

A FIESP E O FUTURO DA  
INDÚSTRIA BRASILEIRA

# MERCADO DE CAPITAIS E CRÉDITO CORPORATIVO DE LONGO PRAZO: OPORTUNIDADES E PERSPECTIVAS

São Paulo, Dezembro de 2022

**FIESP**



**Position Paper:**

# **MERCADO DE CAPITAIS E CRÉDITO CORPORATIVO DE LONGO PRAZO: OPORTUNIDADES E PERSPECTIVAS\***

**São Paulo, Dezembro de 2022**

**Trabalho concebido e realizado ao longo de 2022. Iniciativa e realização:**

**FIESP – Federação das Indústrias do Estado de São Paulo**

**Conselho Superior de Inovação e Competitividade**

**Departamento de Competitividade e Tecnologia**

---

\* Este documento foi produzido a partir de uma versão inicial de autoria de Ernani Teixeira Torres Filho e Luiz Macahyba, consultores contratados pela FIESP especificamente para subsidiar a elaboração do trabalho.



## **Federação das Indústrias do Estado de São Paulo**

**Presidente:** Josué Gomes da Silva

**Vice-Presidente:** Rafael Cervone

## **Conselho Superior de Inovação e Competitividade**

**Presidente:** Pedro Wongtschowski

**Vice-Presidente:** André Clark

### **Conselheiros:**

Anderson Ribeiro Correia

Jean Jereissati Neto

Antonio Bardella Caparelli

João Benjamin Parolin

Antonio Carlos Teixeira Alvares

João Carlos Brega

Antonio José de Almeida Meirelles

João Paulo Brotto G. Ferreira

Bernardo Gradin

Liedi Légi Bariani Bernucci

Besaliel Soares Botelho

Marcelo Castelli

Carlos Américo Pacheco

Marcos S. de Oliveira

Carlos Eduardo Sanchez

Ricardo Rodrigues de Carvalho

Carlos Gilberto Carlotti Júnior

Roberto Lopes Pontes Simões

Cristiano Teixeira

Rodrigo Dienstmann

Daniela Manique

Santiago Chamorro

Eugênio Emilio Staub

Sergio Pancini De Sá

Fabio Venturelli

Suelma Rosa

Francisco Gomes Neto

Walker Lahmann

Harry Schmelzer

## **Departamento de Competitividade e Tecnologia - DECOMTEC**

**Superintendente:** Renato Corona Fernandes

### **Equipe Técnica:**

Albino Fernando Colantuono

Fernando Momesso Pelai

André Kalup Vasconcelos

Paulo Sérgio Pereira da Rocha

Débora Bellucci Modolo

Érica Marques Mendonça

### **Estagiários:**

Ana Julia Tarantelli Ondas

Thiago Silvani Russo dos Reis

Guilherme Fernandes de Avila

Tomás Almeida Cardoso

Igor Tayar de Mello Barreto

### **Apoio:**

Fernanda Caroline Alves Martins

Richard Santos Nogueira

### **Consultores:**

Ernani Teixeira Torres Filho

Doutor em Economia e Professor do Instituto de Economia da UFRJ. Foi funcionário de carreira do BNDES, onde foi Superintendente das Áreas de Exportação e Pesquisa Econômica. Foi consultor de instituições como o Banco Central, CVM, ANBIMA, Governo Britânico, Firjan e ANEEL.

Luiz Macahyba

Economista e doutorando do Instituto de Economia da UFRJ. Foi funcionário de carreira da ANBIMA, onde foi Superintendente de Relações com o Mercado. Atua como consultor de instituições como o Banco Central, CVM, ANBIMA, Governo Britânico e ANEEL.





## Carta do Presidente

Nas últimas quatro décadas, o crescimento da economia brasileira tem sido significativamente abaixo do seu potencial. Temos insuficiente geração de empregos e continuamos muito distantes do nível de renda per capita e desenvolvimento humano dos países desenvolvidos.

Sob o reconhecimento de que a indústria de transformação, dentre outros atributos, é dotada de maior capacidade para dinamizar o emprego, a renda e o investimento, a reindustrialização do País revela-se parte fundamental da estratégia para a retomada do desenvolvimento socioeconômico brasileiro.

A reindustrialização envolve não apenas a superação das principais causas de perda de competitividade do setor e da economia brasileira, como entraves estruturais e macroeconômicos, mas também políticas industriais e tecnológicas, sob o protagonismo do setor privado, com um Estado mais eficiente e uma estratégia de longo prazo de indução ao desenvolvimento.

A discussão desses tópicos é oportuna, uma vez que diversos países também têm aproveitado a atual conjuntura global para reafirmar a importância da indústria em suas economias, estimular a inovação e o desenvolvimento tecnológico, bem como a produção nacional, visando reduzir a vulnerabilidade diante de crises externas.

É nesse contexto das grandes transformações mundiais, associadas à revolução tecnológica, à primazia da sustentabilidade ambiental e social e aos impactos das recentes crises internacionais, que a FIESP promove a discussão de estratégias para o desenvolvimento do Brasil, tal como as abordadas nesta série de publicações.

**Josué Gomes da Silva**  
Presidente da Fiesp



## Apresentação:

O fomento ao desenvolvimento produtivo e tecnológico está presente na agenda de políticas de grande parte das nações do mundo há décadas. Países que já ocupam posições de liderança tecnológica sustentam políticas industriais e de inovação para manter sua competitividade, sua sustentabilidade e sua posição no mercado global.

Adicionalmente, os choques nas cadeias de fornecimento globais provocados pela pandemia da COVID-19 e a guerra entre Rússia e Ucrânia ressaltaram, mundialmente, a importância da indústria. Estados Unidos e União Europeia, por exemplo, têm estruturado novas iniciativas de política industrial tendo entre seus objetivos o aprofundamento do domínio tecnológico e o fortalecimento das capacidades produtivas em setores críticos.

Em países, como o Brasil, que possuem baixa renda per capita e um grande conjunto de indústrias de baixa intensidade tecnológica, os desafios são grandes e demandam a rápida implementação de uma estratégia de desenvolvimento. Ressalta-se, aqui, o papel chave da indústria de transformação na ampliação da competitividade brasileira, uma vez que realiza a maior parte dos investimentos em máquinas e equipamentos e em inovação e P&D. Em particular, no caso brasileiro, a melhoria dos índices de sustentabilidade e o espaço de digitalização da indústria representam oportunidades que não podem ser perdidas.

Com o intuito de contribuir para os debates sobre ações e políticas a serem implementadas, o Conselho Superior de Inovação e Competitividade da FIESP (Conic) coordenou, entre julho e dezembro de 2022, a realização de nove *position papers*. Quatro deles tratam de temas horizontais considerados prioritários (Inovação e Desenvolvimento Tecnológico; Manufatura Avançada; Instituições Financeiras de Desenvolvimento - BNDES e Mercado de Capitais). E outros cinco sobre cadeias críticas de fornecimento (Alimentos, Defesa, Energia, Saúde e TICs), consideradas centrais diante do desafio de reduzir a vulnerabilidade a crises externas.

Os *position papers* foram inicialmente elaborados por renomados especialistas nas áreas. Posteriormente, foram discutidos e complementados por trabalhos da equipe técnica do De-comtec/FIESP e debatidos com conselheiros do Conic, incorporando contribuições. No caso das cadeias críticas de fornecimento, os *position papers* também contaram com contribuições de outros departamentos da FIESP.

Esperamos que estes trabalhos contribuam para aprofundar a discussão de temas que devem estar presentes na agenda de políticas no Brasil.

A fim de facilitar ao leitor, optamos pela publicação individual de cada um dos nove *position papers* mencionados e uma publicação conjunta contendo somente o resumo destes trabalhos.

O presente documento trata especificamente do tema **Mercado de Capitais e Crédito Corporativo de Longo Prazo**.

Boa leitura!

**Pedro Wongtschowski**

Presidente do Conselho Superior de Inovação e Competitividade da FIESP



# Sumário

<b>Sumário Executivo .....</b>	<b>12</b>
<b>1. Introdução .....</b>	<b>15</b>
<b>2. Evolução Recente do Mercado de Capitais e do Crédito Corporativo de Longo Prazo (2013-2022) .....</b>	<b>19</b>
<b>3. Desafios e Oportunidades .....</b>	<b>31</b>
<b>4. Propostas .....</b>	<b>49</b>
<b>5. Conclusões .....</b>	<b>55</b>
<b>Referências bibliográficas .....</b>	<b>57</b>
<b>ANEXO ESTATÍSTICO .....</b>	<b>59</b>

## Sumário Executivo

A disponibilidade de recursos privados de longo prazo constitui um determinante importante do desenvolvimento econômico de um país. Entretanto, até meados dos anos 1990, os mecanismos de intermediação desses recursos através dos mercados de capitais eram praticamente inexistentes nos países em desenvolvimento. Esse cenário começou a mudar a partir da Crise da Ásia de 1998. A experiência acumulada nesse episódio levou os organismos multilaterais a identificar que a presença de mercados financeiros de longo prazo em moeda local tinha uma função adicional. Era também um mecanismo que aumentava a capacidade de um país absorver choques externos e, assim, garantir um ambiente econômico mais estável. Para atingir esse objetivo, elaboraram um roteiro de reformas financeiras a ser seguido pelas nações emergentes.

O Brasil foi um dos países que adotou esse receituário com persistência. Esse processo de reformas foi em grande medida implementados antes da Crise Financeira de 2008. Entretanto, frente a outras economias latino-americanas que seguiram os mesmos passos, os resultados tardaram um pouco mais a se manifestar por aqui. O mercado de capitais nacional, por exemplo, só conseguiu alcançar níveis relevantes de escala e profundidade a partir de 2017. Até então, seu desenvolvimento ficou em grande medida tolhido pela manutenção das taxas de juros em níveis muito elevados.

A redução dos juros entre 2017 e 2020 mudou esse cenário. Seu impacto imediato foi tornar atrativo para as empresas emitirem novos títulos de dívida para reestruturarem seus passivos e, assim, se beneficiarem de custos financeiros mais baixos. Ao mesmo tempo, levou investidores, na busca por melhor rentabilidade, a substituir títulos públicos sem risco, que tradicionalmente carregavam em suas carteiras, por papéis de dívidas privadas que pagavam juros mais elevados, mesmo que demandassem prazos cada vez mais longos. Esse processo foi, no entanto, assimétrico. O segmento mais dinâmico foi o dos títulos de dívida corporativa incentivados, que são até o momento exclusivos das empresas dos setores agrícola, imobiliário e de infraestrutura enquanto as empresas da Indústria de Transformação tiveram uma participação limitada.

A continuidade da rápida expansão do mercado de capitais, verificada nos últimos anos, está, no entanto, em tela de juízo. A taxa de juros fixada pelo Banco Central (SELIC) voltou recentemente ao patamar de dois dígitos e deve se manter nesses níveis por um período prolongado. Essa mudança restritiva na política monetária empurra o mercado de títulos privados em direção à estagnação ou mesmo à contração uma vez que os ganhos com a reestruturação de passivos tornam-se cada vez menos atrativos.

Esse recuo abre uma oportunidade para uma presença mais expressiva da Indústria de Transformação em um mercado de capitais que deverá enfrentar uma maior escassez de oferta de títulos das empresas que já são participantes tradicionais. Para tanto, será necessário que se mobilizem instrumentos que facilitem a emissão de papéis de dívida das empresas indus-

triais, conforme sugestões de propostas a seguir:

### **i. Medidas para favorecer o financiamento dos investimentos da Indústria de Transformação**

- Estender o incentivo das debêntures incentivadas, nos moldes do que já existe para o setor de infraestrutura, para projetos de investimento em segmentos prioritários da Indústria de Transformação. Analogamente à infraestrutura, as empresas submeteriam projetos a um ministério setorial do governo federal e, uma vez aprovado, emitiriam debêntures com o benefício da isenção do imposto de renda para as pessoas físicas.
- Tornar os Certificados de Recebíveis da Indústria de Transformação (CRIT) – regulamentados pela Lei 14.430/2022 – isentos de imposto de renda para Indústria, dando o mesmo tratamento tributário já aplicável aos CRI e CRA.
- Criar uma Letra do Desenvolvimento com incentivo fiscal para projetos de investimento nos setores industrial e de infraestrutura prioritários, a exemplo das LCI e LCA.

### **ii. Medidas para a promoção da liquidez de títulos incentivados**

- Permitir a criação de fundos de investimento cujas carteiras possam ser compostas por qualquer tipo de título corporativo beneficiado por incentivos fiscais equivalentes, independentemente do setor, por meio de regulamentação da CVM.
- Permitir uso pelo Banco Central de Letras de Desenvolvimento emitidas por instituições públicas federais - risco Tesouro Nacional – em operações compromissadas, nos moldes de outros países do mundo, cujos bancos centrais aceitam títulos de crédito privados com garantia do estado soberano para a realização de operações compromissadas.

### **iii. Medidas para a Modernização dos mecanismos de direcionamento de crédito**

- Introduzir um redutor de 15% na taxa nominal da TLP para financiamentos voltados para os setores prioritários da indústria de transformação e infraestrutura, pequenas e médias empresas e inovação, que venham a usar recurso do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), a fim de permitir que os recursos do FAT tenham um custo final semelhante ao que já é proporcionado pelos títulos privados incentivados. Demais propostas para aperfeiçoamento da TLP ver *position paper* “Instituições Financeiras de Desenvolvimento (IFDs): diagnósticos e recomendações para Brasil”, desenvolvido a pedido do CONIC.
- Fortalecer o PEAC/FGI para que, no futuro, o programa funcione como indutor da oferta de crédito com perfil de longo prazo, focada em setores estratégicos da Indústria de Transformação. Nesse novo formato, o provimento de garantias seria ampliado de modo a atender além das operações bancárias, os CRIT e os créditos para lastrear Letras de Desenvolvimento.
- Isentar o BNDES do pagamento de Imposto de Renda e Contribuições Sobre o Lucro e desobrigar transferência de dividendos à União, a exemplo do banco de desenvolvimento da Alemanha, o KfW, que não está sujeito ao pagamento de imposto de renda nem de dividendos ao Tesouro alemão, mas seu financiamento se dá principalmente através da

emissão de títulos no mercado de capitais. Esse modelo poderia ser adotado pelo BNDES, limitando-se o pagamento de dividendo ao mínimo de 25% e proibindo-se o financiamento direto do Tesouro Nacional ao BNDES. Demais propostas melhorar o *funding* do BNDES estão detalhadas no *position paper* “Instituições Financeiras de Desenvolvimento (IFDs): diagnósticos e recomendações para Brasil”, desenvolvido a pedido do CONIC.

