



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Diana Senna Canongia

**O Crédito Corporativo no Brasil após 2011:**  
A ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa e seus problemas

Rio de Janeiro  
2023

Diana Senna Canongia

**O Crédito Corporativo no Brasil após 2011:**

A ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa e seus problemas

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Professor Doutor Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2023

## CIP - Catalogação na Publicação

C538c Canongia, Diana  
O Crédito Corporativo no Brasil após 2011: A ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa e seus problemas / Diana Canongia. -- Rio de Janeiro, 2023.  
60 f.

Orientador: Norberto Martins.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

1. Mercado de títulos de dívida corporativa. 2. BNDES. 3. Financiamento de Longo Prazo. I. Martins, Norberto, orient. II. Título.

DIANA SENNA CANONGIA

O CRÉDITO CORPORATIVO NO BRASIL APÓS 2011: A ASCENSÃO DO  
MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA E SEUS PROBLEMAS

Trabalho de conclusão de curso  
apresentado ao Instituto de Economia da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
como requisito para a obtenção do título  
de Bacharela em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 24/08/2023.

---

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

---

ANTÔNIO JOSÉ ALVES JR.  
Professor Dr. do Departamento de Ciências Econômicas da UFRRJ

---

FILIPE DE CASTRO VIEIRA  
Mestre em Economia pela UFF

## AGRADECIMENTOS

Por meio deste trabalho, encerro mais um ciclo da minha vida. Durante todo o meu ensino médio sonhei e lutei para que hoje pudesse estar me formando como economista da UFRJ. Desde 2018, tive a oportunidade de aprender economia em uma das melhores universidades do Brasil, por meio de um ensino público e gratuito de excelência e serei sempre grata por essa oportunidade.

Gostaria de agradecer, em primeiro lugar, aos meus pais, Marco e Margarida, por me fornecerem a base familiar e a educação fundamentais para que eu tivesse a oportunidade de exercer essa conquista. À minha irmã Deborah, agradeço por ser, para mim, o maior exemplo de mulher a ser seguido, que foi crucial para me motivar nessa trajetória. Ao meu irmão Diogo, dedico um agradecimento especial, não só por finalmente nos tornarmos colegas de profissão e faculdade, mas também por me guiar nessa jornada, desde quando perguntei “O que é Economia?” enquanto estava no ensino médio, até as ajudas e opiniões que me concedeu acerca desse trabalho. Aos meus cunhados Derick e Renata, obrigada por me apoiarem e vibrarem comigo em todas as minhas conquistas desde que entraram para a família.

Em seguida, agradeço aos amigos que a UFRJ me proporcionou – Claudio, Daniel, Felipe, Guilherme, Gustavo, José Otávio, Matheus, Pedro e Walmir -, pois sem vocês dentro e fora do campus da universidade, esse caminho não seria tão proveitoso. Em especial, agradeço a Rafaela pela amizade desde o primeiro dia e pela parceria e ajuda em todas as inúmeras aulas, provas e trabalhos que vivemos juntas. Agradeço a Camila pela amizade desde a escola e por dividir esse sonho comigo. Finalmente, não poderia deixar de mostrar gratidão por nesse período de graduação ter conhecido o Pedro, meu namorado e confidente há 5 anos. A ele agradeço por toda parceria e motivação imprescindíveis na minha jornada.

Por fim, ao meu orientador, Norberto, agradeço por todos os ensinamentos enquanto professor, mas principalmente por toda a paciência, atenção e dedicação diante deste trabalho. Aos demais professores, tenho imensa gratidão por todo aprendizado acadêmico e social que obtive em sala de aula.

## RESUMO

O desenvolvimento do mercado de crédito de longo prazo é fundamental para o crescimento de um país e, nesse contexto, o Brasil vem sofrendo diversas transformações. O ponto de partida deste trabalho é um mercado de crédito bastante limitado até os anos 2000, transitando para uma conjuntura em que o crédito ao setor privado inicia um crescimento acelerado principalmente por meio dos desembolsos do BNDES que assumiram papel protagonista nessa dinâmica até 2015. Contudo, a partir deste momento, com mudanças macroeconômicas e institucionais, o BNDES inicia seu período de decadência enquanto a economia passa a contar com o fenômeno de ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa. Esta monografia, portanto, se propõe a analisar essas transformações ao longo do tempo, sua magnitude e os fatores que as determinaram. Além disso, se mostra necessário o debate crítico em torno dessas mudanças de paradigma, a fim de identificar os impactos negativos que a decadência do BNDES somada a ascensão dos títulos de dívida corporativa podem trazer para o país.

**Palavras-chave:** Crédito de Longo Prazo; Títulos de dívida corporativa; Emissão de Debêntures; Desembolsos do BNDES; Mercado de Capitais; Lei nº 12.431/11; Financiamento.

## ABSTRACT

The development of the long-term credit market is essential for a country's progress, and in this context, Brazil has undergone several transformations. The starting point of this work is a credit market that was limited until the 2000s, when it transitioned into a situation where credit to the private sector began a rapid growth, mainly through disbursements from BNDES, which played a leading role in this dynamic until 2015. However, from that point forward, with macroeconomic and institutional changes, BNDES entered a period of decline while the economy witnessed the rise of the corporate debt securities market. This thesis, therefore, aims to analyze these changes over time, their magnitude, and the factors that drove them. Furthermore, a critical discussion about these paradigm shifts becomes necessary in order to identify the negative impacts that the decline of BNDES coupled with the rise of corporate debt securities can bring to the country.

**Keywords:** Long-term Credit; Corporate Debt Securities; Issuance of Corporate Bonds; Disbursements from BNDES; Capital Market; Law No. 12.431/11; Funding.

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias de 2005 a 2018 1T – em % do Total .....	23
<b>Gráfico 2:</b> Evolução do Mercado de Crédito Corporativo - % Total .....	24
<b>Gráfico 3:</b> Evolução do Crédito ao Setor Privado (Em % do PIB) .....	27
<b>Gráfico 4:</b> Desembolsos do BNDES até 2011 – em volume e percentual do PIB .....	28
<b>Gráfico 5:</b> Desembolsos do BNDES a partir de 2011 – em volume e em percentual do PIB ..	32
<b>Gráfico 6:</b> Evolução do IPCA e das Taxas de Juros: SELIC, TJLP e TLP (Em % ao ano) ....	34
<b>Gráfico 7:</b> Evolução da Emissão de Debêntures a partir de 2011 (em bilhões de reais e em percentual do PIB) .....	41
<b>Gráfico 8:</b> Emissão de Debêntures e Meta Selic (em bilhões de reais e em percentual ao ano).....	43
<b>Gráfico 9:</b> Emissão de Debêntures de Infraestrutura e sua participação nas emissões totais (bilhões de reais e em percentual) .....	47
<b>Gráfico 10:</b> Desembolsos do BNDES vs. Emissão de Debêntures por ano (em bilhões de reais).....	48
<b>Gráfico 11:</b> Prazo médio: operações BNDES vs. debêntures (anos) .....	50

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Estoque de Títulos Corporativos em Países Selecionados .....	29
<b>Tabela 2:</b> Prazo Médio das Debêntures (em anos) .....	43
<b>Tabela 3:</b> Número de clientes por ano .....	49

## **LISTA DE ABREVIAÇÕES E SIGLAS**

- Anbima: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
- BCB: Banco Central do Brasil
- BID: Banco Interamericano de Desenvolvimento
- BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
- CDI: Certificado de Depósito Interbancário
- CMN: Conselho Monetário Nacional
- CNI: Confederação Nacional da Indústria
- CVM: Comissão de Valores Mobiliários
- CRA: Certificado de Recebíveis do Agronegócio
- CRI: Certificado de Recebíveis Imobiliários
- FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo
- Febraban: Federação Brasileira de Bancos
- FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
- FIESP: Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
- FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos
- FIP: Fundos de Investimento em Participações
- FMI: Fundo Monetário Internacional
- IEDI: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial
- IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
- ITB: Instituto Talento Brasil
- LF: Letra Financeira
- MPME: Micro, Pequenas e Médias Empresas
- NTN-B: Notas do Tesouro Nacional série B
- PIB: Produto Interno Bruto
- PSI: Programa de Sustentação do Investimento
- SECOVI: Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo
- SELIC: Sistema Especial de Liquidação e Custódia
- TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo
- TLP: Taxa de Longo Prazo

