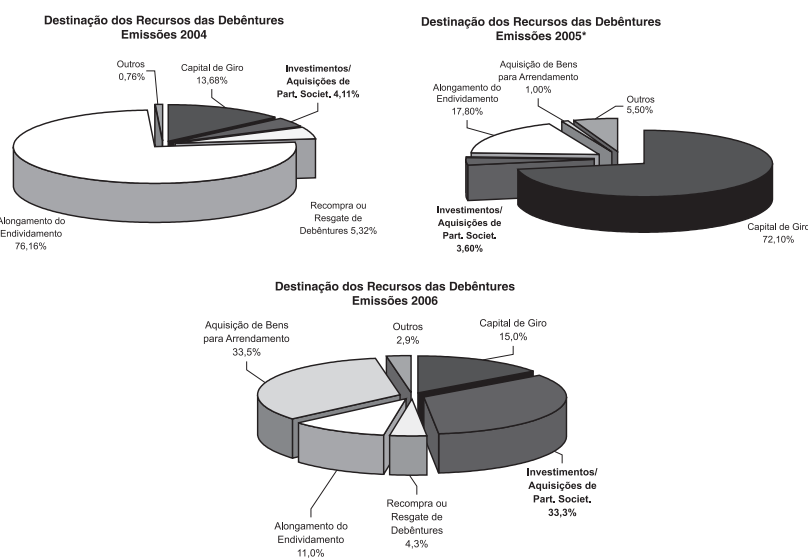
20 Cabe frisar, conforme dito acima, que algumas dessas operações envolveram empresas com base diversificada de operações (inclusive no mercado externo), que utilizaram captações domésticas como substituição/complemento ao mercado externo.

21 Estas informações foram obtidas nos prospectos das emissões e, portanto, equivalem a declarações das emissoras sobre o uso dos recursos captados.

A fim de evitar uma visão distorcida desses dados, é necessário deixar claro que duas empresas de grande porte foram responsáveis por 85% do total classificado nesta categoria: a Ambev realizou uma captação de R\$ 2,07 bilhões e a CVRD captou R\$ 5,5 bilhões. Ambas lançaram mão de tais recursos para financiar aquisições de participação acionária em outras empresas.

Os dados compilados pela Andima, que levam em conta tanto o segmento não-financeiro quanto o financeiro, mostram que os recursos captados vêm sendo cada vez mais utilizados para financiar investimentos ou aquisições de participações societárias. O Gráfico 5 a seguir mostra a evolução crescente da fatia destinada para investimentos, que passou de menos de 5% para quase 33,3%. Mais uma vez, é importante frisar a contribuição da AMBEV e CVRD para este resultado em 2006.

GRÁFICO 5
Destinação dos Recursos das Debêntures – 2004, 2005 e 2006



*Dados compilados até outubro/2005.
Fonte: Andima.

Cabe aqui esclarecer que o uso do CDI como indexador majoritário e o fato de os recursos captados através da emissão de debêntures serem destinados principalmente para o gerenciamento de passivos financeiros estão associados. A predominância do CDI como indexador nas emissões de debêntures indica que o movimento de substituição de dívida externa por dívida doméstica também implica a mudança da natureza do risco desse endividamento: o risco cambial é substituído pelo risco de taxa de juros. Ao trazer para zero a *duration* da dívida,²² as oscilações futuras da taxa de juros são integralmente repassadas para as empresas, que ficam assim expostas a aumentos inesperados no seu custo de endividamento. Essa vinculação ao CDI é característica dos instrumentos financeiros no Brasil e reflete uma aversão dos aplicadores em carregar o risco de mercado frente a uma instabilidade histórica nas taxas de juros. Do ponto de vista do devedor, por sua vez, esse perfil de dívida impõe restrições ao tipo de atividade financiada. O financiamento de projetos de investimento de longa maturação, por exemplo, implicaria um descasamento de *duration* entre ativo e passivo que, num cenário de elevação das taxas de juros, comprometeria a rentabilidade da empresa ou, até mesmo, a sua solvência.

Esse perfil de endividamento doméstico de curto prazo também tem sido observado em outros países latino-americanos, como observam Jeanneu e Tovar (2006), que enfatizam a vulnerabilidade financeira que tal situação pode acarretar para essas economias. De fato, a literatura aponta o financiamento de curto prazo de ativos de longa maturação como uma estratégia de alto risco, em que mudanças na liquidez da economia podem comprometer o refinanciamento das dívidas e, em alguns casos, ocasionar uma crise financeira generalizada.²³

No caso brasileiro, deve-se ressaltar que as empresas, em geral, não têm utilizado as debêntures para financiar investimentos. Como visto anteriormente, os recursos captados têm sido utilizados prioritariamente no refinanciamento de dívidas e no reforço de capital de giro. Portanto, a forte expansão das emissões observada recentemente não tem sido, até o momento, uma fonte adicional de financiamento ao investimento.