# 1.

## INTRODUÇÃO

# Introdução

O fortalecimento dos mecanismos financeiros de longo prazo – originados por bancos ou pelo mercado de capitais – é visto na literatura econômica como importante determinante do desenvolvimento econômico de um país<sup>2</sup>. Entretanto, até meados dos anos 1990, esses instrumentos só estavam presentes nas economias industrializadas e detentoras de moeda conversível. No mundo em desenvolvimento, eram praticamente inexistentes.

A partir da Crise da Ásia de 1998, esse cenário começou a mudar mais rapidamente. A elevada dependência dos países daquela região de financiamentos em moeda estrangeira criou uma fragilidade externa que gerou um choque especulativo, comandado por *hedge funds* (Malaby, 2010). O resultado foi um pânico, que levou a uma parada súbita nos fluxos em moeda estrangeira, e, em sequência, a uma forte contração de algumas das principais economias asiáticas do Pacífico.

A experiência de 1998 levou agências internacionais - como o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Interamericano de Desenvolvimento – a identificarem que o fortalecimento de mercados financeiros de longo prazo em moeda local tinha uma função adicional ao desenvolvimento econômico. Era também uma maneira de essas nações, em um mundo financeiramente globalizado, aumentarem sua capacidade de absorver choques externos e, assim, garantir um ambiente econômico mais estável<sup>3</sup>. Para tanto, elaboraram um roteiro de reformas institucionais importantes envolvendo: o gerenciamento mais moderno da dívida pública; a introdução de medidas que reduzissem o custo da intermediação financeira; a liberalização do câmbio e o desenvolvimento dos mercados de derivativos.

O Brasil foi um dos países que, nos anos seguintes à Crise da Ásia, adotou esse conjunto de reformas financeiras. Essa estratégia, aliada à maior estabilidade macroeconômica, acelerou a expansão do crédito bancário e do mercado de capitais ao longo dos anos 2000. No episódio da Crise de 2008, já dispúnhamos de um mercado de dívida pública bastante amplo, profundo e de prazos longos, que foi muito utilizado para financiar medidas anticíclicas. Entretanto, à época, os mecanismos de crédito privado ainda se caracterizavam pela oferta escassa, curto prazo e alto custo. Assim, a demanda de financiamentos corporativos de longo prazo continuou sendo, em grande medida, suprida pelos mecanismos públicos de direcionamento de crédito, em particular pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Esse quadro só veio a se alterar substancialmente a partir de 2017. Desde então, o mercado de capitais atravessou uma rápida transformação, movida em grande medida pela redução sustentada das taxas de juros. Os volumes dessas operações cresceram rapidamente, os prazos foram alongados e a profundidade das emissões privadas atingiu níveis máximos. O mesmo aconteceu com o crédito bancário, mas para operações de até 5 anos.

2 Ver Torre e Schmukler, (2007) e Banco Interamericano de Desenvolvimento (2005).

3 Outro mecanismo importante de absorção de choques especulativos identificado à época foi a acumulação de elevadas reservas internacionais.

O mercado de capitais e o crédito corporativo de longo prazo (CCLP)<sup>4</sup> encontram-se hoje em uma encruzilhada. A política monetária voltou a ser muito contracionista entre 2021 e 2022. As taxas de juros sofreram fortes aumentos para fazerem frente à aceleração da inflação. Ao mesmo tempo, o cenário internacional se tornou mais complexo devido à Crise da COVID e, posteriormente, ao acirramento de graves conflitos geopolíticos, que tendem a se prolongar nos próximos anos. Esse cenário compromete o processo de expansão do CCLP iniciado em 2017, mas abre também algumas oportunidades para o financiamento da Indústria de Transformação (IT).

Para tratar desses temas, esse *position paper* foi dividido em três seções, além dessa introdução e das conclusões. A primeira delas se debruça sobre os fatores determinantes e as características do desenvolvimento recente do mercado de capitais e do crédito corporativo de longo prazo. A segunda avalia a resiliência do ciclo expansivo recente. Analisa também os impactos das mudanças que se anunciam no cenário econômico nacional e internacional e das reformas institucionais que estão sendo discutidas ou que estão em debate nos campos legislativo e regulatório. Finalmente, a terceira seção oferece um elenco de medidas que visa o fortalecimento desses mercados visando a maior participação das empresas da IT no mercado de capitais.



# 2.

## EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS E DO CRÉDITO CORPORATIVO DE LONGO PRAZO (2013- 2022)

# Evolução Recente do Mercado de Capitais e do Crédito Corporativo de Longo Prazo (2013-2022)

## 2.1. Visão Geral do Desempenho Recente

O mercado de capitais brasileiro<sup>5</sup> registrou em 2021 emissões de R\$ 642 bilhões (a preços constantes de julho de 2022), o maior volume de toda sua história (Quadro 1)<sup>6</sup>. Esse valor é 2,2 vezes maior que o observado em 2013, graças ao ciclo expansivo iniciado em 2017. Ao longo desse ano e dos quatro seguintes, sua taxa anual de crescimento atingiu quase 30% a.a., impulsionada pelas emissões de debêntures, ações e cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios<sup>7</sup>.

**Quadro 1. Emissões do Mercado de Capitais e Fluxo de Crédito Corporativo de Longo Prazo (R\$ bilhões de julho de 2022\*)**

Ano	Mercado de Capitais				Crédito Corporativo LP		Debêntures Incentivadas **
	Debêntures (A)	Ações	Outros	Total	BNDES Desemb. (B)	Total (A+B)	
2013	134,1	27,4	122,3	283,9	338,9	473,0	14,5
2014	109,0	30,8	131,0	270,8	315,7	424,7	11,4
2015	97,4	29,0	66,7	193,1	214,7	312,1	13,1
2016	91,5	12,5	78,1	182,0	125,9	217,4	9,0
2017	120,0	53,3	106,0	279,3	95,0	215,0	15,0
2018	197,2	17,8	114,7	329,6	90,4	287,6	33,8
2019	222,5	108,5	190,2	521,1	66,7	289,2	43,1
2020	139,7	137,5	161,5	438,7	74,9	214,6	34,4
2021	262,4	134,2	245,2	641,8	67,4	329,8	51,2
2022***	289,8	84,5	240,8	615,1	73,6	363,4	44,6

(\*) Valores reajustados de acordo com a evolução do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

(\*\*) Debêntures Incentivadas estão também contidas nos dados da coluna de Debêntures.

(\*\*\*) Dados acumulados em 12 meses até julho, à exceção do BNDES, que é referente a junho.

Fonte: ANBIMA e BNDES.

5 Utilizou-se nesse trabalho o conceito de mercado de capitais adotado pela Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que classifica as Letras Financeiras como um de seus instrumentos, mas essa inclusão é discutível, por que esses títulos são emitidos por bancos e não se sujeitam a ofertas públicas.

6 Para os dados nominais ver o Quadro A1 no anexo.

7 As emissões de Certificados de Créditos Agrícolas (CRA) e Certificados de Crédito Imobiliário (CRI) apesar de seu menor porte, também se expandiram rapidamente no período.

Inversamente ao mercado de capitais, o crédito corporativo de longo prazo se contraiu, passando de R\$ 473 bilhões em 2014 para R\$ 363 bilhões em 2021. Esse último valor, apesar da recuperação registrada a partir de 2017, ainda é 25% inferior, em termos reais, ao registrado em 2013, devido à redução de 85% nos desembolsos do BNDES, de R\$ 340 bilhões para R\$ 74 bilhões.

Nesse cenário, as debêntures são o principal destaque positivo. Suas emissões atingiram R\$ 262 bilhões em 2021, perfazendo pouco mais de 40% dos lançamentos do mercado de capitais e quase 80% de toda a oferta do crédito corporativo de longo prazo. Nesse universo, o segmento incentivado foi o que mais avançou. Trata-se de um título relativamente novo, que é lastreado por despesas com investimentos de empresas de infraestrutura, e que goza de isenção de imposto de renda para as pessoas físicas. Foi introduzido em 2011, mas só ganhou maior expressão a partir de 2017. Em 2021, respondeu por 20% de todas as debêntures emitidas.

As ações ocuparam a segunda posição no mercado de capitais, com lançamentos de R\$ 134 bilhões em 2021. O desempenho da renda variável seguiu desde 2016 o mesmo caminho de expansão trilhado pela renda fixa, porém, como seria de se esperar, com maior volatilidade. Adicionalmente, entre os instrumentos que estão agregados no item “Outros” do Quadro 1, os destaques em 2021 foram os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC (R\$ 97 bilhões) e os Fundos de Investimento Imobiliário - FII (R\$ 54 bilhões).

No primeiro semestre de 2022, houve uma interrupção do ciclo expansivo do mercado de capitais. Registrou-se uma pequena queda (4%) com relação ao final de 2021, movida pelo forte encolhimento nos lançamentos de ações. Os dados mensais mostram que praticamente não houve empresas abrindo capital desde setembro de 2021 e que as novas emissões de papéis que já eram negociados (*follow-on*) foram espasmódicas. Essa contração foi compensada pela continuidade na expansão das debêntures, apesar de a taxas inferiores às do passado recente<sup>8</sup>. Graças à maior emissão desses títulos e à estabilização dos desembolsos do BNDES, o CCLP apresentou crescimento ao longo do primeiro semestre de 2022.

## 2.2. Os principais determinantes do ciclo de expansão do crédito corporativo de longo prazo

A literatura que trata dos determinantes do ciclo recente de expansão do crédito corporativo de longo prazo no Brasil, apesar de escassa, destaca a atuação de dois fatores: a queda observada nas taxas de juros livres<sup>9</sup> desde o início de 2017, como resultado do afrouxamento da política monetária; e a elevação da taxa básica do BNDES a partir de 2018, com a introdução

8 Houve uma contração das emissões de FIDC e FII, que não chegou a ser compensada pelo aumento registrado nos Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

9 Torres e Macahyba (2012) e Rocca (2018)

da Taxa de Longo Prazo (TLP)<sup>10</sup>.

## 2.2.1. O papel da queda das taxas de juros livres

Torres e Macahyba (2012:72) alertavam no início dos anos 2010 que:

“O principal fator a restringir o desenvolvimento [do mercado de debêntures] é a persistência das altas taxas de juros – tanto em termos reais quanto nominais. Essa condição vem se mantendo por muitas décadas no Brasil e conseguiu sobreviver até mesmo aos avanços registrados nas condições de estabilidade macroeconômica, frustrando as expectativas otimistas de muitos dos mais importantes analistas de mercado”.

Essa afirmação se apoiava no fato de que, ao longo da década de 2000, o mercado de títulos públicos brasileiro em moeda local havia atravessado uma bem-sucedida modernização institucional. Esse processo, que foi liderado pela Secretaria do Tesouro Nacional, permitiu o alongamento de prazos, a homogeneização do risco dos títulos negociados e a criação de uma estrutura a termo de juros (Torres et al., 2014). Diante desse cenário, a experiência internacional mostrava que, em um cenário de estabilidade monetária, seria de se esperar que ao longo do tempo houvesse o transbordamento desse processo de modo a incluir também a dívida privada. Esse *crowding-in* se efetivaria com o uso crescente da infraestrutura de mercado criada pela dívida pública, assim que as taxas de juros se reduzissem de forma sustentada.

Essa visão era consubstanciada no fato de que as elevadas taxas de juros pagas pelos papéis públicos inibem o desenvolvimento de um mercado de títulos privados por dois motivos. Pelo lado da oferta, limitam o apetite das empresas para emitir dívida de longo prazo. Nesse tipo de ambiente, para conseguirem concorrer com a remuneração da renda fixa do Tesouro ou dos bancos, necessitariam oferecer taxas demasiadamente altas, o que comprometeria seus balanços e seus fluxos de caixa por muito tempo. Desse ponto de vista, a melhor opção para o setor privado era continuar recorrendo ao crédito bancário de curto prazo ou aos empréstimos com taxas favorecidas do BNDES. Ao mesmo tempo, pelo lado da demanda, a elevada remuneração oferecida pelo governo inibia a diversificação das carteiras dos investidores em direção aos títulos corporativos mais longos. Os ganhos de remuneração oferecidos não eram vistos como compensadores frente ao aumento do risco que passariam a carregar.

A experiência latino-americana no início da década de 2010 mostrava que, diferentemente do Brasil, os países que também haviam se integrado ao sistema financeiro internacional (México, Colômbia, Peru e Chile), já estavam atravessando um processo de *crowding-in* e possuíam mercados em moeda local de crédito público e privado de longo prazo. Esse desenvolvimento acompanhou a redução sustentada nas taxas de juros domésticas, principalmente quando atingiram níveis nominais inferiores a um dígito anual (Seixas, 2020; Miranda, 2018; e Torre e Schmukler, 2007).

Assim, o desempenho pós-2016 do CCLP brasileiro, em grande medida, seguiu os mesmos passos da experiência já observada em outros países latino-americanos. Na medida em que,

as taxas de juros brasileiras caíram (Gráfico 1), as emissões de debêntures tomaram impulso, beneficiando-se de um ciclo virtuoso, alimentado tanto por fatores de oferta quanto de demanda.

**Gráfico 1. Evolução do IPCA e das Taxas de Juros: SELIC, TJLP e TLP (Em % ao ano)**



Fonte: Banco Central do Brasil e Elaboração dos Autores.