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. A DECISÃO DE INVESTIR, O CIRCUITO DA DÍVIDA E A IMPORTÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO.....	15
2.1. A DECISÃO DE INVESTIR E SEUS DETERMINANTES.....	15
2.2. A IMPORTÂNCIA DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E O CIRCUITO DA DÍVIDA DE KEYNES:.....	17
2.2.1. A relação entre poupança e investimento nas visões clássica e keynesiana, e o papel das instituições financeiras .....	17
2.2.2. O circuito da dívida de Keynes .....	19
3. O PANORAMA GERAL DO MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL NOS ANOS 2000 E O PAPEL DO BNDES.....	22
3.1. O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E O PAPEL DO CRÉDITO NO BRASIL	22
3.2. O DESENVOLVIMENTO LIMITADO DO MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL ANTES DE 2011 .....	25
3.3. O PAPEL DO BNDES A PARTIR DE 2011 .....	30
3.4. BNDES - O PERÍODO DE PROTAGONISMO DE 2011 A 2014 E O INÍCIO DA DECADÊNCIA .....	33
3.5. BNDES - O PERÍODO DE DECADÊNCIA A PARTIR DE 2015: MAIOR ESTABILIDADE ECONÔMICA E A TLP.....	35
3.6. CONCLUSÃO.....	38
4. A ASCENÇÃO DO MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA .....	40
4.1. INTRODUÇÃO.....	40
4.2. MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVOS – DO ELO PERDIDO AO <i>BOOM</i> ..	40
4.2.1. Os debates acerca do mercado de títulos corporativos no início da década de 2010 e o desempenho das debêntures.....	40
4.2.2. A lei de incentivo 12.431/11 e outros avanços regulatórios.....	44

4.3. A NOVA CONJUNTURA: UMA SUBSTITUIÇÃO ENTRE BNDES E MERCADO DE CAPITAIS? .....	48
4.4. CONCLUSÃO.....	51
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS: .....	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	56

## 1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do cenário econômico brasileiro nas últimas décadas contou com transformações significativas nos padrões de financiamento das empresas. Um fenômeno que se destaca é a ascensão do mercado de títulos de dívida privada a partir de 2015, apesar de sua participação ínfima no início dos anos 2000. Esse avanço se deu por meio de transformações econômicas e incentivos governamentais e suas consequências devem ser avaliadas cuidadosamente.

O debate acerca das estruturas de funcionamento do financiamento de um país é fundamental na discussão sobre desenvolvimento econômico. Segundo Caprio e Demirguc-Kunt (1998), o aperfeiçoamento da oferta de crédito de longo prazo para empresas industriais é considerado prioridade na busca pelo crescimento de países desenvolvidos. Como colocam Torre e Schmukler (2007, p. 1-2):

Evidências empíricas crescentes sugerem que o desenvolvimento do financiamento não só está correlacionado com a saúde de uma economia, como de fato causa crescimento econômico e possui impacto positivo no alívio da pobreza e distribuição de renda. Logo, o melhor entendimento dos fatores relacionados ao desenvolvimento do mercado de capitais e as razões para o fracasso de esforços reformistas em muitas economias em desenvolvimento são capazes de fornecer importante orientação para os tomadores de decisões políticas.

Dessa forma, debater sobre as transformações sofridas pelos mercados de crédito e de capitais ao longo dos anos no Brasil é discutir o desenvolvimento econômico do país. Avaliar a trajetória e a importância das formas de crédito utilizadas no Brasil e os fatores que determinam suas variações é uma forma de direcionar futuras preocupações no que concerne o crescimento econômico brasileiro.

O panorama do crédito brasileiro de 1980 até 2003 era caracterizado pela semiestagnação (PAULA; ALVES JR., 2020). O ponto de partida nos anos 2000 era o de um mercado bastante limitado e, devido à importância do desenvolvimento dos mecanismos de financiamento para o crescimento de um país, o seu desenvolvimento se tornou central nas discussões daquela década. Estudos e instituições concluíram a prioridade que deveria ser dada a esse tema nas decisões políticas do período.

O desenvolvimento dos mecanismos de crédito no Brasil teve início por meio de iniciativas públicas. Primeiramente, por meio da modernização dos instrumentos de investimento em títulos públicos, foi possível desencadear uma evolução geral dos mecanismos de financiamento, tanto no setor público quanto no privado. Uma vez estabelecida uma base

mais moderna de instrumentos financeiros, e com um cenário macroeconômico favorável, foi possível notar o aumento do volume do crédito privado, conforme será analisado neste trabalho.

Nota-se que na virada da década de 2000 para a década de 2010, os desembolsos do BNDES figuravam como protagonistas – isso ocorreu desde o *boom* do crédito direcionado em 2009 até o início da decadência do banco de desenvolvimento em 2015, refletindo o papel anticíclico da instituição e as taxas de juros praticadas abaixo das outras opções no mercado. Enquanto isso, o governo também direcionava esforços para o incentivo aos títulos de dívida corporativa, por meio da flexibilização das regras de oferta pública, que facilitou a burocracia envolvida no processo de emissão de debêntures em algumas situações, e, principalmente, por meio da instituição das debêntures de infraestrutura, que, por meio de incentivo fiscal, buscavam estimular o investimento em infraestrutura através do crédito de longo prazo de mercado no Brasil.

Esses esforços, contudo, apenas demonstraram efeito relevante na composição do mercado de crédito brasileiro a partir de 2016, quando as condições macroeconômicas de inflação e taxa de juros se tornaram mais favoráveis para o mercado de títulos de dívida corporativa. Nesse contexto, o BNDES já havia iniciado sua decadência. Dessa forma, a partir de 2016, tem-se uma troca de protagonismo no crédito brasileiro: os desembolsos do BNDES dão lugar às emissões de debêntures.

A observação desse fenômeno a princípio pode gerar interpretações de que teria ocorrido uma substituição completa entre as duas fontes, ou seja, as demandas de crédito que antes eram atendidas pelos desembolsos do BNDES, a partir de 2016, estariam sendo atendidas pelo mercado de títulos de debêntures. Contudo, é crucial manter uma visão crítica a respeito dessa relação, uma vez que existem problemas nessa interpretação e potenciais impactos negativos para a economia brasileira envolvendo esse fenômeno.

O presente trabalho tem como objetivo analisar a trajetória do crédito de longo prazo no Brasil no período de 2011 a 2022, por meio do desempenho dos seus principais agentes: o BNDES e as debêntures. Em especial, analisa-se as variações nos volumes de emissões e desembolsos e suas participações no PIB ao longo do tempo, buscando compreender os fatores que contribuíram para a evolução desses indicadores, abarcando tanto questões macroeconômicas, como mudanças institucionais como as regras de incentivos à emissão de títulos de dívida corporativa. Por fim, ganhará destaque a problemática da substitutibilidade envolvendo o fenômeno ocorrido na dinâmica do crédito brasileiro nos últimos anos.

A hipótese dessa monografia consiste na ideia de que as mudanças macroeconômicas dos últimos anos, somadas a mudanças institucionais, foram responsáveis pela ascensão do

mercado de títulos de dívida corporativa no país. A retração do BNDES, em seu turno, tem papel limitado na explicação do fenômeno da ascensão do mercado de capitais no país. Além disso, esse fenômeno deve ser avaliado de forma crítica, uma vez que a decadência do BNDES gera impactos negativos sobre a economia brasileira.

A metodologia deste trabalho pode ser dividida em duas etapas. A primeira, de caráter teórico, consiste na análise da teoria keynesiana a respeito da decisão de investir, da importância do sistema financeiro nesse contexto e do circuito da dívida desenvolvido pelo autor. A segunda etapa consiste na análise empírica de dados acerca do tema, coletados de bases nacionais como Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Banco Central do Brasil (BCB) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Além dessa introdução, este trabalho se divide em quatro capítulos.