Em relação ao perfil de distribuição das operações de empresas não-financeiras, o mercado de debêntures tem se caracterizado pela concentração, fator que influencia diretamente sua liquidez. Historicamente, muitas dessas

22 *Duration pode ser interpretado como o prazo médio ponderado dos fluxos de caixa de um ativo. Os pesos são determinados por fatores de valor presente (Ross, 1995).*

23 *Kindleberger (1978), Minsky (1986).*

operações utilizaram as debêntures como instrumento de empréstimo bancário tradicional (recursos novos ou refinanciamentos), com as emissões sendo subscritas pelos próprios bancos participantes dos consórcios de estruturação. Mesmo as operações “de mercado” propriamente ditas (isto é, aquelas com esforços de distribuição com investidores que não participaram da estruturação da oferta) tendem a apresentar uma concentração da distribuição nas administradoras de recursos de terceiros (aí incluídos os volumes referentes aos fundos exclusivos dos fundos de pensão) e, secundariamente, nos fundos de pensão (aplicação direta) e nas tesourarias de bancos. Adicionalmente, as indústrias de gestão de recursos e de fundos de pensão também são bastante concentradas, com um número relativamente reduzido de agentes detendo a maior parte dos recursos administrados.

A participação de outros agentes relevantes em operações de renda variável e mesmo de renda fixa envolvendo títulos públicos (como investidores estrangeiros e pessoas físicas) permanece inexpressiva. Conforme mencionado, a diferença de tributação incidente sobre títulos públicos e debêntures vem sendo recorrentemente citada como uma das razões principais a afastar o investidor estrangeiro deste mercado.

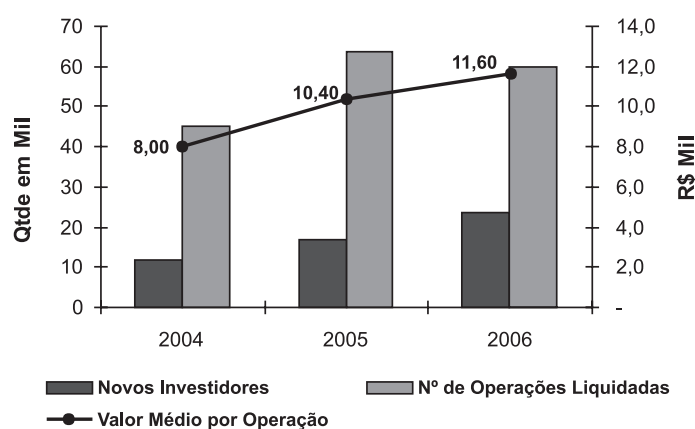
O investidor pessoa física, por sua vez, não tem sido priorizado em tais operações. Debêntures ainda são títulos pouco conhecidos desse investidor, o que demandaria um esforço das companhias emissoras para familiarizá-lo com este tipo de aplicação. Além disso, o valor unitário das debêntures na grande maioria das operações ao longo dos últimos anos tem se situado a partir de dez mil reais, o que afasta o pequeno investidor desta alternativa de investimento. A esses fatores, adiciona-se a baixa liquidez que caracteriza esse mercado – conforme será discutido adiante – e que também inibe esse investidor. Estes são alguns dos motivos que explicam a participação extremamente reduzida desse segmento até 2005. Somente duas ofertas públicas de debêntures tinham contado com alguma participação relevante do investidor pessoa física: Petrobras e Suzano. Ambas, contudo, não tiveram o varejo como foco de atuação. O valor mínimo para aplicação foi estipulado em R\$ 50 mil na oferta da Petrobras e em R\$ 10 mil na oferta da Suzano. A oferta da Suzano contabilizou trinta investidores pessoa física que, juntos, totalizaram um volume de R\$ 10 milhões (3% da oferta total). A oferta da Petrobras contabilizou menos de mil investidores pessoa física e volume em torno de R\$ 50 milhões.

Esses números contrastam com os dados do mercado de ações e de títulos públicos (Tesouro Direto). A média de investidores de varejo por operação

nas ofertas de ação, excluindo-se o PIBB (2004/2005) e o BB (2006), chegou a 4,6 mil em 2004, 3,4 mil em 2005 e 7,2 mil em 2006²⁴. Já o Tesouro Direto, principal alternativa de aplicação direta pulverizada em renda fixa para o investidor pessoa física e que não conta com estratégias agressivas de *marketing*, registrou 73 mil investidores cadastrados ao longo de quase cinco anos de operação. Em 2004, o Tesouro Direto registrou 11,9 mil novos investidores e 45 mil operações liquidadas, com valor médio por operação de R\$ 8 mil; em 2005, 16,7 mil novos investidores e 63,8 mil operações liquidadas, com valor médio por operação de R\$ 10,4 mil; e, em 2006, foram 23,7 mil novos investidores e 66 mil operações liquidadas, com valor médio por operação de R\$ 11,6 mil.

Não obstante todos esses aspectos, deve ser ressaltado que, nos últimos 18 meses, houve uma melhoria no perfil das distribuições de debêntures das

GRÁFICO 6

Tesouro Direto

Fonte: Tesouro Direto.