Esse processo promoveu o surgimento de um amplo mercado de debêntures com algumas características próprias marcantes. (Quadro 2). As emissões conseguiram atingir prazos relativamente longos - mais de 6 anos em média. A profundidade chegou muitas vezes à casa dos bilhões de reais em um único lançamento. Entretanto, a exemplo do que ocorre no resto do mundo, os valores mínimos para o lançamento desse tipo de título dificultam o acesso das pequenas e médias empresas.

Além disso, as emissões de debêntures foram, em sua grande maioria, voltadas para refinarçar passivos, aumentando ou alongando o capital de giro, e, principalmente, tirando proveito das taxas mais baixas. A necessidade de recursos para financiar projetos de investimento foi um motivo pouco expressivo entre 2017 e 2021, até porque a taxa de investimento da economia se manteve nesse período em patamares historicamente baixos<sup>11</sup>. Essa parcela da demanda de recursos de longo prazo foi em grande medida atendida pelas debêntures incentivadas.

Ademais, praticamente todos os lançamentos foram destinados a um público muito restrito, de no máximo 50 investidores (Instrução CVM 476), o que limitou o impacto da concorrência na precificação desses papéis. Se percebe também a importância que os bancos ligados à oferta tiveram na colocação desses títulos.

Quadro 2. Principais Características das Emissões de Debêntures

Itens	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Prazo médio da 1ª Repactuação (anos)	5,9	5,4	4,8	4,8	5,0	5,9	6,4	6,9	6,4
Refinanciamento de passivo e capital de giro(*)	65,9%	58,0%	69,0%	85,7%	89,6%	80,8%	82,8%	79,5%	73,5%
Colocação a participantes ligados à oferta	58,7%	62,1%	63,2%	64,9%	35,1%	44,8%	40,6%	64,3%	45,6%
Ofertas para público restrito (476)	84,5%	94,0%	83,6%	96,8%	92,8%	98,1%	92,0%	97,3%	95,9%

(\*) Inclui também recompra ou resgate de emissões anteriores e investimento ou aquisição de participação acionária.

Fonte: Banco Central do Brasil e Elaboração dos Autores.

Um volume relevante das emissões foi mantido temporariamente na tesouraria dessas instituições para serem posteriormente alocados aos fundos de investimento que administravam ou ainda vendidos no mercado secundário, dependendo das janelas de oportunidade.

Essas características fazem com o que mercado brasileiro apresente algumas diferenças marcantes frente às grandes praças financeiras, como Londres e Nova Iorque. Aqui, as ofertas se apoiam em mecanismos poucos usuais no exterior como a garantia firme dos coordenadores e a precificação por meio de um leilão pela menor taxa (modalidade holandesa). Nos EUA e no Reino Unido, existe uma relação mais próxima entre emissores e investidores, que se traduz na preocupação das empresas em permitir uma remuneração diferenciada e atraente para os compradores pulverizados, de modo a promover a liquidez de seus papéis (Torres e Macahyba, 2014).

Diante desse cenário, os indicadores apresentados no Quadro 2 ilustram que o a dívida corporativa de longo prazo no Brasil tem sua oferta primária comandada, em grande medida, pelos maiores gestores de recursos (*asset managers*) e, principalmente, pelos grandes bancos. Trata-se de um mercado que ainda apresenta fortes características de “intermediação bancária”, apesar de os ativos não serem originados no balanço dessas instituições. Os coordenadores e distribuidores desempenham um papel essencial para o sucesso desses lançamentos, até mesmo assumindo diretamente o risco da colocação desses papéis junto ao público. Em compensação, exercem grande poder sobre as ofertas em termos de precificação e alocação, bem como sobre sua posterior distribuição junto ao mercado secundário.

Na prática, a maior parte das emissões de debêntures se assemelham a operações de crédito bancário com vantagem tributária, na medida em que não estão sujeitas à incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) nem ao pagamento de impostos de renda, no caso

particular dos títulos incentivados. Adicionalmente, quando os bancos revendem os papéis que adquiriram no mercado primário tiram de seus balanços o risco de contraparte, diminuindo assim a exigência de capital regulatório<sup>12</sup>.

No primeiro semestre de 2022, o mercado de capitais sofreu o impacto do forte aumento da taxa Selic, da escalada da inflação e do aumento da incerteza diante do cenário eleitoral doméstico e dos problemas geopolíticos na economia internacional. Os efeitos foram mais visíveis no encolhimento do lançamento de ações, mas provocou também uma desaceleração no crescimento das emissões de debêntures, em particular da incentivadas. Uma vez mais, o comportamento da taxa de juros foi o elemento fundamental a explicar a dinâmica de funcionamento desse mercado.

Esse cenário levanta algumas questões importantes acerca de como será o desempenho dos mercados de capitais e do crédito corporativo de longo prazo nos próximos anos. Muito provavelmente, o volume de operações voltadas ao refinanciamento de passivos será menor e, com isso, a principal força propulsora do mercado de debêntures perderá relevância. Portanto, existem pontos a serem explorados com relação à capacidade de o mercado vir a financiar mais investimentos, em particular da Indústria de Transformação, e de qual deveria vir a ser papel do BNDES.

## 2.3. A elevação da taxa de juros do BNDES e a mudança na estrutura de oferta do crédito corporativo de longo prazo

O BNDES historicamente respondeu pela maior parte do crédito de longo prazo em moeda nacional para o setor corporativo. Sua atuação é feita por meio de duas modalidades. Tradicionalmente, cerca de 50% de seus créditos são contratados diretamente com empresas da indústria e da infraestrutura. A outra metade é canalizada através de repasses aos bancos comerciais para atendimento à compra de máquinas e equipamentos de produção nacional e às pequenas e médias empresas. Essa atuação era complementada pelo crédito disponibilizado pelos bancos comerciais e pelo mercado de capitais.

Até 2018, os empréstimos do BNDES eram indexados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), uma taxa nominal, fixada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional. Sua determinação levava em conta alguns parâmetros econômicos, mas permitia ao governo um amplo grau de discricionariedade. Tratava-se, portanto, de uma *policy rate*, ou seja, de uma taxa formada de acordo com a política do governo para os investimentos produtivos.

Desde então, a TJLP foi substituída para as novas operações do BNDES pela Taxa de Longo

<sup>12</sup> A regulação financeira, a partir do Acordo de Basileia, determina que os bancos mantenham níveis de patrimônio e de capital que sejam compatíveis com os riscos que assumem em seus balanços, entre os quais destaca-se o risco de contraparte, ou seja, a possibilidade de que um mutuário não seja capaz de honrar seu compromisso financeiro no futuro.

Prazo (TLP). A TLP acompanha automaticamente a flutuação das taxas de mercado por meio de uma fórmula que leva em conta três componentes: uma parcela pós-fixada, indexada ao IPCA<sup>13</sup>; uma margem (spread) que é calculada pela média das taxas apuradas nos leilões dos títulos IPCA+ (NTN-B) do Tesouro Nacional nos três meses anteriores; e um redutor, que deverá deixar de existir no início de 2023<sup>14</sup>. Essa mudança visava, entre outros objetivos, promover uma convergência da nova taxa do BNDES ao custo de captação dos títulos de dívida de longo prazo (5 anos) da União. Seus proponentes esperavam, com isso, favorecer, o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo<sup>15</sup>.

Assim, até o final de 2017, as contratações do BNDES continuaram sendo feitas com base na TJLP. Como pode se ver no Gráfico 1, a partir de 2015, quando o governo federal adotou medidas mais restritivas ao crédito, a TJLP aumentou. Entretanto, preservou um diferencial relevante frente à SELIC, que chegou a 6 pontos percentuais e que só desapareceu em 2018, por força das sucessivas reduções na taxa básica do Banco Central. Apesar desse incentivo financeiro bastante favorável à tomada de créditos junto ao BNDES, houve nesse período a fase mais aguda de redução dos desembolsos da instituição, que passaram de R\$ 339 bilhões em 2013 para R\$ 95 bilhões em 2017, uma queda de 71% (Quadro 1). Nesse mesmo período, as emissões de debêntures também foram afetadas negativamente, embora com menor intensidade.

Esses dados indicam que, entre 2015 e 2017, a contração nos empréstimos do BNDES - e por consequência no crédito corporativo de longo prazo - se deu por outros motivos, que não o diferencial entre a TJLP e as taxas de mercado. Segundo o Relatório de Economia Bancária do Banco Central para 2016 (Banco Central, 2017), destacaram-se, pelo lado da oferta, a piora nas condições macroeconômicas e o aumento da percepção de risco das empresas e, do ponto de vista da demanda, o aumento nas taxas de juros e a redução geral nos investimentos. Nesse cenário, a indústria de transformação foi o setor mais penalizado.

De fato, no biênio 2015-2016, o Brasil atravessou uma das piores recessões de sua história, com queda acumulada de cerca de -7% do PIB, seguida por uma recuperação de apenas 1% em 2017. Nesse cenário, o crédito bancário apresentou um desempenho particularmente negativo, que se estendeu até 2018. Como se pode ver no Quadro 3, nesse período, os empréstimos às Pessoas Jurídicas recuaram quase 28%, o dobro do registrado para o mercado como um todo (14%) e mais de quatro vezes a queda do PIB (7%).

Nesse processo, o BNDES foi particularmente afetado, uma vez que sempre foi focado no financiamento de investimentos. De fato, a crise de 2015-2017 provocou uma contração brutal da formação de capital fixo, reduzindo a taxa de investimento da economia de 21,5% do PIB para 14,5% entre 2014 e 2017. Essa forte desaceleração pode ser ilustrada pela queda acentuada nas vendas de máquinas e equipamentos. Um exemplo é o de veículos pesados. Entre

13 Índice de Preços ao Consumidor Amplo, calculado pelo IBGE.

14 Esse redutor tinha por objetivo evitar que a TLP na partida fosse fixada muito acima da TJLP praticada.

15 De acordo com Nota do Banco Central do Brasil de 2017 transcrita no site Poder360: "A TLP corrige a discricionariedade existente na formulação da TJLP, que não especifica o que seria o "prêmio de risco" embutido no cálculo daquela taxa, o que inibe o desenvolvimento do mercado de financiamento de longo prazo. A TLP elimina essa distorção e é fundamental para o surgimento do financiamento a prazos mais longos no país". Ver <https://www.poder360.com.br/economia/banco-central-defende-tlp-e-lista-argumentos-favoraveis-a-nova-taxa/>

2014 e 2016, a produção anual de ônibus se reduziu de 43.899 para 18.705 unidades - queda de 60% - e a de caminhões, de 203.330 para 60.482 unidades, queda de 70% (ANFAVEA, 2022).

**Quadro 3. Variação Real do Estoque Crédito Bancário (Em % aa e %)**

Anos	Total	PJ
2015	-3,3	-3,5
2016	-9,2	-14,8
2017	-3,3	-9,3
2018	1,3	-2,3
Variação no Período	-14,0	-27,3

Fonte: Banco Central do Brasil (2022), Elaboração dos Autores.

Um segundo elemento determinante da contração do crédito do BNDES está associado à política financeira adotada pelo governo federal a partir de 2015. Entre as medidas tomadas, merece destaque a eliminação dos programas anticíclicos financiados com recursos da União, em particular do Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Esse programa foi uma resposta à Crise de 2008 e financiava a compra de bens de capital, exportações e inovações. O custo dos recursos do PSI era inferior à TJLP, graças a subsídios explícitos do Tesouro Nacional para a cobertura dessa diferença.

Um terceiro fator está ligado à decisão do governo de acelerar a amortização dos créditos que mantinha no BNDES, juntamente com a iniciativa da nova diretoria de mudar a atuação da instituição para objetivos diferentes daqueles que tradicionalmente orientaram sua operação, o que gerou impacto nos desembolsos da instituição. Essa preocupação foi explicitada na “Mensagem” da então presidente do Banco no Relatório Anual de 2017 da seguinte forma: “Entre os destaques do ano, está a revisão das políticas operacionais, guia de atuação do Banco. Definimos novas diretrizes, entre as quais, o incentivo a investimentos com retorno social maior do que privado” (BNDES, 2017).

A partir de 2018, o cenário contracionista do crédito corporativo de longo prazo deu lugar a um ciclo de expansão com duas características inovadoras. A primeira é que, devido à rápida expansão dos lançamentos de debêntures, o mercado de capitais se tornou a principal fonte de recursos do CCLP. A segunda é que esse aumento da demanda das empresas por empréstimos mais longos não impactou positivamente o crédito do BNDES. Nesse novo ciclo, houve assim o rompimento de uma relação de complementaridade entre as duas modalidades, existente há décadas (Quadro 1).

Essa ruptura, em grande medida, é explicada pelos fatores que permitiram a retomada da demanda de crédito corporativo de longo prazo das empresas. Como mostramos anteriormente, a maior parte das emissões de debêntures objetivaram o refinanciamento de passivos ou a aquisição de ativos já existentes. Essas finalidades não poderiam ser atendidas pelo BNDES, qualquer que fosse sua taxa de juros, porque não são previstas ordinariamente nos objetivos da instituição.

Entretanto, uma parcela menor desses lançamentos, de pouco mais de 20%, que grosso modo equivale aos lançamentos de debêntures incentivadas, se destinou a financiar investimentos produtivos. É nesse universo que se observa a substituição do crédito do BNDES pelo mercado de capitais. Até 2015, muitos desses projetos buscavam corriqueiramente o financiamento do banco de desenvolvimento. Desde então, as vantagens das debêntures incentivadas foram ampliadas pela queda das taxas de juros privadas, acompanhando a taxa SELIC e pelo aumento da taxa de juros do BNDES, com a entrada em vigor da TLP. A esse diferencial se soma a isenção do imposto de renda – alíquota de 15% sobre os juros e ganhos de capital.

A ação simultânea desses três elementos aumentou a vantagem de custos dos lançamentos do mercado de capitais frente aos recursos do BNDES, o que atraiu, em grande medida as empresas do setor elétrico<sup>16</sup>. Muitas delas têm obrigações vultosas e recorrentes de investimento que, em lugar de continuarem a buscar o banco de desenvolvimento, passaram a captar recursos por meio da emissão de debêntures incentivadas.