O Capítulo 2 se propõe a construir uma base teórica para o tema do trabalho, por meio da teoria keynesiana. Para isso, primeiramente será abordada a decisão de investir dos agentes e seus determinantes, a fim de entender os conceitos de expectativa de longo prazo e a preferência pela liquidez. Posteriormente, se mostra importante o entendimento das concepções clássica e keynesiana acerca dos conceitos de poupança e investimento, viabilizando a conclusão sobre a importância dos sistemas financeiros para o investimento. Por último, será explorado o circuito da dívida de Keynes, possibilitando a melhor compreensão dos mecanismos que envolvem esse processo.

O Capítulo 3 é dedicado à análise do panorama geral do crédito desde os anos 2000 até o início do seu desenvolvimento e o estabelecimento do BNDES como protagonista da época, estabelecendo a dinâmica de funcionamento do mercado de crédito da primeira metade da década de 2010. Serão analisados os esforços do governo na criação de instrumentos financeiros mais modernos para construir a base para o desenvolvimento do mercado de crédito no Brasil e o início do crescimento do crédito ao setor privado. Além disso, a função do BNDES e as condições de crédito oferecidas por ele serão examinadas, a fim de concluir os motivos pelos quais os desembolsos do banco de desenvolvimento assumirem papel de destaque no mercado de crédito brasileiro. Por fim, serão analisadas as mudanças sofridas pelo BNDES, como a instituição da TLP (Taxa de Longo Prazo) e as mudanças de cenário macroeconômico que levaram a redução da competitividade dos seus créditos e início de sua decadência a partir de 2015.

O Capítulo 4, por sua vez, é responsável por revelar a participação do mercado de títulos de dívida corporativa nesse cenário. A trajetória dessa modalidade de crédito tem o ponto de partida a caracterização de um “Elo Perdido” no desenvolvimento brasileiro, conforme Torres

e Macahyba (2012). Os esforços públicos de incentivos por meio da regra de ofertas públicas com esforços restritos e, principalmente, a instituição das debêntures incentivadas e de infraestrutura foram responsáveis por criar o ambiente institucional capaz de sustentar uma aceleração das emissões de debêntures. Contudo, foi apenas a partir da queda das taxas de juros da economia e estabilização da inflação que foi possível notar, de fato, a ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa, na segunda metade da década.

Ainda no Capítulo 4, são expostos os cinco fatores que devem ser analisados diante desse processo de decadência do BNDES em paralelo à ascensão das debêntures, a fim de avaliar criticamente o ocorrido e entender os possíveis impactos negativos envolvendo esse evento. Os fatores a serem explorados são: o perfil dos tomadores de crédito de cada segmento; a destinação dos recursos captados pelas empresas a partir de cada instrumento; os prazos associados ao crédito concedido; a diferença na sensibilidade ao ciclo econômico; e os incentivos fiscais associados.

Finalmente, a conclusão retoma os principais pontos analisados no trabalho e levanta propostas e preocupações que devem existir acerca do mercado de crédito brasileiro ao longo dos próximos anos.

## 2. A DECISÃO DE INVESTIR, O CIRCUITO DA DÍVIDA E A IMPORTÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO

### 2.1. A DECISÃO DE INVESTIR E SEUS DETERMINANTES

Segundo Keynes (1973), o nível de investimento determina a dinâmica e o desempenho da economia, além de determinar o ritmo da acumulação de capital. A decisão de investir assume uma posição fundamental nas decisões econômicas. Além disso, o autor determina que o investimento é o componente mais instável da demanda agregada e, por isso, grande responsável por variações na renda e no emprego.

A decisão de investir é associada a diversas formas de risco e incerteza. Isso porque, segundo Fernandes (2020), duas características principais afetam essa decisão. A primeira é o caráter irreversível do investimento, pois uma vez que o investimento é realizado, caso a empresa decida por abortá-lo, o gasto realizado até então será considerado como um custo afundado. O segundo se refere à possibilidade de as firmas postergarem sua decisão a fim de esperar por melhores circunstâncias de mercado ou até esperar por novas informações de preços e custos, antes de comprometer os recursos através do investimento.

De modo geral:

o volume de investimento depende da relação entre a taxa de juros e a curva da eficiência marginal do capital correspondente aos diferentes volumes de investimento corrente, ao passo que a eficiência marginal do capital depende da relação entre o preço de oferta de um ativo de capital e a sua renda esperada. (KEYNES, 1996, p. 159)

O conceito de eficiência marginal do capital de Keynes pode ser entendido como o retorno esperado de um capital. Ou seja, se refere a quanto o agente espera obter de renda a partir de certo capital em comparação com seus custos. O estado da expectativa de longo prazo foi o termo utilizado por Keynes para explicar a expectativa psicológica dos agentes e é determinante para a eficiência marginal do capital considerada pelas firmas na decisão de investir. Esse estado leva em consideração as mudanças do tipo e da quantidade do estoque dos bens de capital, as preferências dos consumidores, a intensidade da procura efetiva nos diversos períodos da vida do investimento considerado e as variações da taxa de salário em termos nominais que podem ocorrer durante o respectivo período.

Já a taxa de juros é definida como a:

recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre

uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comando da moeda em troca de uma dívida. (KEYNES, 1996, p. 174)

Ela é determinada por meio da interação da oferta de moeda (influenciada pela autoridade monetária) e da demanda por moeda (influenciada pela preferência pela liquidez e nível de atividade econômica).

Dessa forma, o conceito de prêmio de liquidez surge como a taxa paga aos agentes que decidem por abrir mão da liquidez em troca de algum título, isto é, o preço que rege a troca entre as formas líquida e menos líquida de reter riqueza. A preferência pela liquidez, portanto, se torna o nível pelo qual os agentes estão dispostos a renunciar a segurança que guardar a riqueza em forma de moeda fornece. Assim, é um resultado da noção de incerteza dos agentes. (Carvalho, 2015).

A composição do portfólio dos agentes, portanto, dependerá do prêmio de liquidez ligado a reserva de moeda, que é o ativo com liquidez máxima na economia. A composição é resultado da diversificação da carteira entre diferentes formas de ativo, como ações, títulos de dívida, bens de capital. Importante destacar que dentre as opções, apenas esta última é capaz de gerar expansão da produção.

Ou seja, a decisão por investir ocorre quando a eficiência marginal do capital entendida pelo agente é superior à taxa de juros (recompensa pela renúncia à liquidez), que configura o custo de oportunidade da decisão. De modo geral, Fernandes (2020) resume que as decisões de investimento são influenciadas pelo estado de expectativa empresarial e por sua preferência pela liquidez em um contexto de incerteza:

Para Keynes, um desempenho econômico favorável, com maior otimismo e menor percepção de incerteza, eleva a renda esperada dos ativos de capital, reduzindo, portanto, a demanda por moeda e outros ativos líquidos e estimulando o investimento produtivo, tratado de forma simplificada como a demanda por bens de capital. (FERNANDES, 2020, p.17)

## 2.2. A IMPORTÂNCIA DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E O CIRCUITO DA DÍVIDA DE KEYNES:

### 2.2.1. A relação entre poupança e investimento nas visões clássica e keynesiana, e o papel das instituições financeiras

Uma vez que a decisão de investir é tomada, é necessário um período de maturação até que o investimento passe a gerar renda, porém, os fatores de produção precisam ser pagos antes do fim desse tempo. Nesse contexto, é possível entender a importância do financiamento na viabilização das decisões de investimento. Os recursos de financiamento, por sua vez, podem ser originados de fontes internas ou externas, fazendo com que a decisão de investimento também inclua uma decisão de estrutura de passivo (Minsky, 1986).

Ainda, segundo Minsky (1986), a necessidade do financiamento para realização do investimento é responsável por gerar obrigações financeiras que as empresas devem cumprir e, portanto, se tornam fatores relevantes na composição dos custos das firmas. Assim, o financiamento do investimento é um componente relevante na determinação do preço de oferta dos produtos.

Nesse contexto, é importante avaliar a relação entre poupança e investimento e as conclusões para o papel do sistema financeiro a partir dessa discussão. Para isso, serão analisadas as visões clássica e keynesiana acerca desse tema. A concepção clássica determina que a poupança precede o investimento, enquanto o pensamento keynesiano afirma o contrário, isto é, que o investimento precede e determina a poupança.