24 Nas ofertas de ações, tem ocorrido muito freqüentemente o caso de investidores flippers, que fazem pedido de reserva apostando na subida de preço no primeiro dia. Como não há depósito antecipado, a liquidação financeira da oferta primária dá-se líquida das vendas do primeiro dia de negociação secundária de ações (D+3), permitindo a tais investidores fazerem uma espécie de "day trade" com a oferta primária, apostando na tendência de subida de preços no primeiro dia. Este fato ajudou a gerar, especialmente no primeiro semestre de 2006, um número expressivo de investidores de varejo até mesmo para empresas bastante desconhecidas.

empresas não-financeiras, com a redução da participação dos chamados “empréstimos bancários disfarçados” e a ampliação de esforços efetivos de venda. De fato, diversas empresas que realizaram recentes ofertas públicas de ações com destaque (como ALL, CCR, Dasa – Diagnósticos da América, Gafisa, Localiza e Vivax) também emitiram debêntures nos últimos 18 meses. Adicionalmente, outros emissores de grande porte, com histórico relevante no mercado de capitais (inclusive internacional), realizaram ofertas públicas de debêntures em 2006, como Ambev, CSN, CVRD, Ipiranga e Telemar. Como ressaltado anteriormente, a presença desses nomes indica o aumento da atratividade das emissões locais de renda fixa para empresas em boa situação de crédito.

Em relação ao mercado secundário local de dívida corporativa, a característica marcante tem sido a baixa liquidez e a pouca transparência nas negociações secundárias. A baixa liquidez está ligada a diversos fatores que se inter-relacionam, criando entre os investidores a cultura de adquirir debêntures sem visar à negociação futura destas, alimentando, portanto, um círculo vicioso que continuamente desestimula os negócios. Entre esses fatores, ressaltamos:

- Pequeno estoque de títulos “efetivamente de mercado” (isto é, excluindo-se os papéis das *leasings* e os oriundos de renegociações bancárias), especialmente quando comparado com os estoques de títulos públicos e de ações;
- Predominância de títulos pós-fixados (CDI), que não permitem aos investidores utilizá-los como instrumento de investimento direcional em uma taxa de juros determinada (títulos de baixa *duration*).
- Distribuições normalmente concentradas em poucos investidores de grande porte (fundos de pensão e administradoras de fundos de investimento), com vários desses investidores adotando a prática de manter tais títulos até o vencimento (especialmente se atrelados a índices de preços);
- Ausência, em termos relevantes, de investidores estrangeiros, em função da incidência de imposto de renda na fonte sobre rendimentos (que não é cobrado no caso de títulos públicos) e aos trâmites burocráticos para a sua participação;
- Pequena participação das tesourarias de bancos, que tendem a adquirir títulos somente de ofertas em que atuam como coordenadores;

- Alto custo tributário para investidores não-financeiros (como pessoas físicas) negociarem seus títulos, como incidência de IOF nos primeiros 30 dias e cobrança de imposto de renda sobre períodos inteiros de juros, independentemente da data de aquisição do papel;

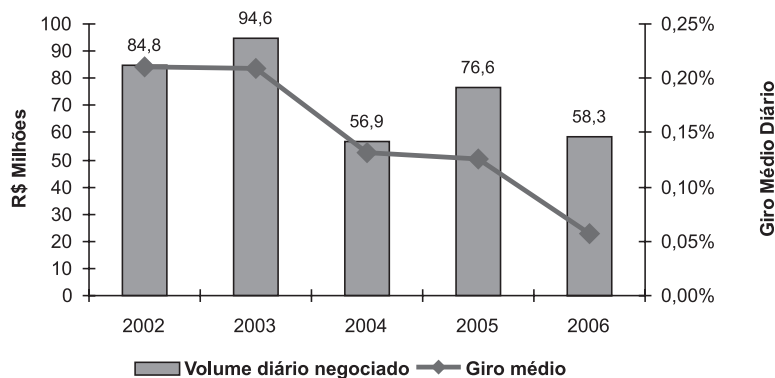
O mercado secundário de debêntures é fortemente concentrado na Cetip. Esta funciona principalmente como ambiente de registro e liquidação (contra pagamento), mas não de negociação propriamente dita, dado que os negócios se dão sob a forma de balcão (isto é, por telefone), e não como pregão de bolsa (com liquidação e, eventualmente, contraparte central garantidora), impossibilitando a interferência de outros agentes no fechamento dos negócios.

O estoque de debêntures depositado na Cetip fechou o ano de 2006 em cerca de R\$ 155 bilhões. Comparando a média diária simples dessas negociações secundárias em 2006 (R\$ 56,9 milhões)²⁵ com o estoque médio de títulos custodiados na Cetip, atinge-se um giro diário de 0,0577% do estoque. Deve-se ressaltar que esse volume inclui negócios entre instituições de um

GRÁFICO 7

Cetip: Volume Diário e Giro Diário* de Debêntures

(Média Diária Anual)



*Volume diário negociado/Estoque.

Fonte: AF/Decap.