O processo de substituição do crédito do BNDES por fontes privadas, no entanto, não se limitou ao mercado de capitais, mas se estendeu também ao crédito bancário, em particular às operações voltadas para aquisições de máquinas e equipamentos nacionais. Novamente, a experiência do setor de caminhões e ônibus é ilustrativa. Na medida em que a produção desses veículos foi se recuperando, essas vendas adicionais passaram a ser financiadas pelos bancos comerciais com recursos de sua própria captação. Com isso, os desembolsos da FINAME/BNDES para equipamentos de transporte minguaram. Foram de R\$ 35 bilhões em 2017 para R\$ 7,8 bilhões em 2021. Nesse mesmo período, os empréstimos com recursos livres dos bancos para pessoas jurídicas comprarem veículos atingiram R\$ 12,7 bilhões e R\$ 53,7 bilhões, respectivamente (ver Quadro A3 do Anexo)<sup>17</sup>.

Uma terceira forma de substituição, agora de natureza institucional, ocorreu durante a Crise da COVID de 2019. Naquela oportunidade, a resposta do governo à contração do crédito privado foi diferente da adotada no passado. Durante a Crise de 2008, por exemplo, o BNDES foi escolhido para conduzir medidas anticíclicas voltadas para o setor corporativo, usando, para tanto, fundos direcionados pelo setor público. Na pandemia, o governo decidiu mobilizar instrumentos diferentes. Reduziu limitações regulatórias aplicáveis às instituições bancárias, promoveu um aumento da liquidez e implementou a redução nas taxas de juros básicas. Adicionalmente, decidiu reforçar dois fundos garantidores de crédito para pequenas e média empresas – o FGO/Pronampe e o FGI/PEAC. O BNDES ficou exclusivamente com o papel de negociar eventuais créditos para grandes empresas. Entretanto, essa atuação não chegou a gerar nenhuma operação de crédito por parte do banco de desenvolvimento.

Diante desse quadro, é possível calcular a participação, no encolhimento de R\$ 148 bilhões dos desembolsos do BNDES entre 2015 e 2021, dos três fatores destacados anteriormente: a política de ajustamento macroeconômico (2015-2017), a expansão do mercado de capitais (2017-2021) e o aumento do crédito bancário para veículos (2017-2021). As estimativas apon-

16 Os financiamentos do BNDES, pelas limitações impostas pela legislação, tendem a ser mais morosos e sujeitos a pré-condições mais rigorosas que os empréstimos do setor bancário

17 Ademais dos efeitos substitutivos do crédito privado pelo do BNDES, os desembolsos do banco de desenvolvimento foram também fortemente impactados pela forte queda na taxa de investimento da economia entre 2014 e 2020.

tam que, da contração total dos desembolsos do BNDES de 2015 a 2021:

- a) 56% se deveram à forte redução do crédito corporativo, motivada pela crise resultante das políticas de ajustamento adotadas entre 2015 e 2017;
- b) 17% foram decorrentes da substituição pelo mercado de capitais, marcadamente pelas debêntures incentivadas<sup>18</sup>;
- c) 13% foram motivados pela expansão dos empréstimos bancários para o segmento de equipamento de transporte; e
- d) 14% foram originados por outros fatores.

---

18 A substituição dos créditos do BNDES respondeu por cerca de 20% da expansão do mercado de debêntures entre 2015 e 2021.



# 3.

## DESAFIOS E OPORTUNIDADES

## Desafios e Oportunidades

Como mostramos na seção anterior, o mercado de capitais e o crédito corporativo de longo prazo atravessaram grandes transformações no passado recente. Graças a essas mudanças, o sistema financeiro brasileiro passou a contar com um segmento de debêntures com maior porte e que oferece prazos longos e mais profundidade. Houve também o desenvolvimento de um mercado secundário mais líquido e ativo, principalmente para títulos incentivados. Trata-se de um evento relevante que se materializou durante um dos mais longos e intensos ciclos recessivos da nossa história, no qual o investimento produtivo se manteve em patamares muito baixos.

A continuidade desse processo não pode, no entanto, ser tomada como um dado para se pensar o futuro. Há vários fatores econômicos, institucionais e de instrumentação de política econômica<sup>19</sup> que podem promover obstáculos, mas também oportunidades, e, assim, alterar o curso dos acontecimentos ao longo dos próximos anos. Entre esses possíveis determinantes, destacam-se:

- a) a resiliência do atual processo de expansão do mercado de debêntures; a mudança nas regras de oferta de títulos (Instrução CVM 160/22);
- b) a introdução de uma nova família de debêntures incentivadas (Projeto de Lei nº 2646/20);
- c) a ampliação da isenção de imposto de renda para estrangeiros nos títulos privados (Medida Provisória 1137/22 e Projeto de Lei nº 4188/21); e
- d) a reinstrumentalização dos mecanismos de direcionamento de crédito com os fundos garantidores e o apoio às pequenas e médias empresas. Esses elementos são também relevantes para orientar as medidas que podem ser adotadas para promover o desenvolvimento e a maior incorporação do setor industrial ao mercado de capitais, o que será tratado na próxima seção.

### 3.1. O ciclo de expansão do crédito corporativo de longo prazo não deve ser resiliente

O volume de lançamentos de debêntures será um elemento essencial para permitir a continuidade do processo de ampliação do crédito corporativo de longo prazo. Entretanto, há fortes indicações de que os fatores que sustentaram seu fôlego expansivo não se manterão nos

<sup>19</sup> Para uma análise dos mecanismos de direcionamento de crédito passíveis de serem utilizados pelo governo, ver Torres, 2007.

próximos anos. Nesse cenário, um tema importante diz respeito à intensidade e à duração da política monetária contracionista que vem sendo perseguida pelo Banco Central do Brasil, em conjunto com seus principais congêneres ao redor do mundo.

Desse ponto de vista, é razoável supor que atravessaremos um cenário internacional e doméstico diferentes do que vivenciamos no passado recente. Essa perspectiva está alicerçada no esgotamento de alguns dos principais mecanismos que, nas últimas décadas, sustentaram os baixos níveis de inflação em todo o mundo. Entre esses, destacam-se: a crescente escassez de mão-de obra industrial barata na China; o redesenho das cadeias produtivas industriais, tendo em vista o aumento do risco locacional e geopolítico; e a oferta mais limitada de petróleo da Rússia, maior exportadora mundial de óleo cru e derivados. Assim, é de se esperar que a pressão de alta dos preços internacionais se sustente por um período longo, mesmo que a inflação ceda um pouco frente aos níveis verificados em 2022. Em consequência, o mais provável é que os bancos centrais mantenham políticas contracionistas por um período, no mínimo, de dois anos (Pozsar, 2022).

Diante desse cenário, o Brasil, diferentemente de vários outros países periféricos, apresenta uma situação externa mais confortável. Mesmo assim, o Banco Central deverá acompanhar o percurso que será seguido pelos principais países detentores das moedas mais conversíveis. Assim, as taxas domésticas de juros seguirão elevadas por um bom tempo. Com isso, o principal fator que estimulou o crescimento da oferta de títulos privados no Brasil – a renegociação de passivos – não estará mais presente. Ao mesmo tempo, a melhor remuneração dos títulos públicos atrairá ainda mais os investidores. Assim, a taxa de crescimento do mercado de debêntures tende a arrefecer, mas sem necessariamente comprometer os níveis de liquidez e de profundidade já alcançados.

O segmento das debêntures incentivadas será o menos afetado pelo fato de depender dos gastos com investimentos. Assim, caso a Formação Bruta de Capital Fixo venha a se elevar gradualmente, haveria espaço para que mais títulos lastreados em despesas de capital ocupassem uma parte do mercado deixada pelo refinanciamento de passivos. Entretanto, se a demanda de crédito corporativo viesse a se acelerar poderiam se formar gargalos no mercado que criariam dificuldades como a menor liquidez, a redução de prazos ou o aumento das taxas de risco. Nesse caso, o governo poderia acionar o BNDES para participar mais intensamente das emissões, auxiliando na regularização de eventuais distorções. Para tanto, seria necessário rever alguns dos mecanismos de origemação de ativos e de captação de recursos do banco de desenvolvimento para torná-los ainda mais aderente às condições vigentes no mercado de capitais e no crédito bancário.

## 3.2. Ampliação da liquidez e redução dos custos de captação para as empresas: o que se pode esperar do novo regime de ofertas?

Para que o mercado de capitais possa desempenhar um papel relevante como provedor de recursos para as empresas, é essencial que as emissões de valores mobiliários sejam feitas dentro de um ambiente regulatório seguro e eficiente. Na prática, isto significa dizer que o processo de estruturação e distribuição desses ativos deve ser o menos oneroso e o mais célere possível. Assim, as empresas emissoras deveriam incorrer em custos baixos de captação e, ao mesmo tempo, serem capazes de alcançar o maior número de investidores possível, se beneficiando de eventuais janelas de mercado.

Com o intuito de modernizar os lançamentos de títulos no mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu em julho de 2022 a Resolução 160, que cria um novo marco regulatório aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários. Esse instrumento, que está previsto para entrar em vigor em janeiro de 2023, extingue os dois ritos atualmente existentes: o das ofertas pulverizadas (Instrução 400) e o das ofertas com esforços restritos de venda (Instrução 476). Em substituição, introduz um elenco de possibilidades, que formam uma matriz de novos ritos de oferta.

Essas opções levarão a diferentes estratégias de lançamento de papéis, dependendo, de um lado, do tipo de ativo e das características do seu emissor e, de outro lado, do nível de conhecimento e experiência do investidor alvo da oferta. Assim, uma empresa novata no mercado será obrigada a seguir um rito mais exigente e controlado diretamente pela CVM, enquanto um emissor frequente de renda fixa terá liberdade para realizar lançamentos sem a autorização prévia da Comissão. Do mesmo modo, investidores com maior patrimônio em mercado poderão acessar todos os lançamentos sem limitações quantitativas no número desses participantes. Em oposição, o acesso a investidores de menor porte precisará cumprir regras mais restritivas.

As mudanças introduzidas pela CVM pretendem buscar um equilíbrio entre mecanismos de registro céleres e eficientes e regimes informacionais adequados ao público que se pretenda acessar. Assim, um primeiro passo nessa direção foi reconhecer que os investidores têm níveis de sofisticação muito diferentes entre si e que, por isso, precisam ser objeto de formas alternativas de tutela por parte do regulador.

Nesse novo ambiente, uma oferta de qualquer valor mobiliário que se destine ao universo das pessoas físicas estará sempre sujeita a registro prévio junto à CVM - ou à entidade autorreguladora previamente homologada por ela. Sua distribuição só poderá ocorrer após todos os documentos que acompanham a oferta terem sido aprovados. A única exceção são as emissões patrocinadas pelas Empresas com Grande Exposição ao Mercado - as chamadas EGEM - ou pelos Emissores Frequentes de Renda Fixa - as EFRF. Neste último caso, enquadram-se

as empresas que tenham realizado ofertas públicas, submetidas ao rito ordinário de registro de distribuição de títulos de renda fixa, nos últimos quatro exercícios sociais ou em montante total igual ou superior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais). Na prática, esse não é um limite muito restritivo.

Por sua vez, as ofertas, quando destinadas a investidores qualificados<sup>20</sup> ou profissionais<sup>21</sup>, estarão sujeitas ao rito automático, que autoriza o ofertante e o coordenador da operação a iniciarem o esforço de venda tão logo os documentos sejam protocolados. O fundamento deste desconto regulatório é a ideia de que esse público-alvo tem sofisticação financeira suficiente para avaliar a consistência das informações divulgadas pelo emissor. A Resolução 160/22 introduz ainda um conjunto de novos procedimentos e de descontos regulatórios que buscam estimular a padronização das informações disseminadas ao público investidor e promover a redução dos prazos para que as empresas captem recursos, aproveitando eventuais janelas de oportunidades de mercado.

Essas medidas visam a ampliação do número de investidores que poderão participar no processo inicial de distribuição de um determinado ativo. Atualmente, existe uma limitação de até 50 investidores, já que praticamente todos os lançamentos são feitos seguindo a Resolução 476. Com isso, aumenta-se o potencial da competição entre os demandantes, o que deve levar a uma queda nos custos de captação das empresas e, por conseguinte, ao aumento do seu espaço de financiamento por meio do mercado capitais. É possível ainda que esses novos mecanismos resultem em alguma redução do poder dos coordenadores da oferta, o que dependerá também de uma mudança na postura das empresas na direção de uma maior diversificação e pulverização dos detentores de seus títulos de dívida. Para tanto, é de se esperar que a Comissão venha a exigir dos coordenadores mais publicidade e acesso do público investidor às ofertas.

---

20 É considerado investidor qualificado é aquele que possui mais de R\$ 1 milhão investidos e declara a si mesmo por escrito e/ou ter sido comprovadamente aprovado em exames de qualificação técnica ou certificações aprovadas pela CVM.

21 Os investidores profissionais são as pessoas física ou jurídicas que possuem investimentos financeiros em valor nominal superior a R\$ 10 milhões e que validem por escrito essa condição.

## Box

### Os custos dos serviços de apoio às emissões inibem o acesso de novos ofertantes

#### As novas tecnologias podem ampliar a concorrência no provimento desses serviços

A Instrução CVM 160/22<sup>22</sup>, que moderniza os ritos de oferta, que passa a valer a partir de 2023 e, deve ampliar o espaço para que as empresas captem recursos através da emissão de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais. O aumento da concorrência deve provocar redução nas despesas relacionadas à estruturação e distribuição desses papéis. Entretanto, existe um outro problema de custos nessa área que ainda precisa ser enfrentado. As tarifas dos serviços de registro, distribuição e custódia desses ativos são uma barreira, particularmente para as empresas de pequeno e médio porte.