Um dos autores pioneiros da visão clássica foi Adam Smith, que determinou a decisão de poupar ou consumir dos agentes seria resultado de uma motivação psicológica dos mesmos (SMITH, 2003). Essa concepção foi expandida por John Stuart Mill, que afirmou que além do caráter individual, o contexto geral da sociedade e da civilização também seria fator relevante na decisão (MILL, 1986). A decisão de poupar ou consumir é importante nesse contexto, uma vez que determina o nível dos recursos poupados que poderão ser (re)investidos em capital capaz de expandir a capacidade produtiva das empresas.

Assim, é possível identificar que, se, nessa visão, condições psicológicas definem o patamar dos recursos poupados, que, por sua vez, definem o nível de investimento, logo, o pensamento clássico determina que a poupança precede e determina o investimento em uma economia. Nesse cenário, as instituições financeiras funcionam como um intermediário entre

os poupadore e os tomadores de empréstimo, importantes dado que são inseridas em uma economia marcada pela imperfeição de informações.

A visão convencional sobre a relação entre financiamento e crescimento sustenta que o sistema financeiro é um intermediário neutro de recursos na economia. Sua existência seria justificada principalmente por seu papel de diversificar as oportunidades entre poupadore e investidores, minimizar os custos de agenciamento entre emprestadores e tomadores, e de mitigar os efeitos dos custos de informação e de transação no processo de intermediação. (FERNANDES, 2020, p.21)

Nesse contexto, na concepção clássica, a função do sistema financeiro seria relacionada a alocação dos recursos poupadore entre as oportunidades de investimento existentes, fazendo com que atuem como transformadores de maturidade, ao “converterem” depósitos (de maturidade mais curta) em empréstimos (de maior maturidade).

Keynes, por sua vez, inverte essa relação e determina que o investimento precede e determina a poupança. Isso porque, segundo Valente (2006), um agente que toma a decisão de investir necessita de meio de pagamento para dar início ao ciclo de investimento (obtenção dos novos meios de produção) e, para isso, dispõe de três opções: utilização de moeda previamente acumulada; emissão de obrigações; contração de empréstimo bancário. A última opção é fundamental nessa discussão, uma vez que os bancos têm capacidade de criar meios de pagamento.

O agente que decide por investir devido a suas expectativas de longo prazo e o faz por meio de empréstimo bancário, obtém recursos para inicializar o seu ciclo de investimento por meio da emissão de moeda do banco e não por meio de poupança prévia. Dessa forma, a capacidade dos bancos de gerar liquidez descarta a necessidade de pré-existência de recursos poupadore, tornando inválida a afirmação de que a poupança precede o investimento.

Nesse contexto, a atividade bancária se mostra fundamental na economia, uma vez que consiste na criação de liquidez ao invés de se limitar apenas à transferência de recursos entre agentes superavitários e deficitários. Segundo Studart (1995, p. 6; tradução própria): “o investimento pode ser financiado por ‘moeda nova’, tanto quanto por transferência de poupança prévia de moeda”.

De acordo com De Paula (2014), baseando-se nessa visão keynesiana, o sistema financeiro teria duas funções ambíguas. A primeira consiste na função de provedor de liquidez para o mercado, permitindo o investimento e, portanto, o crescimento econômico. A segunda consiste no fato de possuir participação em especulações dos mercados financeiros, que apesar de possuírem papel importante na geração de liquidez no mercado secundário, tem

consequências de desestabilização dos mercados. Ou seja, por um lado o sistema financeiro contribui para o crescimento econômico e, por outro, é responsável por desestabilizações de mercado.

### 2.2.2. O circuito da dívida de Keynes

Para melhor entendimento do papel do sistema financeiro no investimento e no crescimento econômico, Keynes (1937) sugere um circuito dividido em duas etapas: *finance*, que diz respeito à obtenção de recursos líquidos para início do processo de investimento, e *funding*, referente à poupança *ex post* alocada para quitar as dívidas de curto prazo (reestruturação de passivo).

A primeira etapa (*finance*) se refere ao ponto de partida do investimento, em que há necessidade de recursos capazes de cumprir com os gastos necessários para realização efetiva da expansão dos meios de produção da firma. Essa etapa consiste na obtenção desses recursos por meio do sistema financeiro e é nesse momento que ocorre a criação de moeda por meio dos bancos, caso seja esta a opção levada a cabo pelo investidor. Essa criação de meio de pagamentos prova que não há necessidade prévia de poupança.

O *funding* configura a segunda etapa (lógica) desse circuito, num contexto de maturação do investimento e maior confiança e previsibilidade aceca da firma tomadora de empréstimo. Isso se dá, pois com a evolução do investimento realizado por meio de novos equipamentos e contratações de novos trabalhadores, é possível contar com maiores retornos esperados e com menos incerteza envolvida. Esse momento do circuito permite a geração de uma poupança *ex post* ocasionada pela expansão da produção, permitindo a quitação das dívidas de curto prazo. Ou seja, a etapa de *funding* é o processo de transformação de dívidas de curto prazo em obrigações de longo prazo:

O crédito de longo prazo, geralmente, é usado para adquirir capital fixo, equipamentos etc. Já o crédito de curto prazo, tende a ser utilizado com a finalidade de capital de giro, como salários, inventário e desequilíbrios sazonais. (...) Ou seja, as firmas tendem a compatibilizar a maturidade de seus ativos e passivos; apenas firmas com ativos de longo prazo tenderão a dispor de dívidas com estrutura de maturidade mais alongadas. (CAPRIO; DEMIRGUÇ-KUNT, 1998, p. 175, tradução própria)

Dessa forma, a partir da obtenção do financiamento para o investimento por meio de empréstimos bancários (*finance*), as firmas, devido ao multiplicador da renda, obtêm uma

poupança *ex post* capaz de ser canalizada para o mercado financeiro no momento de *funding*, consolidando a dívida de curto prazo das empresas investidoras, adequando seus passivos.

Importante ressaltar que esse esquema de circuito da dívida apresentado por Keynes foi pensado diante de um sistema financeiro do modelo anglo-saxão, que conta com especialização institucional de modo em que os bancos comerciais exercem o papel de criadores de *finance*, enquanto o mercado de capitais realiza função de *funding*. Assim, tem-se uma dicotomia entre os bancos que permitem a liquidez necessária para o início do processo de investimento, de modo que as demais instituições do mercado, como bancos de investimento, atuam no auxílio do processo de financiamento, por meio da subscrição dos títulos das firmas investidoras ou até mantendo títulos das empresas investidas em carteira.

Contudo, se analisarmos outras experiências históricas segundo, Fernandes (2020), essas duas funções representadas nesse modelo de especialização institucional, geralmente se concentram na figura dos bancos universais. Por outro lado, para Carvalho (1997), a estrutura financeira especializada não é condição para a validade do circuito *finance-funding*. Ou seja, para o autor, qualquer economia capitalista o processo de investimento segue esse mecanismo, pois diferentes formas de funcionamento do sistema financeiro são capazes de permitir que as duas etapas do circuito sejam cumpridas.

Além disso, Fernandes (2020) discorre sobre as vantagens mais importantes do mercado de capitais:

As duas vantagens mais importantes do mercado de capitais seriam: a redução do custo de intermediação, no que diz respeito à diminuição do risco de crédito, e o aumento do prêmio de liquidez dos instrumentos financeiros, reduzindo o retorno monetário oferecido por tomadores e emprestadores. Assim sendo, a expansão do mercado de capitais pode contribuir para reduzir o custo de capital para tomadores, especialmente empresas do setor produtivo. (FERNANDES, 2020, p.27)

De Paula e Faria Jr. (2012) destacam que, acerca dessa capacidade de redução de custos do mercado de capitais, a gestão política econômica deve agir de modo a estabilizar e viabilizar taxas de juros mais baixas para estimular o crescimento da demanda agregada e, portanto, do retorno das empresas.

Outro autor que discorre sobre o papel do sistema financeiro na economia é Hyman Minsky, através do seu conceito de restrição de sobrevivência. Segundo Torres (2020), Minsky determinou que as empresas vivem constantemente submetidas a chamada restrição de sobrevivência, isto é, todas os agentes econômicos devem cumprir com obrigações com o Estado, devem pagar imposto, dívidas e rendas contratadas na moeda emitida pelo poder

público e, em caso de descumprimento, as empresas correm risco de falência ou penúria. Esse conceito, segundo o autor, é tão importante quanto a busca pelo lucro em uma companhia.