25 Este número não leva em conta as operações compromissadas com debêntures.

mesmo conglomerado (por exemplo, entre fundos de uma mesma administradora de recursos), não tendo sido possível obter apenas as negociações com efetiva independência entre as partes. A título de comparação, o giro médio diário do mercado secundário de títulos públicos no sistema Selic em 2006 foi de aproximadamente 1,01%.

No segundo trimestre de 2002, iniciaram-se as operações da CetipNet,²⁶ plataforma eletrônica com telas individualizadas (negócios entre clientes da instituição financeira relacionada a cada tela) e telas gerais (nas quais podem ser efetuados negócios entre clientes de diferentes instituições financeiras, mas sem a possibilidade de interferência nas telas individualizadas). Além da negociação em si, a CetipNet passou a disponibilizar, em agosto de 2006, um módulo de cotação eletrônica para debêntures, permitindo aos participantes solicitar cotações para tais títulos, as quais, uma vez aceitas pelos solicitantes, transformam-se em transações efetivas.

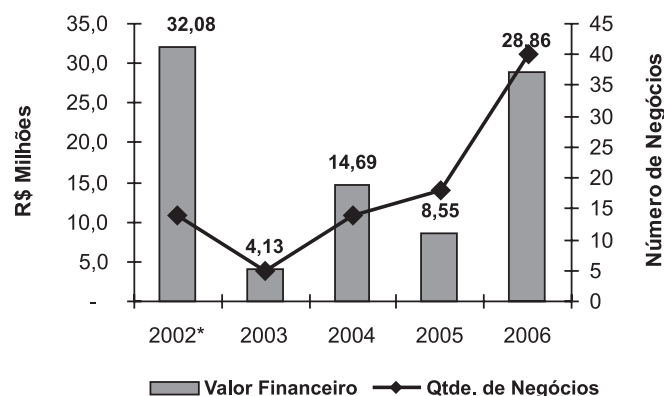
A CetipNet representa um importante avanço para o mercado secundário de títulos corporativos, uma vez que agrega transparência às negociações, realizadas eletronicamente, além de oferecer parâmetros de preços *on-line*. Embora ainda incipiente (as transações permanecem sendo fechadas por telefone e registradas na Cetip apenas para liquidação financeira e movimentação de custódia), o uso dessa plataforma eletrônica de negociação vem se tornando cada vez mais usual. Conforme ilustrado no gráfico abaixo, apesar de o volume financeiro negociado em 2006 ainda não ter atingido o volume recorde de 2002, o número de negócios apresentou um expressivo aumento em relação aos anos anteriores (aproximadamente 122% em relação a 2005).

A existência de ofertas nas telas da CetipNet diariamente comprova o bem-sucedido caminho que esse sistema de negociação eletrônica vem trilhando.

A BovespaFix, plataforma eletrônica de negociação e registro que utiliza a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) como *clearing*, registra ainda menos negociações. As operações cursadas nesse ambiente caracterizam-se por mecanismos de pregão eletrônico, com ampla visibilidade das negociações e possibilidade de interferência no negócio por qualquer agente cadastrado, mediante instalação de leilão pela Bovespa, caso alguma ordem seja lançada fora de determinado “túnel” de preços. Embora esteja prevista a possibilidade de liquidação multilateral líquida com a CBLC como contraparte garantidora, as negociações com debêntures na Boves-

26 Importante mencionar que não há garantia de liquidação por uma câmara, como ocorre em bolsa de valores.

GRÁFICO 8
Evolução das Negociações na CetipNet



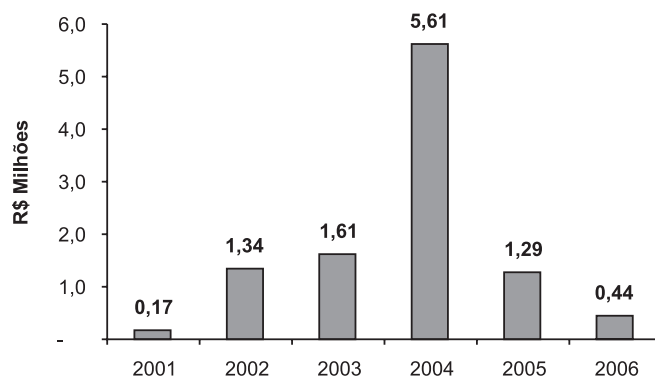
* As negociações foram iniciadas em abril/2002.
Fonte: Cetip.

paFix têm apresentado, tradicionalmente, o mesmo mecanismo de liquidação que a Cetip (operação-a-operação, com entrega mediante pagamento).

A primeira transação na BovespaFix com debênture ocorreu em abril de 2001 e, desde então, foram realizadas 690 negociações definitivas, que somaram R\$ 2,63 bilhões, o que representa 2,34% do montante negociado na Cetip no mesmo período. Desse volume total, R\$ 1,1 bilhão (42%) correspondem a somente três negócios realizados em 2004 com debêntures da Bradesplan (grupo Bradesco). É, assim, um mercado bastante reduzido quando comparado ao giro secundário na Cetip, caracterizando-se por seqüências de semanas sem nenhuma operação. Em 2006, por exemplo, foram executados apenas 104 negócios, com 15 papéis, sendo 52% dos negócios realizados com somente dois títulos (BNDESPAR e Petrobras) e 34% do volume negociado efetuado com um único título (Ulbra Recebíveis). A média de negócios na BovespaFix em 2006 foi de R\$ 439 mil/dia, menos de 1% do verificado na Cetip.