A fusão entre a BM&F/Bovespa e a Cetip, ocorrida em 2017, deu lugar à B3, que se tornou à época a 5ª maior bolsa do mundo e a única Infraestrutura de mercado autorizada pelos reguladores (CVM e Banco Central). Essa bolsa de valores oferece de forma integrada, através de suas diversas plataformas, todos os serviços que dão suporte às emissões de títulos realizadas pelas empresas. Note-se que, pela legislação vigente atualmente, um ativo financeiro para existir formalmente precisa estar registrado em um ambiente eletrônico previamente homologado pelos reguladores. Contratos ou ativos financeiros só podem ser negociados e, portanto, compor a carteira dos investidores de qualquer natureza (varejo, qualificados ou profissionais) caso cumpram este requisito.

É a CVM quem disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Reconhecendo a necessidade de induzir a um aumento na concorrência pela eventual entrada de novos participantes neste segmento, a Autarquia contratou em 2012 uma empresa internacional de consultoria encarregada de produzir um extenso relatório que identificou as barreiras regulatórias que desestimulavam a entrada de concorrentes no País. As conclusões do referido estudo (OXERA, 2012) são dúbias, como se pode depreender do trecho abaixo:

“(…) a entrada de locais alternativos de negociação pode criar pressão competitiva e promover reduções de custo, reduções de preço e melhorias de serviço por parte de bolsas já instaladas no mercado. Os preços e serviços ofere-

22

A Instrução CVM 160/22 foi objeto da seção 3.2 desse *position paper*.

cidos por novas entrantes também poderão ser superiores aos aplicados no mercado. Entretanto, a entrada de plataformas alternativas de negociação nem sempre tem sucesso e, como no Japão, nem sempre poderá levar a eficiências significativas das bolsas já instaladas no mercado”.

Nos anos anteriores à publicação desse estudo, o mercado acionário havia experimentado um período de grande expansão, com a abertura de capital de centenas de novas empresas e o ingresso de volumes expressivos de capital estrangeiro no pregão. A posição de capitalização bursátil da BM&FBovespa em 2011 era quase 50% maior que a de 2006, apesar de o mercado ainda não ter se recuperado integralmente da crise de 2008. Quase 70% das ofertas iniciais realizadas entre 2006 e 2007 foram adquiridas por investidores não residentes.

Desde então, a CVM adotou algumas iniciativas destinadas a induzir um aumento na concorrência nesses serviços. Duas delas merecem destaques. Em 2021, a Autarquia aprovou a entrada em funcionamento da BEE4, empresa que foi desenvolvida a partir de um projeto de *sandbox* regulatório acolhido pela CVM. Trata-se de um ambiente de negociação de ações de empresas com faturamento anual entre R\$ 10 milhões e R\$ 300 milhões. Por meio da tecnologia *blockchain*, as ações passam a ser representadas por *tokens*, com registro imutável do titular. Esse novo ambiente de acesso, inaugurado em junho de 2022 ainda em caráter experimental, só poderá registrar até 10 novas empresas emergentes no primeiro ano de funcionamento. Este limite poderá ser revisto, cabendo à CVM avaliar os resultados e, eventualmente, conceder o registro definitivo para a BEE4. Na prática esta nova estrutura pode se transformar em um trampolim para as empresas que posteriormente poderão se habilitar a um lançamento inicial de ações (IPO) tradicional na própria B3.

Outra inovação – essa de caráter regulatório - foi a edição das Resoluções 135 e 136 da CVM. Estas normas reduzem alguns custos de entrada além de trazerem esclarecimentos relevantes quanto ao papel da corretora que operar em nome de seus clientes, na hipótese da existência de ambientes alternativos de negociação. As resoluções também simplificam as exigências relacionadas às atividades de autorregulação ao permitir que os entrantes possam contratar associações ou entidades especializadas para prestarem este tipo de serviço.

Assim, as novas tecnologias e as alterações no marco regulatório podem significar um aumento na competição com os serviços prestados pela B3 que, na prática, detêm uma posição monopolista, ainda que, ressalte-se, não há qualquer impedimento legal que inviabilize a entrada de novos participantes no segmento. Tentativas anteriores, baseadas nos métodos tradicionais, de contestação da posição da B3 mostraram-se economicamente inviáveis.

## 3.3. Isenções fiscais para investidores e para emissores: o que há pela frente

### 3.3.1. Mudança na isenção de imposto de renda para o emissor das debêntures de infraestrutura ( Lei 12.431/11)

Uma mudança que poderá impactar o mercado de debêntures incentivadas no futuro próximo é a possibilidade, prevista no Projeto de Lei 2.646/20, de seus emissores passarem a ser diretamente os beneficiários da isenção do imposto de renda, criada pela Lei 12.431/11. Atualmente, esse incentivo é exclusivo das pessoas físicas que venham a adquirir esses títulos<sup>23</sup>. Entretanto, na prática, nem todo o subsídio é retido pelo investidor final. Em todos os casos, uma parcela é transferida ao emissor na medida em que este consegue negociar com os investidores uma taxa de juros inferior à que paga em outras operações da mesma espécie que não gozam do incentivo. Assim, a empresa consegue uma taxa de juros menor ao mesmo tempo que o investidor obtém um rendimento líquido mais elevado. Eles dividem entre si o ganho fiscal. Esse mecanismo foi originalmente previsto pelos legisladores como um meio de simultaneamente reduzir o custo final do financiamento privado do investimento e promover a pulverização desses papéis e, com isso, criar um mercado secundário com liquidez. Esses propósitos foram alcançados com sucesso nos últimos anos.

O argumento central utilizado pelos defensores do Projeto de Lei 2646/20 é o de que o benefício, uma vez integralmente atribuído às empresas, poderia permitir ao emissor oferecer taxas mais atrativas a Fundos de Pensão (FP)<sup>24</sup>. Essas instituições já gozam, por meio de legislação própria, de isenção de Imposto de Renda sobre os rendimentos de suas aplicações financeiras. Esse, segundo os defensores do projeto, seria o motivo central de esses Fundos ainda não terem participado do mercado de debêntures incentivadas.

Essa expectativa se baseia no fato de os FP estabelecidos no mundo desenvolvido terem se tornado nas últimas décadas grandes adquirentes de títulos corporativos de longo prazo. Entretanto, essa mudança de comportamento deveu-se ao fato de, nesse período, as taxas de juros sobre os papéis de governo terem se reduzido continuamente, passando a ser insuficientes para garantir o equilíbrio atuarial que essas instituições buscavam atingir.

Com base nessa analogia com o que aconteceu nos países industrializados, os proponentes da nova legislação argumentam que a medida seria capaz de finalmente atrair os Fundos de Pensão nacionais para os títulos corporativos de longo prazo lastreados em projetos de infraestrutura. Com isso, o mercado passaria a contar também com investidores de elevadíssimo porte. Os FP detinham um patrimônio de R\$ 2,3 trilhões em março de 2022 e estima-se que atualmente menos de 4% desse patrimônio esteja alocado em debêntures, embora a le-

23

As instituições financeiras podem também se beneficiar dessa isenção, porém com algumas limitações.

24

Entidades Fechadas e Abertas de Previdência Complementar

gislação desde 2018 permita a essas entidades manterem até 80% de suas aplicações nesse tipo de ativo. Assim, alegam que empresa emissora titular do benefício terá, com a nova lei, condições de estruturar lançamentos específicos para os FP com taxas mais elevadas do que pagariam em suas captações correntes, que não gozam de incentivos. Esses juros adicionais seriam integralmente compensados e com sobra pela isenção fiscal que fariam jus pela nova legislação.

Do nosso ponto de vista, essa argumentação é excessivamente otimista, se não irrealista. O baixo apetite das Fundações de Previdência brasileiras por ativos de crédito privados tem motivações diferentes das de suas congêneres no exterior. A primeira delas está relacionada ao fato de que, diferentemente do que acontece no mundo avançado, as elevadas taxas de juros pagas pelos títulos públicos federais continuam sendo suficientes para equilibrar os passivos atuariais destas instituições<sup>25</sup>. Assim, trocar risco público nulo com alta remuneração por risco privado de longo prazo – particularmente de projetos de infraestrutura – não será uma alternativa fácil, inclusive para convencer reguladores e a governança desses Fundos.

A segunda explicação decorre do fato de que, para adquirir papéis de longo prazo de emissores privados, os FP precisam dispor de equipes próprias especializadas em avaliação de risco de crédito privado de longo prazo ou contratar consultorias que as aconselhem. Em ambos os casos, sobretudo nas instituições de pequeno e médio portes, os custos, os riscos e as estruturas de controle necessárias podem não ser compatíveis com os volumes de recursos disponíveis para a aplicação nestes ativos. Mesmo as fundações de maior porte têm demonstrado resistência em assumir riscos privados em face aos problemas envolvendo a baixa liquidez e a precificação destes ativos. Assim, parece improvável que a transferência do benefício fiscal para o emissor possa alterar significativamente o perfil de demanda dos FP.

Se há grandes dúvidas quanto à capacidade de a medida prevista no Projeto de Lei 2646/20 atrair Fundos de Pensão para o risco dos investimentos em projetos de infraestrutura, existe a certeza de que essa nova legislação deverá comprometer a expansão do segmento das debêntures incentivadas. Isto ocorrerá porque, como vimos anteriormente, uma parte substantiva dos atuais emissores nesse segmento é formada por empresas tradicionais do setor elétrico, com sólidos fluxos de caixa e obrigações recorrentes de investimentos, tais como geradoras, transmissoras e distribuidoras.

Essas firmas carregam um risco muito inferior ao de sociedades especificamente criadas para executar projetos de investimento de infraestrutura. Na medida em que venham a ser beneficiárias da redução do imposto de renda, será pouco provável que se motivem a realizar emissões mais caras voltadas para os FP quando terão a alternativa de reterem a integralidade desse subsídio e lançarem debêntures incentivadas a taxas de mercado com garantia firme dos bancos. Nesse caso, a nova legislação promoveria uma substantiva redução na oferta desses papéis para as pessoas físicas. Com isso, haveria um impacto negativo importante nessas emissões, que comprometeria a escala, a liquidez e a profundidade desse segmento, que hoje já responde por 20% de todas os lançamentos de títulos corporativos de longo prazo.

---

25 Houve apenas uma breve exceção entre 2018 e 2020 para os títulos de curto prazo do Tesouro Nacional, quando a taxa Selic foi insuficiente para atender aos requisitos atuariais dos Fundos de Pensão.

Há ainda quatro outros aspectos do Projeto 2646/20 que merecem ser mencionados. O primeiro é que as empresas pré-operacionais, que ainda não gerem lucros – e, portanto, não têm imposto de renda a pagar – não poderão, na prática, se beneficiar por um período bastante longo das mudanças previstas. O segundo é que a nova legislação permitiria a emissão de debêntures incentivadas indexadas em moeda estrangeira. Essa medida, no entanto, não deverá ter impactos relevantes. A legislação aplicável às debêntures corporativas já conta com essa previsão desde 2013. Desde então, as emissões com esse indexador foram residuais, o que possivelmente se explica pela elevada volatilidade da taxa de câmbio no Brasil. O terceiro é que a concessão do incentivo passa a ser automático, eliminando a necessidade de os submeter previamente ao governo os projetos de investimento que dão lastro às debêntures incentivadas. Finalmente, o quarto aspecto diz respeito ao impacto fiscal da medida, que provocará um aumento no volume desses incentivos, que passarão a ser calculados pelas empresas com alíquotas mais generosas.

### 3.3.2. Isenção de Imposto de Renda para todos os ativos privados quando adquiridos por não residentes

Está em tramitação no Congresso o Projeto de Lei 4188/21 que trata de garantias. Esse instrumento inclui a previsão de se reduzir a zero a alíquota do Imposto de Renda sobre rendimentos obtidos por residentes ou domiciliados no exterior nos investimentos diretos em todo e qualquer títulos e valores mobiliários privado e em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Posteriormente, o governo enviou, ao Congresso a Medida Provisória, de nº 1137/22, com redação muito semelhante. Esse benefício já era previsto na Lei 12.431/11, mas com limitações quanto ao prazo – amortização superior a 4 anos – e ao uso de indexadores – é proibido o uso da taxa SELIC e da correção cambial, por exemplo. Na prática, essa isenção não atraiu estrangeiros<sup>26</sup> e seria substituída por medida equivalente com menores limitações.

Em outras palavras, passaram a ser isentos de imposto de renda os investidores estrangeiros, que não sejam instituições financeiras e não estejam domiciliados em jurisdição de tributação favorecida ou beneficiário de regime fiscal privilegiado, sempre que adquirirem ativos privados emitidos no Brasil. O argumento apresentado pelo governo visando defender a iniciativa é o de que, nesses casos, a isenção evita a bitributação do investidor estrangeiro (no Brasil e no seu País de origem) eliminando, com isso uma desvantagem competitiva do Brasil com relação a outras praças financeiras. Esse benefício está previsto para entrar em vigor em 1º de janeiro de 2023 e para se encerrar em 31 de dezembro de 2027.

Embora a iniciativa tenha sido recebida inicialmente com um certo otimismo pelo mercado, há os que apontem que a volatilidade das taxas de câmbio e de juros continuarão sendo um sério desestímulo ao ingresso no Brasil de recursos dos não residentes para ativos de renda fixa. Assim, apesar de a medida fazer sentido, não esperamos que gere uma mudança significativa na escala do mercado de crédito, particularmente o de longo prazo.

<sup>26</sup> Os proponentes da Lei 12.431 visavam criar, com essa medida, um mecanismo que, por meio de isenção fiscal, pudesse atrair para o mercado decapitais parte dos empréstimos que as empresas realizavam no exterior, particularmente através do sistema bancário.

### 3.3.3. A criação de títulos de crédito incentivados para investimentos da Indústria de Transformação

O mercado financeiro brasileiro dispõe de um vasto cardápio de ativos e valores mobiliários que oferecem isenção de imposto de renda para investidores domésticos ou para os não residentes. Os emissores destes produtos de investimento se estendem desde o Tesouro Nacional - os rendimentos produzidos pelos títulos públicos federais são isentos de imposto de renda quando o investidor for um não residente - até a indústria cinematográfica, que dispõe do chamado Certificado de Investimento Audiovisual, instrumento pelo qual Pessoas Jurídicas podem abater o valor investido de seu Imposto de Renda.