As firmas, portanto, estão inseridas em um cenário que contém incertezas e fragilidades. O fluxo de caixa delas nesse contexto, exercem papel diferenciado, uma vez que é através dele que se pode garantir a sobrevivência:

No contexto das finanças, o elemento mais básico da economia é o fluxo de caixa e a restrição mais básica no comportamento de qualquer agente econômico é a ‘restrição de sobrevivência’, que exige que as saídas do caixa não ultrapassem as entradas. (MEHRLING, 1999, p.139)

Nesse contexto, para manutenção de um fluxo de caixa saudável, a firma pode fazer uso de recursos próprios ou de terceiros. A última opção consiste na utilização de instrumentos financeiros para adquirir empréstimos que viabilizem a estabilização do fluxo de caixa, reduzindo a fragilidade da firma diante da restrição de sobrevivência. Esse mecanismo é uma outra forma de compreender o circuito *finance-funding* de Keynes.

Ou seja, segundo Torres (2020), existem duas modalidades de instrumentos que possibilitam a administração da restrição de sobrevivência: os de realocação e os de flexibilização. O caso da realocação exige acumulação de capital prévia, para que o capital esteja disponível para possíveis demandas imprevistas de dinheiro. Já os mecanismos de flexibilização se referem à etapa de *finance* no circuito da dívida de Keynes, pois pressupõem a criação de meios de pagamento por parte dos bancos como meio para flexibilização. Assim, empresas possuem um leque de opções para as quais recorrem na administração da restrição da sobrevivência.

Dessa forma, por meio do conceito da restrição da sobrevivência de Minsky, é possível identificar uma nova visão para o entendimento da importância do sistema financeiro para o crescimento econômico: flexibilização da restrição de sobrevivência. Assim, viabiliza não só o cumprimento das obrigações às quais as firmas estão sujeitas, mas também, a decisão de investimento sem a necessidade de uma poupança prévia.

### 3. O PANORAMA GERAL DO MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL NOS ANOS 2000 E O PAPEL DO BNDES

#### 3.1. O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E O PAPEL DO CRÉDITO NO BRASIL

Segundo Keynes (1996), o nível de investimento de um país é determinante para seu desenvolvimento econômico. Ao decidir investir, as empresas precisam também decidir acerca da composição de seu capital resultante do estado de expectativa empresarial e da preferência pela liquidez dos agentes. Isso porque, a captação de recursos é necessária para que seja possível a expansão da produção, investimento em novos equipamentos, contratação de novos funcionários e, assim, aumento dos lucros e desenvolvimento econômico. Ou seja, a mobilização de recursos financeiros é essencial para o investimento e, por consequência, para o crescimento das empresas e do país.

Para tal propósito, segundo Pinto Junior (2013), as empresas podem recorrer a quatro diferentes fontes de financiamento a fim de adquirir os recursos necessários para seus projetos de investimento: reinvestimento dos lucros retidos (autofinanciamento); emissão de ações (captação de recursos dos acionistas); emissão de títulos financeiros (mecanismos de financiamento direto); e empréstimos bancários (mecanismos de financiamento indireto). Os dois primeiros recursos se referem à utilização do capital próprio da empresa, enquanto os outros dois recursos são utilização de capital de terceiros no financiamento. Cada uma das opções está sujeita a diferentes níveis de custos, riscos e taxas de retorno associadas, bem como diferentes implicações em termos de controle e administração das firmas.

O autofinanciamento consiste na empresa financiar seus projetos de investimento por meio dos seus lucros retidos previamente, fazendo com que ela não tenha obrigação de pagar juros ou dividendos a acionistas ou credores. Contudo, a empresa mostra-se limitada ao tamanho das poupanças que foi capaz de acumular e reter ao longo do tempo.

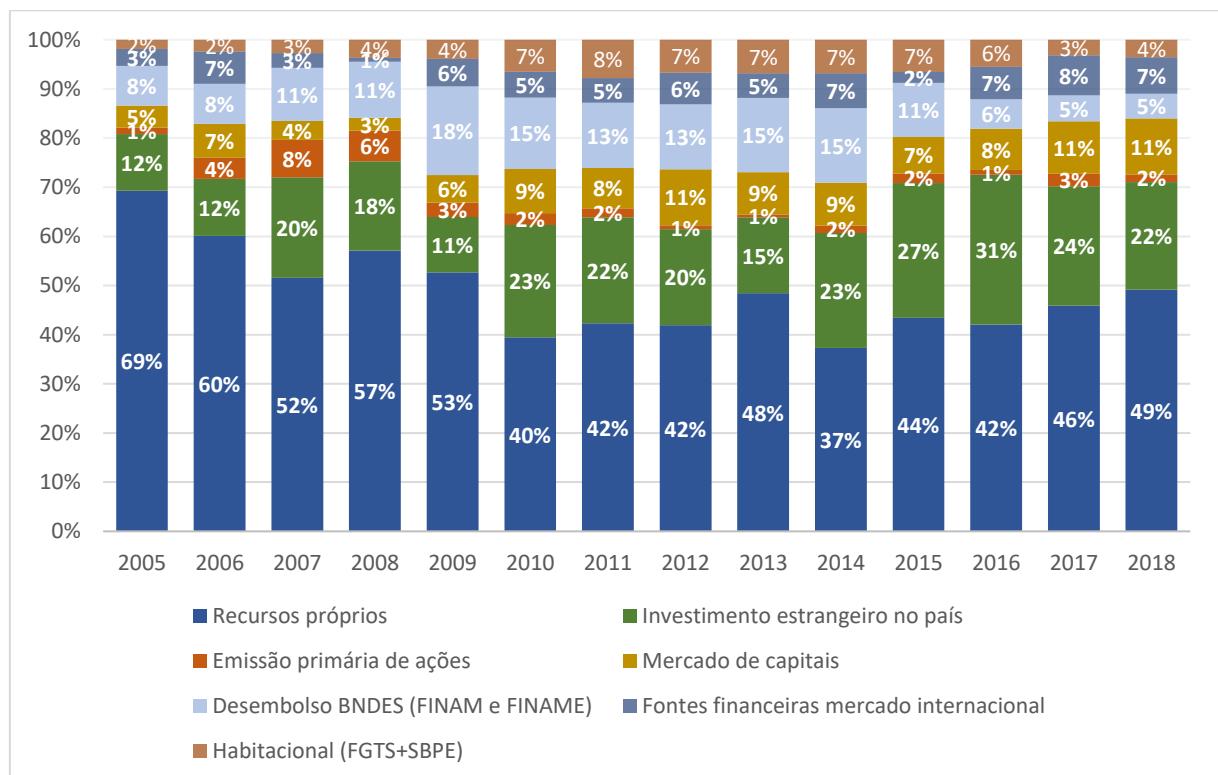
A emissão de ações consiste na captação de recursos por meio de acionistas, que, ao adquirirem parte da empresa, se tornam sócios do empreendimento. Por isso, embora na prática a emissão de ações possa consistir em uma captação de recursos de novos sócios – portanto, de terceiros aos olhos dos sócios originais –, ainda configura como uma forma de utilização de capital próprio. Para tal, a empresa deve assumir uma série de obrigações e custos, com divulgação de informações e auditoria, bem como com o pagamento de dividendos aos acionistas.

A emissão de títulos financeiros, como as debêntures, são uma forma de captação de recursos a partir do capital de terceiros, na forma de um título de dívida, com a obrigação amortizar o principal ao longo de um tempo previamente determinado, somando as despesas com juros. Trata-se de uma forma de obter recursos de terceiros sem renunciar de parte da empresa (ou a seu controle), além de (em teoria) representar a possibilidade de acesso a uma grande quantidade de investidores.

Já os empréstimos bancários são uma opção de financiamento em que a empresa adquire recursos por meio de credores externos, os bancos, em troca do pagamento de amortização e juros. Também configura como captação de recursos de terceiros mantendo propriedade da empresa, mas geralmente é associada a um ou poucos credores<sup>1</sup>.