Ainda em relação ao mercado secundário, deve ser ressaltado que a Andima continua publicando diariamente na Internet, desde maio de 2004, preços indicativos coletados com cerca de 20 instituições financeiras, contemplando atualmente as negociações secundárias de mais de 50 debêntures, com o

GRÁFICO 9
BovespaFix: Volume Diário Negociado
(Média Diária Anual)



Fonte: AF/Decap.

objetivo de oferecer referência de preços para esses papéis e conferir maior transparência aos negócios praticados em balcão.

Vimos, portanto, que o forte crescimento das operações envolvendo a emissão de debêntures vem acompanhado de uma série de desafios que devem ser superados se desejamos que esse mercado seja cada vez mais fonte de recursos para as empresas financiarem seus investimentos. A próxima seção apresenta um estudo de caso, qual seja a oferta pública de debêntures da BNDESPAR, cujas características foram pensadas tendo em vista o desenvolvimento do mercado de debêntures.

4. Estudo de Caso – A Emissão de Debêntures da BNDESPAR

A BNDESPAR²⁷ concluiu, em dezembro de 2006, a primeira oferta pública de debêntures simples não-conversíveis em ações, no âmbito de um Progra-

²⁷ O BNDES conta com duas subsidiárias integrais, a Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME e a BNDES Participações – BNDESPAR. A FINAME foi criada com o objetivo de

ma de Distribuição Pública de Debêntures da BNDESPAR registrado na CVM, com prazo de dois anos e valor total de R\$ 2 bilhões. A operação, a primeira a utilizar o IPCA como indexador no mercado de debêntures, distribuiu 600 mil debêntures simples, com valor nominal de R\$ 600 milhões e vencimento em janeiro de 2012. Inicialmente estabelecida em 500 mil debêntures, a oferta foi ampliada em 20%, por conta da elevada demanda apresentada por investidores de varejo e institucionais, que atingiu 1,8 milhão de debêntures. O preço de subscrição de cada debênture foi definido em R\$ 898,33, correspondendo a uma taxa de remuneração real ao investidor de 8,525% ao ano.

Os recursos captados destinam-se ao orçamento de investimentos da BNDESPAR e inserem-se em um esforço do Sistema BNDES para diversificar suas fontes de recursos, especialmente por meio de captações no mercado de capitais local. O principal objetivo dessa oferta, no entanto, foi contribuir para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos, e, assim, estimular as empresas a acessar, cada vez mais, esse mercado para financiar projetos de investimento. A partir do diagnóstico dos desafios a serem enfrentados no mercado de debêntures, foi delineado um título com características que pudessem contribuir para o desenvolvimento desse mercado. Por essa razão, a operação envolveu uma série de características inovadoras, entre as quais o uso do IPCA como indexador, a busca por uma distribuição pulverizada, a contratação de dois formadores de mercado para atuarem no mercado secundário e a exigência de que as negociações públicas fossem realizadas somente em plataformas eletrônicas.

Conforme discutido no item anterior, o CDI não oferece a estabilidade necessária para investimentos de longo prazo. Além de o IPCA ser um indexador mais adequado a financiamentos de longo prazo, a escolha também seguiu a linha de atuação do Tesouro Nacional, que vem priorizando a emissão de títulos atrelados a esse índice de preços desde 2005.²⁸

A busca por uma distribuição pulverizada, até mesmo junto ao investidor de varejo, foi mais um dos aspectos inovadores da oferta da BNDESPAR. A formação de um grupo de vendas amplo, contando com seis bancos e mais de 40 corretoras, foi planejada para atingir o maior número possível de investidores. O foco no varejo, com atenção especial ao pequeno investidor,

financiar a comercialização de máquinas e equipamentos. A BNDESPAR, por sua vez, foi criada para possibilitar a subscrição de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro. As três empresas, juntas, compreendem o chamado "Sistema BNDES".

28 Ver PAF (2005) e PAF (2006).

visou estimular outras empresas a buscarem esse investidor. Várias características do papel foram desenhadas para atrair o pequeno investidor. Os investidores de varejo puderam efetuar aplicações a partir de R\$ 1 mil (até o limite individual de R\$ 500 mil) e foi estabelecida a prioridade na alocação, para esse setor, de até 30% das debêntures. Programou-se o primeiro pagamento de juros para dois anos após a aquisição a fim de beneficiar o investidor com a menor alíquota de Imposto de Renda para títulos de renda fixa (atualmente em 15%). O pequeno e médio investidores interessados na Debênture BNDESPAR também se beneficiaram de uma das mais baixas taxas de custódia do mercado. Para investidores com aplicações em uma conta na CBLC (exceto Tesouro Direto), a compra dos títulos da BNDESPAR não gerou nenhum custo adicional. Já os investidores sem aplicação custodiada numa conta na CBLC desembolsam semestralmente o valor por ela estipulado (atualmente R\$ 5,40). A presença de dois formadores de mercado garantindo liquidez é mais um instrumento para atrair o pequeno e médio investidor. Adicionalmente, a BNDESPAR realizou uma campanha publicitária que incluiu distribuição de folhetos explicativos sobre a oferta e veiculação de peças publicitárias em jornais, revistas e *sites* na Internet, além de *spots* divulgados em rádio.