Nesse espectro de opções de investimentos incentivados, merecem destaque o agronegócio e o setor imobiliário. Seus recebíveis podem lastrear tanto Letras de Crédito do Setor Imobiliário (LCI) e do Agronegócio (LCA) - que são instrumentos de captação dos bancos - quanto os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e do Agronegócio (CRA), estes últimos emitidos por Companhias Securitizadoras. Todos esses instrumentos podem ser distribuídos às pessoas físicas<sup>27</sup>. O Gráfico 2 apresenta a evolução do estoque desses ativos nos últimos quatro anos.

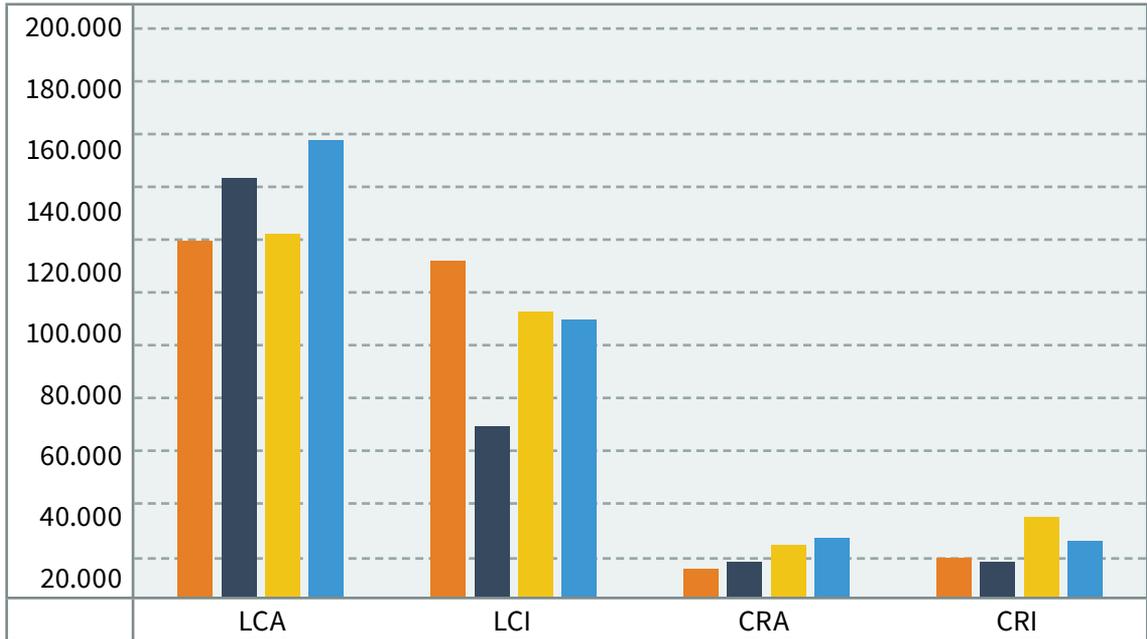
Nesse cenário, os financiamentos aos investimentos da Indústria de Transformação não estão contemplados com isenção do Imposto de Renda. Com isso, as empresas do setor estão alijadas dos segmentos mais dinâmicos do mercado de capitais. Além disso, sofrem com o maior custo final a seus investimentos já que são obrigadas a pagar juros mais altos para compensar os impostos que incidem sobre aqueles que lhes emprestam recursos de longo prazo.

A extensão desse benefício fiscal da Indústria de Transformação é, assim, uma forma de equiparar o custo final do financiamento aos investimentos da IT ao de outros setores da economia nacional. Medidas dessa natureza podem tomar múltiplas formas, mas seria mais fácil e de mais rápida implementação de fossem adotadas por meio de mecanismos já consagrados. A experiência com as debêntures incentivadas, instrumento que na sua origem era uma inovação, mostra que as instituições coordenadoras de emissões precisaram de um prazo longo de experimentação para se sentirem seguras de que elas e seus clientes não estariam assumindo riscos fiscais e regulatórios indesejados.

A despeito desse aspecto mais geral, existem, no entanto, outros condicionantes que precisam também ser levados em conta em proposições de natureza financeira. Raramente um instrumento isolado é capaz de beneficiar empresas de todos os portes. As debêntures, por exemplo, requerem, na prática, um valor mínimo elevado por emissão, o que atua como uma forte barreira à entrada para as firmas de menor porte. Além disso, algumas formas de emissão concentram poder de mercado em determinados atores em detrimento de outros. É o caso das letras, títulos exclusivos de emissão de bancos.

<sup>27</sup> Gestores de carteira contam com veículos específicos de investimento vinculados a estas atividades, o FII e o recém-criado FIAgro, cuja existência ajuda a explicar a expansão recente dos volumes emitidos dos Certificados do Agronegócios.

Gráfico 2. Evolução das Emissões de LCI, LCA, CRI e CRA, 2019-2022 (R\$ milhões correntes)



2019 ■  
 2020 ■  
 2021 ■  
 2022¹ ■

(1) Até julho.

Fonte: ANBIMA (2022), Elaboração dos Autores.

Assim, uma estratégia, que busque aproximar as empresas da Indústria de Transformação dos investidores privados, particularmente os interessados em benefícios fiscais, requer a mobilização de mecanismos diferentes. Ademais, deve levar em conta também que o mercado de capitais brasileiro não deve ser visto como uma panaceia capaz de remediar todas as dificuldades da IT para a obtenção de fundos de longo prazo. Há também limitações de risco, de prazo e de acesso que recomendam a mobilização em simultâneo de instrumentos de intermediação bancária. Do mesmo modo, não deve se perder de vista a importância de se pensar também nos mecanismos públicos de direcionamento de crédito, instrumentos presentes, inclusive em economias tão diferentes como Estados Unidos, Alemanha, Japão, Coréia do Sul e China.

### 3.4. *Fintechs* de Crédito: ainda uma promessa

O termo *fintech* tem sido utilizado para denominar as empresas de pequeno e médio portes

que atuam nos mais variados segmentos da matriz de produção dos sistemas financeiros internacionais. Elas adotam um conjunto de novas tecnologias de armazenamento, compartilhamento e processamento de informações.

Há rigor existem dois tipos de *fintechs*. Existem as “*fins*” que são empresas inovadoras que ofertam serviços tradicionalmente prestados pelos conglomerados bancários concorrendo, portanto, com esses agentes. Há também as “*techs*”, que fornecem a esses incumbentes serviços intensivos em tecnologia, tais como computação em nuvens, criptografia, inteligência artificial, entre outros. Portanto, cooperam e não concorrem com as instituições bancárias.

Assim sendo, o universo de atuação das *fintechs* é tão grande quanto sua capacidade de inovação. Segundo o anuário do FintechLab (2020), hub para conexão e fomento do ecossistema de *fintechs* nacional, estavam em atuação no país 689 iniciativas de eficiência financeira e de *fintechs* propriamente ditas.

Apesar de a variedade e de o número de *fintechs* criadas no mercado ser crescente, o Banco Central do Brasil regulamentou apenas três modalidades: as Instituições de Pagamento (IP), as Sociedades de Crédito Direto (SCD) e as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Uma Instituição de Pagamento (IP) é definida como uma “pessoa jurídica que viabiliza serviços de compra e venda e de movimentação de recursos, no âmbito de um arranjo de pagamento, sem a possibilidade de conceder empréstimos e financiamentos a seus clientes” (BCB, 2021).

As SCD são instituições financeiras que realizam operações de empréstimo, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tenham como única origem o capital próprio. A única forma autorizada de captar recursos junto ao público consiste na emissão de ações. Devem ter no mínimo R\$ 1,0 milhão de patrimônio. Podem vender ou ceder suas operações de crédito para outras instituições financeiras, companhias securitizadoras e fundos de investimento em direitos creditórios.

Já as SEP também são consideradas instituições financeiras e atuam como intermediárias sem assumir posições credoras ou devedoras. Nesse sentido, se assemelham às plataformas do tipo *peer-to-peer* existentes em outros países. Estruturam operações de empréstimo e de financiamento exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.

O Quadro 4 apresenta um retrato da situação das *fintechs* autorizadas a funcionar pelo Banco Central<sup>28</sup>. Os números deixam claro, de um lado, que o número e o volume de ativos das SEP e das SCD são pequenos, quando comparados aos do restante do sistema financeiro. Já as *fintechs* de pagamentos apresentam um crescimento significativo, tanto no número de instituições quanto no estoque de ativos que detêm, mas este valor ainda é muito baixo quando comparado ao dos bancos tradicionais.

Em relação aos volumes de originação, verifica-se que as SCD desempenham um papel marginal na estruturação das operações de crédito no país, totalizando R\$ 1 bilhão em 2021 contra R\$ 4,4 trilhões dos bancos tradicionais. Como as SEP apenas intermediam as operações de

empréstimo, não é possível auferir os dados de transações realizadas em suas demonstrações contábeis. O pequeno número e o total de ativos dessas instituições autorizadas a funcionar pelo BCB indicam que são uma fração insignificante do mercado de crédito.

**Quadro 4. Fintechs e bancos autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil**  
(Em R\$ Milhões)

<b>IP - Instituições de Pagamentos</b>				
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Em operação	10	19	26	37
Ativos	216,5	263,7	302,4	418,5
Operações de Crédito	7,00	11,1	15,28	27,32
<b>SCD - Sociedade de Crédito Direto</b>				
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Em operação	-	5	26	41
Ativos	-	0,002	0,36	1,81
Operações de Crédito	-	0,01	0,47	1,03
<b>SEP - Sociedade de Empréstimos entre Pessoas</b>				
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Em operação	-	2	5	9
Ativos	-	0,01	0,01	0,03
Operações de Crédito	-	-	-	-
<b>Bancos Comerciais e Múltiplos</b>				
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Em operação	95	97	98	100
Ativos	7.534	7.904	9.600	10.151
Operações de Crédito	3.073	3.325	3.854	4.434

Fonte: IF.Data - Dados Seleccionados de Instituições Financeiras - BCB

Assim sendo, até o momento esses agentes não se tornaram uma alternativa relevante de mercado. A principal razão parece ser a falta de acesso a bases de clientes que ainda mantêm suas relações comerciais preferencialmente com os grandes bancos comerciais. O Open Banking pode vir a reverter esta situação. Os chamados Sistemas Financeiros Abertos são uma inovação regulatória que obriga as instituições financeiras a compartilharem com seus concorrentes as informações de seus clientes, desde que eles autorizem previamente.

## 3.5. BNDES e Fundos Garantidores

A experiência internacional mostra que há diferentes mecanismos de direcionamento de cré-

dito usados pelos governos em todo o mundo, que, na prática, podem ser classificados em quatro grandes grupos (TORRES, 2007). O primeiro são os bancos estatais, que com base na garantia implícita dos governos, intermediam recursos captados junto ao público para atender grupos sociais, setores ou regiões consideradas prioritárias. Estas instituições estão presentes na Europa, na Ásia e na América Latina. No Brasil, os principais exemplos são o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal.

O segundo é a oferta de fundos (*funding*) com recursos de origem fiscal ou parafiscal em condições atraentes, com destinação compulsória para determinados setores relevantes, como habitação, indústria ou infraestrutura (Japão, Singapura e Brasil). É o caso dos nossos Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Um terceiro grupo é formado pelos subsídios à taxa de juros para operações realizadas com recursos captados junto ao mercado. Esse mecanismo, que perdeu espaço nos últimos anos, foi até os anos 1990 muito importante para fomentar exportações de bens e serviços de elevado valor agregado (Estados Unidos, países europeus, Japão e Brasil). É o caso do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX) do Tesouro Nacional brasileiro. Finalmente, a quarta modalidade são os fundos garantidores que substituem o risco privado em uma operação de crédito por uma garantia do governo, reduzindo substancialmente o custo final dessas operações (Estados Unidos e Brasil). Os exemplos brasileiros mais recentes são o Pronampe e o PEAC.

Garantias públicas são um instrumento muito poderoso de direcionamento de crédito em países que gozam de um mercado de dívida pública organizado, ativo e profundo. Nesses casos, os passivos soberanos têm uma grande aceitação e estão sujeitos às menores taxas praticadas, normalmente já muito baixas. Essas vantagens fazem com que uma garantia pública torne uma operação privada quase tão atraente para os investidores quanto a emissão de um título do governo. A eficácia dessa transformação requer, no entanto, que eventuais sinistros sejam apurados de forma rápida e o pagamento seja expedito.

No Brasil, apesar de já dispormos de um mercado de dívida pública relevante desde o final da década de 2000, a experiência com fundos garantidores públicos não foi muito à frente como instrumento de mercado, por dois motivos. O primeiro decorre do elevado custo corrente da dívida pública, que deslocou as emissões privadas. O segundo está relacionado à insegurança do mercado quanto ao recebimento do pagamento do seguro, devido, muitas vezes, à dependência desses mecanismos de dotações específicas do Orçamento da União (TORRES e ESTEVES, 2010). Essas limitações tornaram, na prática, as garantias públicas no Brasil instrumentos quase que exclusivamente aceitos por instituições públicas, em particular o BNDES.

Entretanto, durante a crise da COVID de 2019 e 2020, o governo retomou o uso de dois fundos garantidores para pequenas e médias empresas operados de forma diferente pelo Banco do Brasil e pelo BNDES, respectivamente o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte - Pronampe e do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito – PEAC. Ambas foram medidas bem-sucedidas que tinham como principal objetivo prover garantias aos bancos para novas operações de crédito para as micro, pequenas e médias empresas. O *lock down* havia provocado um descasamento instantâneo dos fluxos de caixa das empresas, tornando os bancos extremamente seletivos na avaliação do risco de crédito de seus clientes.