Cada forma de captação de recursos abordada anteriormente possui seus benefícios e seus custos. Historicamente, o Brasil demonstra priorizar a utilização de lucros retidos, ou seja, autofinanciamento. Tal informação pode ser observada no Gráfico 1.

**Gráfico 1:** Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias de 2005 a 2018 1T – em % do Total



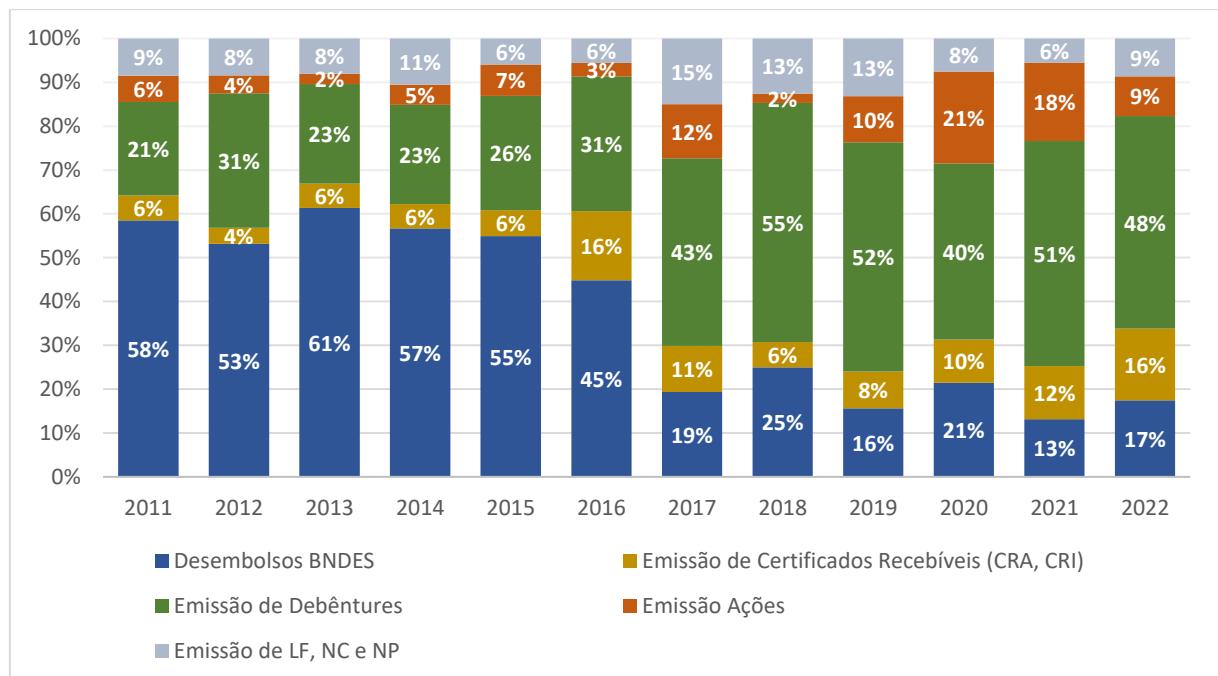
Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Fernandes (2020, p.59).

<sup>1</sup> Esses empréstimos podem ser securitizados pela instituição credora, mas isso não altera a disposição de recursos da empresa que tomou os recursos.

Para entender essa característica, o ambiente macroeconômico brasileiro ao longo desses anos é determinante. Segundo Torres e Macahyba (2012), o cenário brasileiro é marcado por crises e níveis de inflação muito elevados ao longo dos anos, gerando incertezas e inseguranças, tornando as fontes externas de financiamento pouco atrativas. Como resultado, nota-se um padrão de financiamento de investimentos no Brasil centrados nos recursos próprios. Contudo, segundo o Gráfico 1, a utilização de autofinanciamento reduziu de 69,2% em 2005 para 49,2% em 2018, revelando alguma mudança no padrão de financiamento das empresas no Brasil.

Assim, com a crescente perda de protagonismo do autofinanciamento nos investimentos brasileiros, este trabalho focará na trajetória ao longo dos anos das opções de financiamento das empresas por capital de terceiros: empréstimos bancários e emissão de títulos financeiros. Assim, serão analisados os principais agentes dessas modalidades de crédito e suas perdas ou ganho de destaque ao longo dos anos.

**Gráfico 2: Evolução do Mercado de Crédito Corporativo - % Total**



Fonte: BNDES e Anbima. Elaboração Própria.

Como pode ser observado no Gráfico 2, desde 2011, as duas fontes de financiamento com maior protagonismo no mercado de crédito brasileiro são desembolsos do BNDES e emissão de debêntures. Além disso, nota-se também que o padrão vem sofrendo uma inversão:

o peso do BNDES caiu de 58% em 2011 para 17% em 2022, enquanto as emissões de debêntures saíram de 21% em 2011 para 48% em 2022.

O papel central do BNDES até 2015 e o seu desmonte até recentemente serão melhor analisados no próximo capítulo. Para isso, será explorado o papel desempenhado pelo banco no país e as suas políticas ao longo dos anos que contribuíram para seu protagonismo no início da década e, posteriormente, mudanças que deram início ao seu declínio.

Por outro lado, o caminho de ascensão vem sendo notado no comportamento da emissão de debêntures no Brasil. O cenário econômico de incertezas ao longo dos anos no país foi determinante para que esse produto financeiro fosse chamado de “elo perdido” por Torres e Macahyba (2012). A expressão refere-se ao fato de que, no início da década de 2010, as emissões de debêntures tinham uma participação muito pequena no mercado de crédito brasileiro, não tendo acompanhado o processo evolutivo que se disseminou no sistema financeiro do país desde os anos 2000.

Para avaliar a trajetória dos títulos de dívida corporativa no Brasil, além do volume de dívida contraída, será importante observar os prazos dos títulos ofertados neste mercado. Isso porque o alongamento dos prazos das dívidas ao longo do tempo funciona como um indicador de aprofundamento do mercado de capitais, pois tem a ver com estabilidade e previsibilidade tanto da economia, quanto das empresas.

### 3.2. O DESENVOLVIMENTO LIMITADO DO MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL ANTES DE 2011

Para cumprir o objetivo deste trabalho e avaliar a ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa e a decadência do BNDES, é importante analisar o contexto anterior a 2011. Isso porque, até os anos 2000, o mercado de crédito brasileiro era bastante limitado e seu desenvolvimento teve início a partir de medidas públicas, conforme será analisado.

A importância dessa discussão sustenta na ideia de que quando fluxos de caixa calculáveis e previsíveis se somam a economias consistentes e com baixo risco país, os agentes reconhecem um cenário com menos incertezas e assumem prazos mais longos em suas carteiras. Ou seja, mercados de crédito bem estruturados e modernizados, com prazos mais longos, possuem forte relação com o desenvolvimento econômico de um país (Levine, 1997).

Segundo Torres e Macahyba (2022), uma evidência disso é que, após a Crise da Ásia em 1998, os países asiáticos, que contavam com uma dependência econômica de financiamentos em moedas estrangeiras e um mercado interno de capitais pouco desenvolvido,

sofreram um choque especulativo e acabaram por paralisar transações em moeda estrangeira, contraindo algumas das fortes economias asiáticas. Este cenário, porém, teria sido evitado ou minimizado caso essa região contasse com mercados de dívidas em moeda local desenvolvidos e com prazos mais alongados, ou seja, um cenário menos incerto.

Assim, agências internacionais como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Interamericano de Desenvolvimento reconheceram a importância de fortalecer os mercados de dívidas. No Brasil, a Crise da Ásia também serviu como incentivo ao desenvolvimento de mecanismos financeiros de prazos mais alongados, fazendo com que os anos 2000 contassem com políticas de incentivo à estruturação e modernização do mercado de títulos públicos, através de reformas financeiras comandadas pela Secretaria do Tesouro Nacional.