A contratação de dois formadores de mercado para atuarem no mercado secundário é uma característica adicional da oferta, cujo objetivo é prover liquidez ao papel e permanente referência de preço para o mercado. A atividade de formador de mercado é regulada pela Instrução CVM 384 (17/3/2003) e compreende, basicamente, a disponibilização permanente de ofertas de compra e venda, em quantidades, *spreads* e intervalos de tempo parametrizados nos contratos entre as partes (Emissor e Formador de Mercado), observando-se ainda os regulamentos aplicáveis de cada ambiente de negociação. Em um mercado que se caracteriza pela baixa liquidez, a presença desse agente oferece segurança ao investidor que desejar desfazer-se do papel antes de seu vencimento. Ambos os coordenadores da emissão atuam como formadores de mercado nos ambientes em que a debênture é negociada, por toda a vida do papel. A BNDESPAR é a primeira emissora de debêntures no mercado brasileiro a ter duas instituições atuando como formador de mercado (Bradesco e Banco do Brasil) e o segundo emissor a recorrer a esse tipo de instrumento para garantir liquidez a seus papéis.²⁹

Por fim, as negociações públicas das debêntures da BNDESPAR ficaram restritas aos ambientes eletrônicos (BovespaFix e CetipNet). Tal medida

29 Até então, a Suzano Papel e Celulose fora a única companhia a contratar formador de mercado (Unibanco).

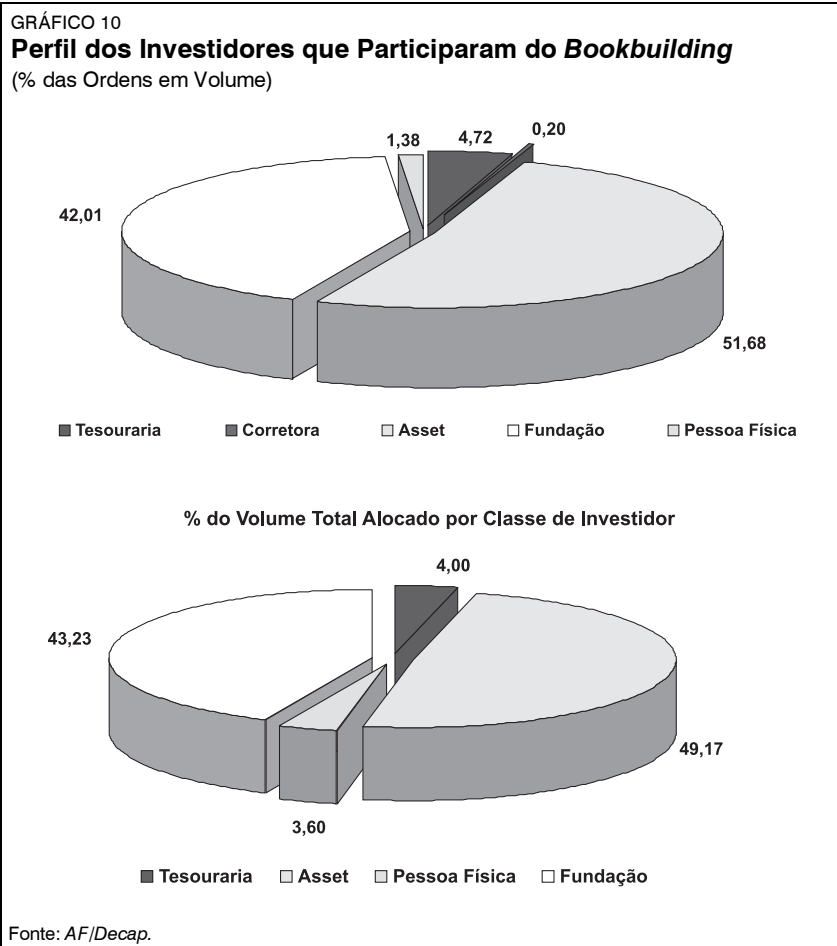
representa um avanço nas práticas de governança, tanto para o mercado institucional como para o investidor de varejo, uma vez que as negociações serão realizadas em bases transparentes na formação de preços, que poderão até ser acessados via Internet.