Para o Pronampe, o governo realizou três aportes consecutivos ao Fundo de Garantia de Operações (FGO), alcançando um total de R\$ 38 bilhões, que atenderam a um universo de aproximadamente 470 mil micros e pequenas empresas (faturamento anual de até R\$ 4,8 milhões/ano). No ano seguinte, o fundo foi novamente capitalizado – desta vez com R\$ 5 bilhões – que foram suficientes para atender outras 319 mil empresas. Em junho de 2021, o Programa tornou-se permanente. O FGO que suporta financeiramente o Pronampe não deve ser visto como um fundo garantidor clássico em que o administrador tem a preocupação em preservar o capital aportado. Suas características principais de funcionamento – garantia de 100% das operações até o limite de 85% da carteira - indicam que sua concepção admite uma perda considerável de capital, o que seria assim uma forma de subsídio. Trata-se, portanto, de uma alavancagem de 0,17 vezes.

O PEAC, que é suportado pelo Fundo Garantidor para Investimentos (FGI), recebeu quatro aportes de R\$ 5 bilhões. Esses recursos beneficiaram 136 mil operações destinadas às pequenas empresas (15,4%), médias (74 %) e grandes (10,6%). Cada operação poderia ser garantida em até 80% do seu valor. As carteiras, por sua, tinham um limite de perda de no máximo 30%. Na prática, estes parâmetros permitiram um nível de alavancagem da ordem de 4,6 vezes. Tanto assim que o total de operações do programa alcançou R\$ 96 bilhões (R\$ 20 bilhões x 4,6). Com essas características, o PEAC se aproxima de um fundo garantidor tradicional em que o gestor está preocupado minimizar os níveis de perdas da carteira e, com isso assegurar a continuidade no tempo da operação de forma autônoma. Do ponto de vista fiscal, trata-se de um uso mais adequado se comparado aos mecanismos de subsídios implícitos ou explícitos concedidos com recursos do Tesouro.

## 3.6. O Capital Paciente: Fundos Patrimoniais focam o bem comum

Fundo Patrimoniais caracterizam-se pelo fato de os rendimentos do seu patrimônio serem direcionados para a sustentação de uma atividade específica, em geral, voltada ao bem comum. Apesar de esse tipo de administração financeira parecer muito moderno e específico do mercado financeiro, na verdade essa concepção administração da riqueza é bastante antiga. O primeiro registro conhecido foi a doação de Platão em 350 A.C. à Academia de Atenas, para a manutenção das atividades da instituição (Fabiani e Wolffenbüttel, 2022).

No Brasil, a quase totalidade dos fundos patrimoniais foi criada a partir do ano 2000. Houve uma aceleração desde 2019, quando foi aprovada uma legislação específica para o setor. Em 2021, existiam 53 instituições desse tipo, gerenciando um patrimônio de R\$ 78,8 bilhões. Estavam em sua maioria concentradas no Estado de São Paulo e focadas em educação (24). Ciência e Tecnologia era o objetivo final de cinco delas. A maioria tem porte pequeno, entre R\$ 1 e 5 milhões. Mas existem instituições de porte, que tornam o segmento muito concentrado. Entre as maiores, destacam-se a Fundação Bradesco (R\$ 65,5 bilhões) e a Fundação Itaú (R\$ 5,6 bilhões).

A composição dessa indústria, a origem bancária de seus maiores doadores, a elevada rentabilidade oferecida pelas aplicações financeiras e sua finalidade relacionada ao bem comum tornam esses investidores relativamente avessos a carregar riscos mais elevados em seu patrimônio, como os apresentados por projetos de investimento na capacidade da Indústria de Transformação. Entretanto, os fundos patrimoniais focados em ciência e tecnologia podem eventualmente vir a desenvolver um papel no financiamento da pesquisa, desenvolvimento e inovação nesse setor.



# 4.

## PROPOSTAS

## Propostas

### 4.1. Cenário mais provável

As considerações apresentadas na seção anterior apontam para uma forte desaceleração – mas não necessariamente para um encolhimento – do mercado de capitais e do crédito privado de longo prazo. Ademais, existem novas medidas regulatórias e legais que poderão impactar positivamente essa trajetória. A partir do que foi exposto, nosso cenário mais provável, que baliza as propostas apresentadas à frente, é ainda caracterizado por:

- a) maior concorrência nas ofertas, que levaria a uma redução nos custos de emissões;
- b) participação pouco relevante de estrangeiros nos mercados de títulos privados de longo prazo, mesmo com a edição da Medida Provisória 1137/22;
- c) manutenção da conformação legal do mercado de debêntures incentivadas, pela rejeição ou engavetamento do Projeto de Lei 4188/21<sup>29</sup>;
- d) criação de mecanismos que permitam às empresas industriais participar dos mercados privados de crédito incentivados, desonerando seus investimentos em segmentos prioritários; e
- e) reposicionamento dos mecanismos de direcionamento de crédito para a Indústria de Transformação, em particular do BNDES.

### 4.2. Medidas para favorecer o financiamento dos investimentos da Indústria de Transformação

#### 4.2.1. Estender o incentivo das debêntures incentivadas para projetos de investimento em segmentos prioritários da Indústria de Transformação

A medida mais ágil para permitir que as empresas industriais possam acessar recursos privados para financiar investimentos a custos competitivos seria estender à IT os mesmos benefícios e limitações que hoje balizam a emissão de debêntures incentivadas. Para tanto, ana-

29 Caso contrário, haverá um forte encolhimento do segmento das debêntures incentivadas o que levaria o mercado desses títulos a um cenário de contração e eventualmente de maior necessidade de suporte por parte do governo

logamente ao que já está previsto para o setor de infraestrutura, as empresas submeteriam projetos a um ministério setorial do governo federal e, uma vez aprovado, emitiriam debêntures com o benefício da isenção do imposto de renda para as pessoas físicas.

A divisão desse incentivo entre as empresas e as famílias seria feita através de uma negociação da taxa de juros durante o lançamento do título. O governo estabeleceria os setores ou atividades prioritárias, que seriam revistos periodicamente. Esse mecanismo, dado a forma como esse mercado opera, seria, no entanto, inadequado para as operações de pequeno volume e, portanto, não beneficiaria a maior parte das pequenas e médias empresas.

Em 2021, o benefício da isenção do imposto de renda referente às debêntures de Infraestrutura atingiu, no ano, R\$ 0,9 bilhão para um estoque de R\$ 171 bilhões. Caso esse benefício tivesse também sido estendido à Indústria de Transformação desde sua criação em 2013 e essas emissões tivessem seguido a trajetória do investimento total da IT e o mesmo percurso evolutivo das debêntures de infraestrutura, estimamos que essa isenção adicional de imposto de renda teria alcançado em 2021 R\$ 1,2 bilhão para um estoque de debêntures incentivadas emitidas pelo setor manufatureiro de R\$ 232 bilhões<sup>30</sup>.

#### 4.2.2. Criação dos Certificados de Recebíveis de Projetos Industriais com isenção de IR para Indústria

A Lei 14.430, de agosto de 2022, regulamentou a emissão e a distribuição pública dos chamados Certificados de Recebíveis cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.

Portanto, a partir da edição dessa Lei, as firmas vinculadas a qualquer ramo da atividade econômica poderão ceder seus recebíveis a uma companhia securitizadora a quem caberá estruturar o certificado e registrá-lo junto a CVM. Até então, apenas os recebíveis imobiliários e do agronegócio podiam ser utilizados para esses fins.

Assim, abriu-se espaço para a emissão dos Certificados de Recebíveis da Indústria de Transformação (CRIT), cuja carteira de direitos creditórios pode ser composta por recebíveis vinculados a projetos industriais de todos os portes, incluindo-se aqueles desenvolvidos por PME. O maior sucesso deste novo ativo dependerá, no entanto, de se conseguir atribuir a esse novo título a isenção de Imposto de Renda. Nesse contexto, é fundamental que o CRIT esteja sujeito ao mesmo tratamento tributário aplicável aos CRI e CRA. Para tanto, será necessária uma previsão legal.

30 Os quadros contidos no Anexo 4 apresentam os cálculos da evolução dos valores do benefício da redução do imposto de renda para as debêntures de infraestrutura e a estimativa realizada para uma situação hipotética em que esse mesmo incentivo tivesse sido estendido à Indústria de Transformação desde sua criação desse tipo de isenção em 2013.

### **4.2.3. Criação da Letra do Desenvolvimento com incentivo fiscal para projetos de investimento**

A Letra do Desenvolvimento seria uma forma de refinar operações incentivadas que, por alguma dificuldade, não conseguiriam acessar diretamente o mercado de capitais e, que para isso, continuariam a usar o balanço das instituições bancárias emissoras do título. A exemplo das LCI e LCA, o lastro dessas operações seria feito por meio da identificação de operações de crédito bancário que beneficiasse o investimento nos setores industrial e de infraestrutura considerados prioritários pelo governo. Esse instrumento precisaria ser criado por medida legal.

## **4.3. Criação da Letra do Desenvolvimento com incentivo fiscal para projetos de investimento**

### **4.3.1. Liberdade para a composição de fundos com papéis incentivados**

Propõe-se que a CVM regulamente a criação de um fundo de investimento cuja carteira possa ser composta por qualquer tipo de título corporativo que tenha incentivos fiscais equivalentes, independentemente do seu setor – imobiliário, agrícola, infraestrutura e eventualmente indústria – e emissor – instituições bancárias, empresas jurídicas não financeiras, sociedades de propósito específico ou securitizadoras.

Esta medida traria maior flexibilidade aos administradores de recursos de terceiros para oferecer produtos com riscos mais diversificados. Este mandato teria de ser claramente previsto no regulamento do fundo e sua distribuição focada nos investidores qualificados e profissionais. Tal medida reduziria custos de gerenciamento de carteira e aumentaria a liquidez e o volume de recursos que usariam esses fundos como veículos.

### **4.3.2. Uso pelo Banco Central de Letras de Desenvolvimento emitidas por instituições públicas federais - risco Tesouro Nacional – em operações compromissadas**

Em vários países do mundo, os bancos centrais aceitam títulos de crédito privados com garan-

tia do estado soberano para a realização de operações compromissadas. Um exemplo são os Estados Unidos, onde o Federal Reserve utiliza títulos originados de operação de hipotecas garantidas pelo Tesouro dos EUA, por meio de instituições com Fannie Mae e Freddie Mac. A analogia com o mercado brasileiro seria, no caso, as Letras de Desenvolvimento de emissão por instituições financeiras públicas em que haja uma garantia direta ou indireta da União. Esse mecanismo tem apenas o objetivo de fomentar a liquidez desses papéis e não de gerar financiamento pela autoridade monetária, a exemplo do que já acontece com os títulos federais. Essa medida, ademais, permitiria reduzir a dívida pública na medida em que facilitaria o resgate definitivo de parte do estoque de títulos federais que hoje estão na carteira do Banco Central para atender a finalidades da política monetária.

## **4.4. Medidas para a Modernização dos mecanismos de direcionamento de crédito**

### **4.4.1. Fortalecimento do PEAC**

Propõe-se a ampliação dos recursos e da atuação do PEAC/FGI. Sugere-se que, no futuro, o Programa seja estruturados de forma a também funcionar como indutor da oferta de crédito com perfil de longo prazo, focada em setores estratégicos da Indústria de Transformação. Nesse novo formato, o provimento de garantias seria ampliado de modo a atender não só operações bancárias, mas também os CRIT e os créditos que viessem a lastrear Letras de Desenvolvimento, sempre que esse ganho de risco fosse repassado o beneficiário final da operação.



# 5.

## CONCLUSÕES

## Conclusões

O mercado de crédito corporativo de longo prazo e o mercado de capitais atravessaram uma grande transformação nos últimos anos, que resultaram na ampliação da escala, aumento da profundidade e redução no custo final das operações. Esse desenvolvimento já era esperado, por causa dos avanços realizados no mercado de dívida pública nos anos 2000, mas foi impulsionado definitivamente pela redução das taxas de juros praticadas na economia na segunda metade dos anos 2010.

A continuidade desse processo está, no entanto, em tela de juízo. A taxa de juros fixada pelo Banco Central (SELIC) voltou recentemente ao patamar de dois dígitos e deve se manter nesses níveis por um período prolongado. Esse cenário empurra os mercados de títulos privados em direção à estagnação ou mesmo à contração. As empresas deverão reduzir muito a escala de suas emissões de papéis com o intuito de reduzir o custo de suas dívidas. Ao mesmo tempo, os investidores voltarão suas atenções para os títulos públicos, que carregam risco nulo e altas taxas de juros. Em compensação, esse cenário abre também oportunidades para que esse espaço possa ser ocupado em parte pela criação de novos produtos financeiros para atender ao financiamento de investimentos da Indústria de Transformação.

Esse setor está, até o momento, alijado dos segmentos mais dinâmicos dos mercados de crédito de longo prazo, os títulos incentivados. Por esse motivo, ainda é obrigado a arcar com um ônus fiscal nos financiamentos de seus investimentos, que, há muito, já não existe mais em outros segmentos da economia. Nesse cenário, esse position paper pretendeu apresentar um diagnóstico do desenvolvimento recente do mercado de capitais brasileiro e identificar uma rota que permita à Indústria de Transformação financiar de forma mais estável e barata seus investimentos.

As medidas apresentadas permitirão às empresas manufatureiras aprofundar sua participação no mercado de capitais, criando novas fontes de emissão em uma conjuntura que se prevê redução na oferta de papéis dos emissores mais tradicionais. Para tanto, são apontadas propostas de medidas regulatórias e legislativas que poderiam ser tomadas para a Indústria de Transformação tirar proveito das oportunidades que serão criadas no futuro próximo. As sugestões incluem a criação ou extensão de instrumentos incentivados, tanto para empresas de grande quanto de pequeno porte. Incluem também iniciativas para favorecer a liquidez desses papéis e para revitalizar os mecanismos de direcionamento de crédito industrial de longo prazo, envolvendo fundos garantidores, o Fundo de Amparo ao Trabalhador e o BNDES. Essas propostas devem ser vistas como um passo importante para a desoneração do investimento manufatureiro que deverá trazer também benefícios para a sociedade em termos da promoção de emprego, renda, produtividade e arrecadação fiscal.