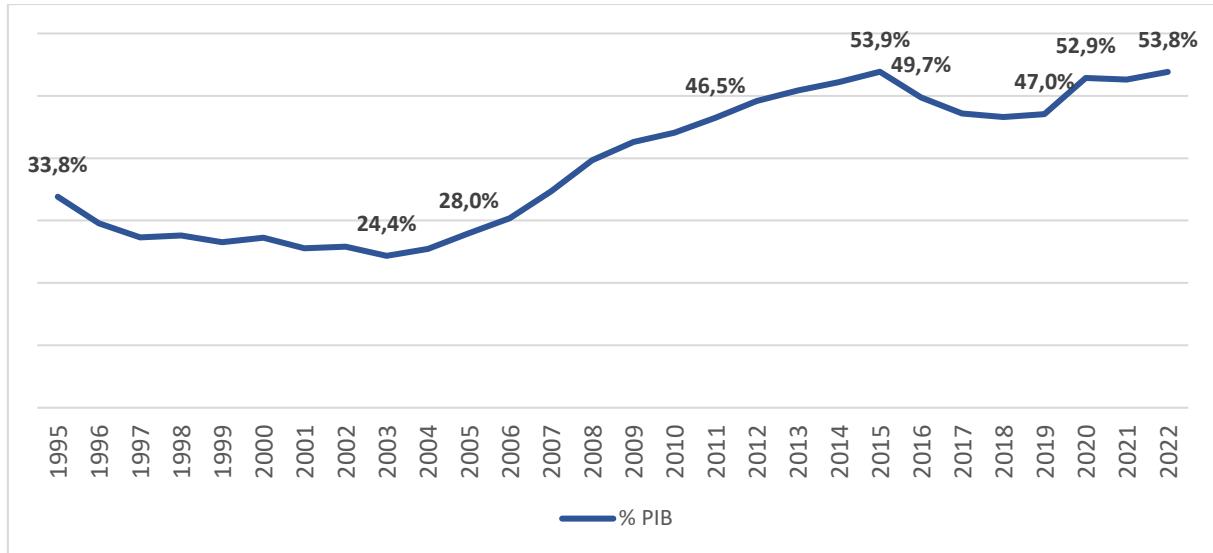
Essa estratégia brasileira de desenvolvimento se apoiava na experiência internacional, em que o desenvolvimento da estrutura de mercado de títulos públicos formaria uma base para o desenvolvimento de outras fontes privadas de financiamento. Dessa forma, a estruturação e modernização do mercado de títulos públicos seria uma forma do governo permitir o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo no Brasil (Torres e Macahyba, 2022).

Esse incentivo ocorreria, visto que uma estrutura institucional e organizada de títulos públicos determinaria a taxa *risk free* do mercado, por meio da taxa básica de juros operada pelo governo. Dessa forma, os agentes se deparariam com riscos homogeneizados por meio de uma estrutura a termo de juros de referência, permitindo que se tenha maior entendimento das opções existentes no mercado e facilitando a tomada de decisão de composição da carteira. O mercado de dívida pública funcionaria, portanto, como base para o desenvolvimento da dívida privada.

Nesse sentido, ao longo da década de 2000, o mercado de títulos públicos já havia ultrapassado uma modernização institucional bem-sucedida. Assim, uma vez em que se estabelecesse essa base, Torres e Macahyba (2022) afirmam que dado um cenário econômico favorável com níveis de inflação controlados e juros baixos, poderia se esperar o transbordamento do processo de evolução dos títulos públicos para os títulos de dívida privada.

Conforme observado no Gráfico 3, a partir de 2004, o nível do crédito ao setor privado de fato inicia uma trajetória de crescimento acelerado, como consequência de um cenário de estabilidade de preços, uma âncora fiscal a partir de 1999 e maior estabilidade cambial também (Torres, Macahyba, 2012).

**Gráfico 3:** Evolução do Crédito ao Setor Privado (Em % do PIB)

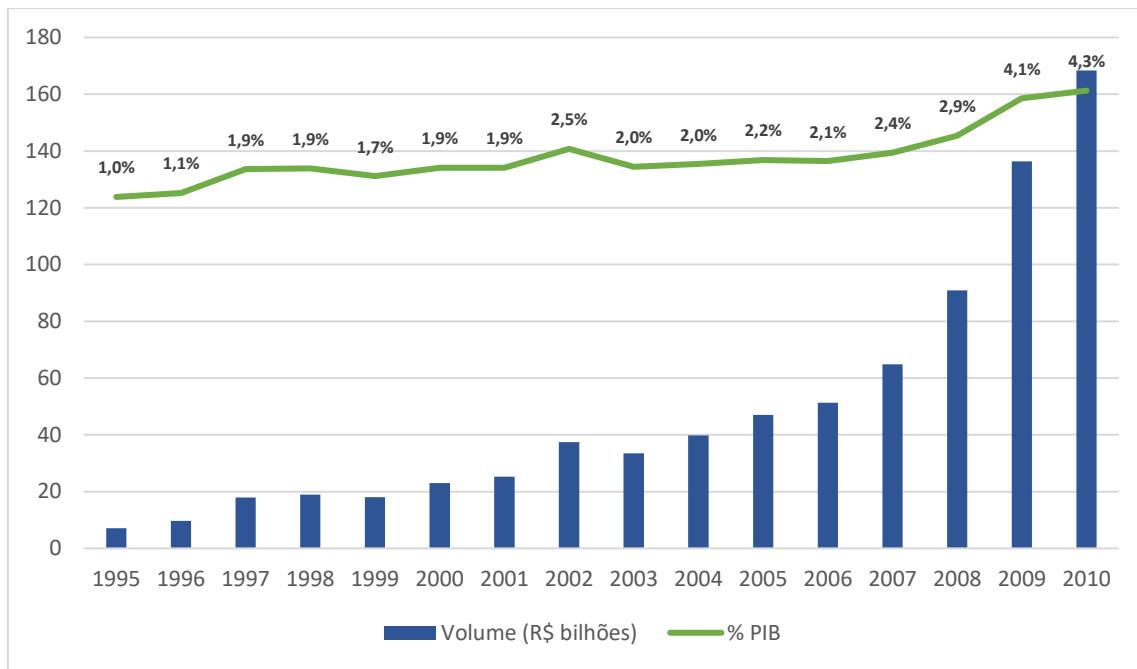


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Contudo, conforme será mais bem analisado ao longo deste trabalho, até 2016 os mecanismos de crédito privado ainda se caracterizavam pela oferta escassa, curto prazo e alto custo. Assim, a evolução do crédito ao setor privado (Gráfico 3) ainda era sustentada pela dívida pública, cujo mercado havia ampliado por meio das medidas governamentais e que permitiu o financiamento de medidas anticíclicas adotadas nesse período. Isso ocorreu por meio de mecanismos públicos de direcionamento de crédito, em especial, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Tal contexto permitiu que, diante da crise de 2008, medidas anticíclicas fossem implementadas e pudessem conter danos dos choques externos no Brasil. Isso ocorreu através da expansão principalmente do BNDES que atuou através de programas de incentivo ao investimento, mesmo em meio à crise. Tal conduta ocorreu através do Tesouro Nacional que fez uso de grandes emissões de títulos da dívida pública para mobilizar fundos de longo prazo. Tal evolução pode ser observada no Gráfico 4.

**Gráfico 4:** Desembolsos do BNDES até 2011 – em volume e percentual do PIB



Fonte: BNDES e Ipeadata. Elaboração Própria.

A partir do Gráfico 4, é possível notar um crescimento dos desembolsos do BNDES mais acelerado a partir de 2007/8. Isso porque, segundo Torres, Macahyba e Martins (2021), o banco desempenhou nesse período de crise, atuação anticíclica:

Como resposta ao impacto negativo da crise financeira internacional, o banco de desenvolvimento operou para sustentar o nível de investimento, compensando a retração dos empréstimos privados (Sant'anna et al., 2009). Essa atuação pode ser ilustrada por dois indicadores: a participação do BNDES no estoque de crédito bancário passou, entre 2008 e 2010, de 16% para 21%, e suas operações frente ao PIB saltaram de 6% para quase 10%. (TORRES, MACAHYBA, MARTINS, 2021, p.8)

Segundo Torres e Macahyba (2012), o mercado de títulos financeiros emitido por empresas, como as debêntures, no Brasil era, nesse período, mais atrofiado do que em outros países, mesmo excluindo os desenvolvidos, conforme a Tabela 1. Por consequência, a dimensão desse mercado não pode ser explicada por fatores estruturais, inerentes às economias em desenvolvimento, nem mesmo pelas condições específicas de países latino-americanos. Ou seja, o porte e a profundidade do mercado de títulos financeiros são fruto de particularidades brasileiras, em especial em um cenário macroeconômico que foi pautado por crises e por níveis de inflação e taxa de juros muito elevados.