Apesar de a conclusão da oferta ser recente (21.12.2006), já é possível avaliar alguns dos resultados da operação. A oferta, inicialmente estabelecida em 500 mil debêntures, foi ampliada em 20%, resultando na distribuição de 600 mil debêntures, cujo valor nominal totalizou R\$ 600 milhões. A elevação da oferta resultou da elevada demanda apresentada por investidores de varejo (pessoas físicas) e institucionais, que atingiu 1,8 milhão de debêntures. A oferta institucional obteve ordens de 38 investidores diferentes, tendo sido alocadas debêntures para 20 investidores, entre Fundações, Fundos de Investimento, Tesourarias e Pessoas Físicas (ver Gráfico 10).

Tal diversificação, mais comum em ofertas de ações do que de debêntures, atende ao objetivo da BNDESPAR de estimular a negociação secundária das debêntures.

A oferta ao varejo, por sua vez, atingiu o sucesso desejado pela BNDESPAR, com negociação de 99,9 mil debêntures distribuídas para 4,25 mil investidores. Incluindo-se nesse montante as pessoas físicas alocadas como investidores institucionais, a venda atingiu 117,9 mil debêntures, o que corresponde a 23,6% da oferta inicial de 500 mil debêntures e 19,7% da oferta final. Trata-se da maior oferta de varejo de debêntures realizada no país, tanto em volume financeiro como em número de investidores. A operação também atingiu resultado compatível com ofertas públicas de ações bem-sucedidas. Outro fato que merece destaque foi o volume total de ordens de varejo, que atingiu R\$ 149,5 milhões (equivalente, ao preço de subscrição da oferta, a cerca de 165 mil debêntures), com ordens de 5,8 mil investidores. O montante corresponde a 33% da oferta inicial de 500 mil debêntures, o que revela uma forte aceitação pelo público de uma alternativa de investimento (debênture) que, até o momento, não estava disponível ao pequeno investidor. Embora uma parcela considerável dessas ordens não tenha sido atendida pela BNDESPAR, por ter fixado no pedido de reserva uma remuneração mais elevada do que a obtida no livro de investidores institucionais,³⁰ a clara demonstração de interesse pelo investimento em debêntures abre caminho para novas ofertas voltadas a esse segmento.

30 O preço da Debênture BNDESPAR foi apurado com base na coleta de intenções de investimento dos Investidores Institucionais. O mesmo preço foi aplicado aos investidores de varejo. Cabe frisar que esse sistema é o mesmo usualmente empregado nas ofertas de ações.



Digno de nota foi o interesse do pequeno e do médio investidor. Dos 4,25 mil investidores, quase a metade aplicou até R\$ 5 mil. Focando um valor um pouco maior – R\$ 15 mil –, o percentual chega a 73% dos participantes.

As negociações no mercado secundário com as Debêntures BNDESPAR são mais uma demonstração do sucesso da operação. Negociações constantes vêm sendo realizadas, especialmente na BovespaFix, em que estão custeados os títulos detidos por pessoas físicas. Nesse ambiente de negócios, desde 21.12.06, primeiro dia de negociação, até 14.03.07, período que com-

põe aproximadamente um trimestre, foram realizados 115 negócios (mais do que toda a BovespaFix no ano de 2006), tendo sido realizadas operações em cerca de 85% dos dias, marca altamente expressiva para esse mercado.

No ambiente Cetip, no qual o perfil do investidor é mais institucional e o papel encontra-se menos pulverizado, a frequência de negócios tem sido menor, mas os formadores de mercado têm atuado diariamente, apregoando ofertas de compra e venda, e, assim, munindo o mercado de preço de referência.

5. Conclusão

O mercado de títulos corporativos assistiu a um *boom* nos dois últimos anos. Não apenas o volume de emissões ampliou-se, como a base de emissores experimentou uma diversificação, com grandes empresas nacionais optando pelo endividamento doméstico através do lançamento de debêntures. Esse crescimento, além de fortalecer o mercado de dívida como um todo, contribui para a formação de estruturas de riscos diferenciadas.

Acompanhando esse *boom*, constata-se uma ampliação na demanda por diversificação dos portfólios de investidores institucionais, que, diante de um cenário de queda das taxas de juros, estão mais propensos a apresentar uma parcela maior de risco privado na composição de sua carteira.

A ampliação do número de investidores tende a reforçar este movimento. A extensão para o mercado de dívida privada da isenção de imposto de renda (IRRF) que atualmente é concedida a investidores não-residentes que adquiram títulos públicos é uma das medidas que deve impulsionar o mercado. Os investidores de varejo também podem desempenhar papel relevante, sobretudo para a liquidez do título. É importante, assim, que novas emissões venham a mercado com condições que estimulem o investimento por parte desse segmento.

A adoção de melhores práticas de venda e negociação, ao agregar transparência às transações, é mais um elemento que contribuirá para o desenvolvimento desse mercado. Vale destacar que o arcabouço regulatório estabelecendo tais práticas já foi, em linhas gerais, estabelecido.