# Referências Bibliográficas

ANBIMA (2022). Boletim do Mercado de Capitais. Vários números.

ANBIMA (2022). Boletim do Mercado de Renda Fixa. Vários números.

ANBIMA (2018) Emissões de debêntures incentivadas se aproximam dos desembolsos do BNDES em infraestrutura no primeiro ano da TLP. Notas à Imprensa, 5 de Novembro.

ANFAVEA (2022). Estatísticas. Acesso em 07/09/2022.

<https://anfavea.com.br/site/issues-in-excel/?lang=en>

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2022). Séries Temporais.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2017). Relatório de Economia Bancária.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO (2005). Libertar o crédito. Campus.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES (2017). Relatório Anual de 2016.

CARNEIRO, D. (2006). Letras Financeiras do Tesouro e Normalidade Financeira: Haverá um “peso problem”? Em Bacha, Edmar Lisboa e Oliveira Filho, Luiz Chrisóstomo (eds.) Mercado de Capitais e Dívida Pública. Contracapa Editora.

FABIANI, P. e WOLFFENBÜTTEL, A. (2022). Panorama dos Fundos Patrimoniais no Brasil. Instituto para o Desenvolvimento do Investimento Social.

Disponível em: <https://mapaosci.ipea.gov.br/arquivos/posts/1965-fundospatrimoniais.pdf>

FINANCIAL STABILITY BOARD (2021), Fintech Regulation: how to achieve a level playing field. FSB Occasional Paper 17.

GOES, F. e CARNEIRO, L. (2022). Economistas encaram a proposta com críticas, Valor Econômico, 01 de agosto.

MALLABY, S. (2010). More Money than God. Penguin Books.

MACAHYBA ET ALL. (2021), Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira – Texto para Discussão 033/21 – IE/UFRJ.

MACAHYBA ET ALL. (2020). Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana – Texto para Discussão 013/20 – IE/UFRJ.

MIRANDA, M. (2018) Latin American Local Capital Markets: Challenges and Solutions. Research Foundation Briefs. CFA Institute Research Foundation.

OXERA, 2012. Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil? Preparado para a Comissão de

## Valores Mobiliários.

Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/custos-e-beneficios-para-mudar-a-estutura-competitiva-do-mercado-para-servicos-de-negociacao-e-pos-negociacao-em-brasil-oxera-junho-2012>

POZSAR, Z. (2022). War and Interest Rates. Credit Suisse Economics, 1º de Agosto.

ROCCA, C. (2018). Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais. IEDI.

SEIXAS, S. (2020) Local Currency Bond Markets in Latin American Economies: a study on Evolution and Impact in the Development of Capital Markets. Tese de Mestrado em Administração Internacional apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

TORRE, A. e SCHMUKLER, S. (2007). Emerging Capital Markets and Globalization; the Latin American Experience C E. Stanford University Press e Banco Mundial.

TORRES, E. (2007). Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de Desenvolvimento e a Experiência recente do BNDES. Em Castelar, A, e Oliveira, L. (eds.) Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas, Contracapa Editora.

TORRES, E. e ESTEVES, M. (2010). Introdução ao Financiamento às Exportações. Em Vasconcellos, M., Lima M. e Silber, S. (eds). Gestão de Negócios Internacionais. Editora Saraiva, 2ª Edição.

TORRES, E. e MACAHYBA, L. (2014). Os Mercados Brasileiro e Britânico de Títulos Corporativos. Confederação Nacional da Indústria e Embaixada Britânica no Brasil. Acessado em 24/08/2022.

<http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/>

conteudo: [18/2014/04/09/6204/20140409104004610028i.pdf](http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/18/2014/04/09/6204/20140409104004610028i.pdf)

TORRES, E. e MACAHYBA, L. (2012). O Elo Perdido: O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas. São Paulo: IEDI.

TORRES, E.; MACAHYBA, L. e ZEIDAN, R. (2014). Restructuring Brazil's National Financial System. IRIBA Working Paper 06.

# ANEXO ESTATÍSTICO

**Quadro A1. Emissões do Mercado de Capitais e Desembolsos do BNDES (R\$ bilhões correntes)**

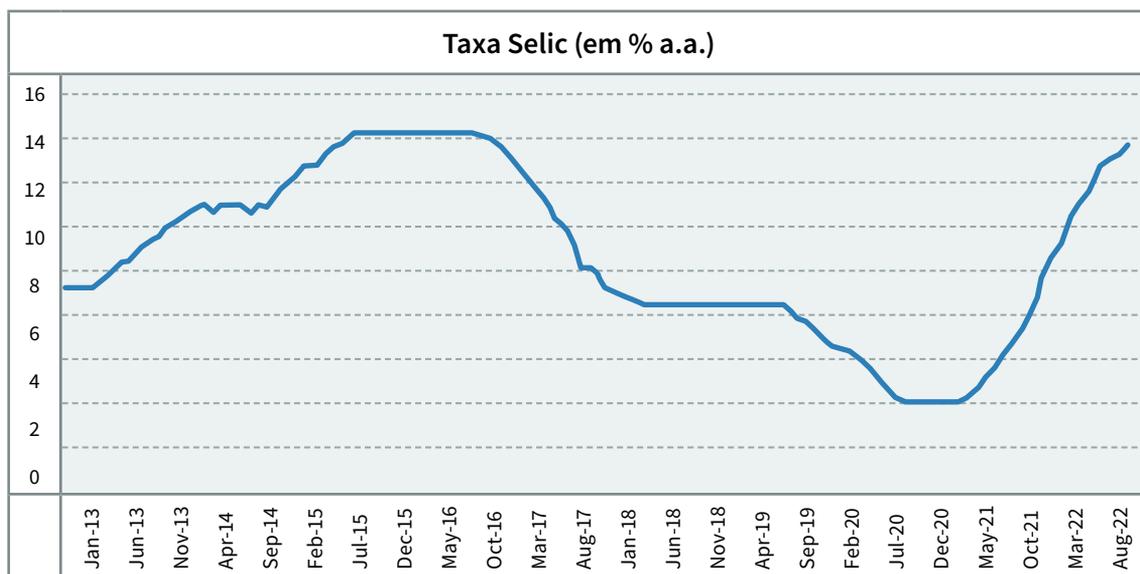
Ano	Debêntures	Ações	Outros	Total	BNDES Desembolsos	Debêntures Incentivadas*
2013	75,4	15,4	68,7	159,5	190,4	8,1
2014	64,9	18,3	77,9	161,2	187,8	6,8
2015	61,7	18,3	42,2	122,2	135,9	8,3
2016	64,1	8,8	54,7	127,6	88,3	6,3
2017	89,4	39,7	78,9	208,0	70,8	11,2
2018	151,2	13,6	87,9	252,7	69,3	25,9
2019	184,6	90,0	157,8	432,4	55,3	35,8
2020	121,1	119,3	140,1	380,5	64,9	29,8
2021	250,5	128,1	234,0	612,6	64,3	48,9
2022**	289,8	84,5	240,8	615,1	73,6	44,6

(\*) Debêntures Incentivadas estão também contidas nos dados da coluna de Debêntures.

(\*\*) Dados das emissões acumuladas em 12 meses até julho, à exceção do BNDES, que é referente a 12 meses até junho.

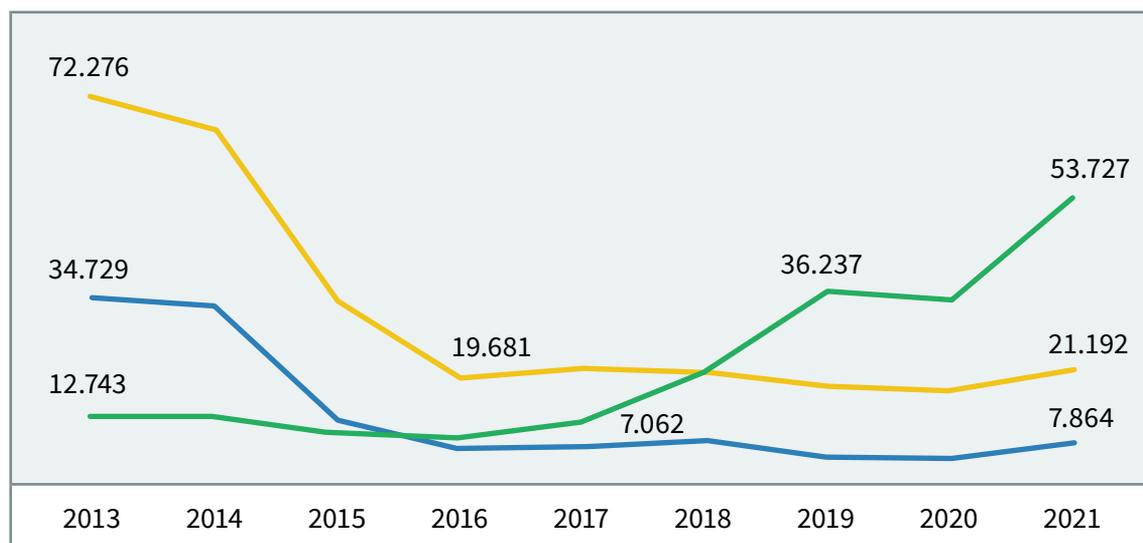
Fonte: ANBIMA e BNDES.

**Anexo A2. Evolução da Taxa Selic (Taxas mensais anualizadas)**



Fonte: Portal Brasil.

### Anexo A3. Evolução do Desembolsos da FINAME e das Concessões Livres para Automotivos para Pessoas Jurídicas (Em R\$ milhões)



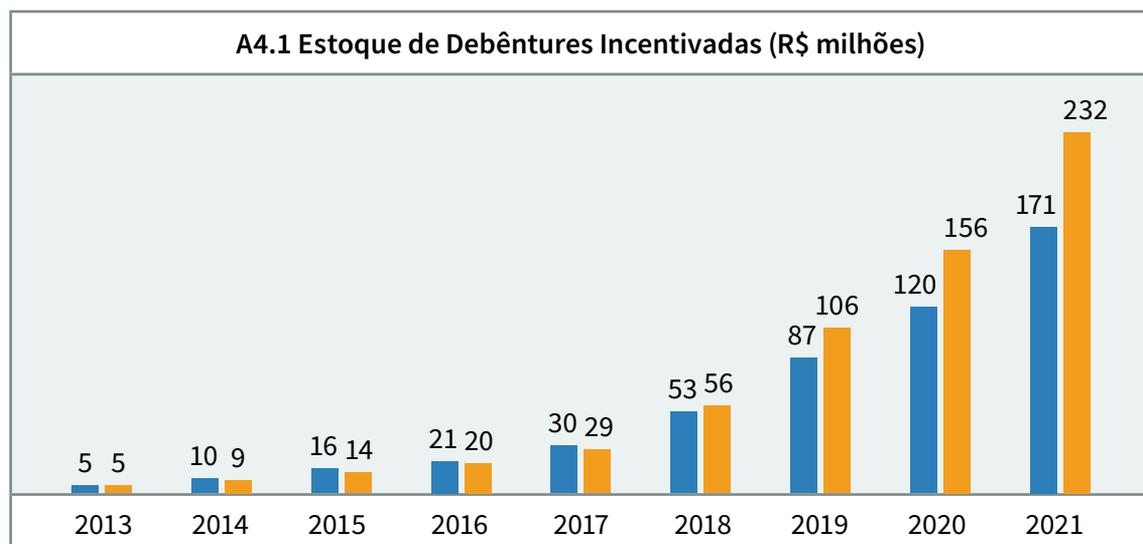
Finame Transporte —

Finame Total —

Fluxo Créd. Livre Auto —

Fonte: BNDES (2022) e Banco Central do Brasil (2022).

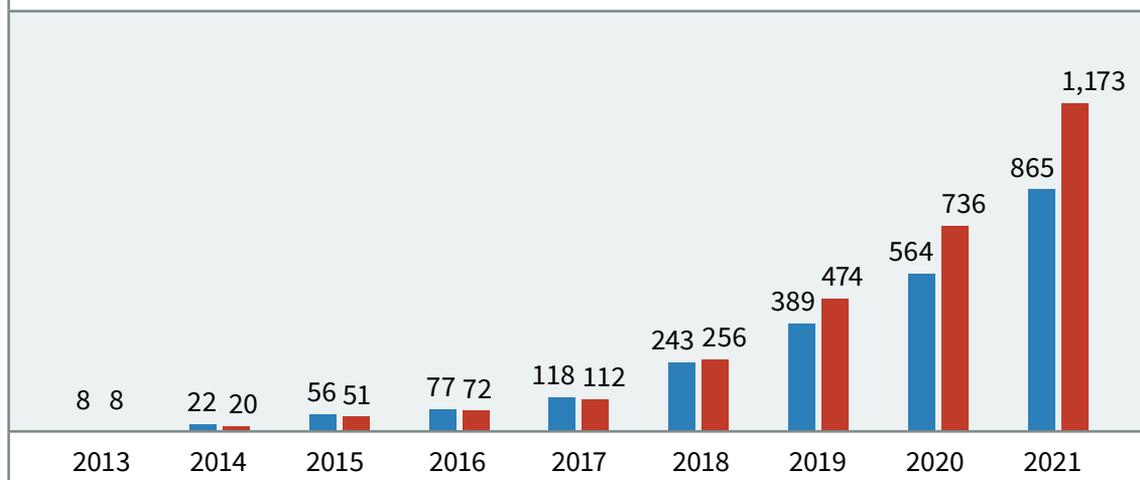
### Anexo A4. Evolução do Estoque e da Isenção de Imposto de Renda sobre os Juros das Debêntures Incentivadas



Infraestrutura —

Ind. Transformação —

Fonte: Ministério de Economia e IBGE (Infraestrutura) e Estimativa elaborada pelos Autores (Indústria de Transformação).

**A4.2 Isenção de Imposto de Renda das Debêntures Incentivadas (R\$ milhões)**Infraestrutura ■Ind. Transformação ■

Fonte: Elaboração dos Autores.











**FIESP**