O BNDES também tem um papel a desempenhar nesse processo. O Banco tem um histórico de apoio ao mercado de capitais, atuando como subscritor de valores mobiliários, em empresas de capital aberto ou em empresas que,

no médio prazo, possam ingressar no mercado de capitais. Recentemente, o banco, em uma iniciativa pioneira, lançou o PIBB (Papéis de Índice Brasil Bovespa), um fundo de investimento em ações que busca refletir o desempenho de um dos principais índices de referência para o mercado de ações brasileiro, o IBrX-50. Com tal iniciativa, o BNDES pretendeu contribuir para o aumento da transparência e da atratividade do investimento em bolsa de valores para os investidores pessoas físicas.

A oferta pública de debêntures realizada pela BNDESPAR em 2006 foi mais uma iniciativa pioneira, com o foco agora voltado para o desenvolvimento do mercado de renda fixa. Características específicas do título, como o uso do IPCA como indexador, a busca por uma distribuição pulverizada, priorizando o investidor de varejo, a contratação de dois formadores de mercado para atuarem no mercado secundário e a exigência de que as negociações públicas sejam realizadas somente em plataformas eletrônicas, buscam criar condições para que as debêntures se consolidem como fonte relevante de financiamento de investimentos das empresas.

Referências Bibliográficas

BID. “Bond Markets: A Spare Tire for the Domestic Financial System?” Ideas for Development in the Americas. May-Aug., 2006.

BORENSZTEIN, Eduardo; EICHENGREEN & PANIZZA, Ugo. “Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities”. Prepared for the Annual Meetings of the Board of Governors, Inter-American Development and Inter-American Investment Corporation. Belo Horizonte: April 2006.

_____. “Building Bond Markets in Latin America”. Prepared for an IADB network on the growth of corporate bonds markets in Latin America.

BURGER, John D. & WARNOCK, Francis. “Local Currency Bond Markets”. Sept. 2006 (NBER Working Paper Series 12.552).

CALVO, Guillermo A. “Crises in Emerging Market Economies: A Global Perspective”. April 2005. (NBER Working Paper Series 11.305)

DEUTSCHE BANK RESEARCH. “Sailing in calmer waters: The prospects for domestic bond markets in Latin America”. August 2006. Disponível em: <www.dbresearch.com>. Acesso em: Jan/2007.

- DIEBOLD, Francis X; PIAZZESI, Monika & RUDEBUSCH, Glenn. "Modeling bond yields in finance and macroeconomics". January 2005 (NBER Working Paper Series 11.089).
- EICHENGREEN, Barry & LUENGARUEMITCHAI, Pipat. "Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?" June 2004, (NBER Working Paper Series 10.576).
- EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo & PANIZZA, Ugo. "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same And Why It Matters". October 2003 (NBER Working Paper Series 10.036).
- EICHENGREEN, Barry & HAUSMANN, Ricardo. "Exchange Rates And Financial Fragility". November 1999 (NBER Working Paper Series 7.418).
- EICHENGREEN, Barry & MODY, Ashoka. "What Explains Changing Spreads On Emerging-Market Debt: Fundamentals Or Market Sentiment?" February 1998 (NBER Working Paper Series 10.036).
- GERSCHENKRON, Alexander. *Economic backwardness in historical perspective: a book of essays*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- GOODFRIEND, Marvin. "Why a corporate bond market: growth and direct finance". February 2006 (BIS Papers 26).
- GUIZO, Luigi; SAPIENZA, Paola & ZINGALES, Luigi. "Does local financial development matter?" April 2003 (NBER Working Paper Series 8.923).
- JEANNEAU, Serge & TOVAR, Camilo. "Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges." *BIS Quarterly Review*, June 2006.
- KINDLEBERGER, Charles P. "Manias, panics and crashes: A history of financial crisis." John Wiley & Sons (1978). New York (Third edition).
- KNIGHT, Malcolm. "Promoting Liquidity in Domestic Bond Markets". Key-note speech, Bank for International Settlements at the Government Borrowers Forum held on 23-25 May 2006 in St Petersburg.
- LEVINE, Ross. "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" February 2002 (William Davidson Working Paper 442).
- LEVINE, Ross & DEMIRGUC-KUNT, Asli. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. Development research group. The World Bank and Finance Department. University of Minnesota. Acesso em: Jan/2007.

- LEVINE, Ross. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, June 1997, 35(2).
- LONGSTAFF, Francis; MITHAL, Sanjay & NEIS, Eric. "Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New evidence from the credit-default swap market." April 2004 (NBER Working Paper Series 10.418).
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven and London: Yale University Press, 1986.
- RAJAN, Raghuram G. & ZINGALES, Luigi. "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century". March 2001 (NBER Working Paper 8.178).
- _____. "Which capitalism? Lessons from the East Asian Crisis" *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 11, n. 3, Fall 1998.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. & JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995
- SCHMUKLER, Sergio L.; TORRE, Augusto de la. *Emerging capital markets and globalization: the Latin American Experience*. World Bank, 2006.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. PAF 2006, janeiro 2006.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. PAF 2005, janeiro 2005.
- TURNER, Philip. "The banking system in emerging economies: how much progress has been made?" August 2006 (BIS Papers 28).
- ZYSMAN, John. *Governments, markets, and growth: finance and the politics of industrial change*. New York: (Cornell University Press), 1984.