**Tabela 1:** Estoque de Títulos Corporativos em Países Selecionados

	Em % PIB									Em % Mundo	
	1990	1995	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	1990	2010
<b>Países Desenvolvidos</b>											
Estados Unidos	21,9	22	23,2	22,4	21,5	20,6	20,4	19,8	19,7	63,5	43,1
Japão	9,3	10,5	15	16	18,6	14,8	17,5	16	17,9	14	13,5
França	10,8	9,1	10	12	12,3	10,6	11,2	9,8	10,9	5,5	4,3
Alemanha	0,1	0,2	1,3	2,9	4,9	4,9	8,3	10,5	10,7	0,1	5,3
Reino Unido	2,8	2,6	1,8	1,7	1,4	0,9	0,6	1	0,9	1,4	0,3
<b>Emergentes Latino-Americanos</b>											
Argentina	0	1,2	2,6	9,1	6,3	5,4	2,4	2,4	1,8	0	0,1
Brasil	...	...	0,5	0,3	0,6	0,5	0,4	0,6	0,5	...	0,1
Chile	3,9	3,4	4,8	11	12	10,3	10,6	17	14,6	0,1	0,5
Colômbia	0,3	1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,3	0,4	0,6	0	0,3
México	1,4	0,7	0	1,5	2,4	2,9	2,3	3,3	3,4	0,2	0,5
<b>Emergentes Asiáticos</b>											
Índia	...	0	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	1,4	1,4	0	0,4
China	0,7	0,7	0,9	1	0,9	2,6	4,1	7,1	8,8	0	7,8
Coréia do Sul	17,3	20	37,4	44	32,5	24,3	23,4	37,1	37,5	2,3	5,7
Malásia	2,5	10,3	23,1	20,5	19,7	20,8	25	31,4	35,8	0,6	1,3

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Torres e Macahyba (2012, p. 11)

Torres e Macahyba (2022) afirmam que isso ocorre porque, apesar de uma estrutura de crédito modernizada, que desde 2000 vinha se concretizando no Brasil, o mercado de títulos corporativos apenas conseguia se desenvolver de verdade com a redução das taxas de juros, que, até a segunda metade da década de 2010, mantinha-se em patamares elevados. Essa condição se sustenta na lógica de que um nível elevado de juros reprime o progresso do mercado de crédito, conforme a teoria keynesiana da preferência pela liquidez.

Primeiramente, para entender essa lógica, é importante esclarecer que títulos públicos federais são o ativo mais seguro que pode ser encontrado no país, já que são fruto da emissão do governo. O risco de crédito desses instrumentos é nulo, ainda que seu preço possa variar em função das expectativas em relação ao comportamento das taxas de juros no futuro. Assim, para o investidor, qualquer outra forma de ativo é mais arriscada e, por isso, deve oferecer maior rentabilidade, ou prêmio, para se tornar competitiva no mercado financeiro (Keynes, 1996, Cap. 17).

Os títulos públicos federais que remuneram equivalente a taxa Selic, em um cenário de patamares elevados de juros, já oferecem boa remuneração ao investidor devido ao contexto macroeconômico. Além disso, com a indexação, eliminam riscos de mercado derivados das variações das taxas de juros, assegurando a preservação dos valores investidos. Assim, esse

contexto se mostra desvantajoso para outros ativos financeiros como títulos corporativos, letras financeiras, empréstimos bancários etc.

Por um lado, o tomador de recursos emprestados precisa oferecer remuneração acima da taxa Selic para poder competir com os títulos públicos federais, tornando as opções de emissão de título corporativo ou contração de empréstimo bancário muito custosas para as empresas em busca de recursos financeiros, podendo prejudicar o fluxo de caixa e os lucros das empresas. E pelo lado do credor, um cenário de alta remuneração de ativos pouco arriscados, como é o caso dos títulos públicos inseridos em contexto de juros altos, serve como desincentivo à diversificação da carteira e alocação em opções de ativos mais arriscadas como as debêntures ou outras formas de crédito.

Ou seja, o nível dos juros do Brasil, determinado principalmente pela taxa básica de juros, a Selic, é determinante na tomada de decisão que envolve o mercado de crédito, tanto pelo lado da oferta de recursos financeiros, quanto pelo lado da demanda.

Assim, um cenário econômico que conte com níveis de juros mais baixos torna os ativos mais seguros do país menos rentáveis e, portanto, incentivaria o que Torres e Macahyba (2012) chamaram de “fuga para rentabilidade”. Nesse caso, os agentes investidores aumentariam sua demanda por ativos com rentabilidade mais elevada e prazos mais longos, mesmo que ao custo de maior risco e iliquidez em comparação aos papéis públicos, tornando opções envolvendo outros ativos de crédito mais atrativas.

### 3.3. O PAPEL DO BNDES A PARTIR DE 2011

O Gráfico 2 revela que para o melhor entendimento do mercado de crédito no Brasil, é crucial o aprofundamento do estudo acerca da atuação do BNDES que, por sua vez, sustentou participação acima de 53% no mercado de crédito corporativo do país até 2015.

Primeiramente, é fundamental o melhor entendimento da função do banco de desenvolvimento. Segundo o estatuto do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, o BNDES é uma instituição financeira pública brasileira que tem o objetivo de apoiar programas, projetos, obras e serviços em favor do desenvolvimento econômico e social do país por meio de operações financeiras ou no mercado de capitais de qualquer gênero, diretamente ou por intermédio de empresas subsidiárias, agentes financeiros ou outras entidades.

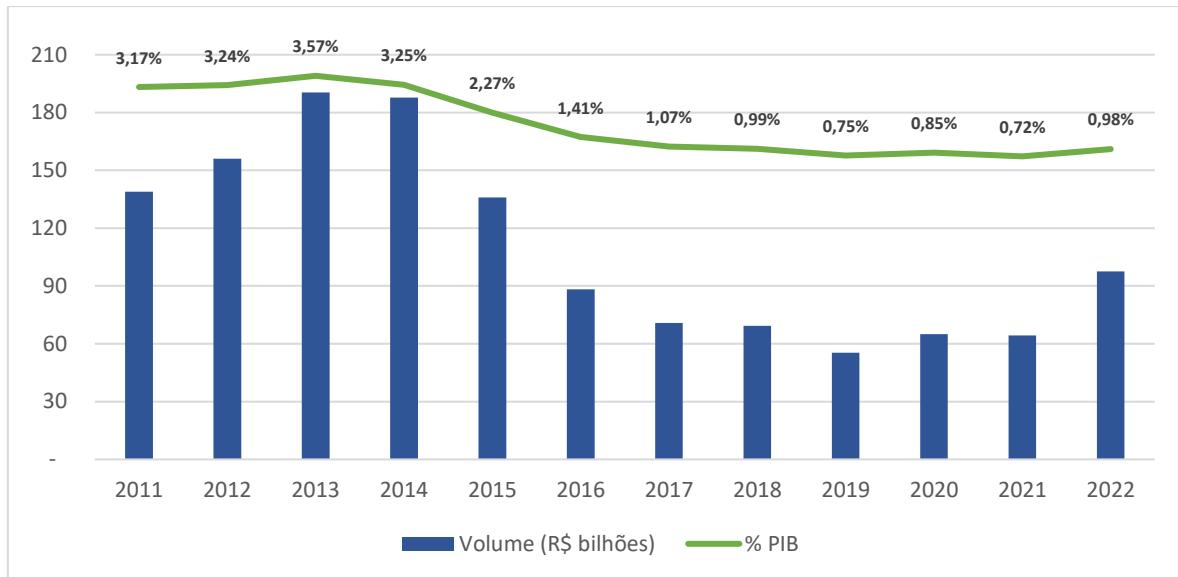
Através do financiamento de projetos em setores estratégicos, o BNDES é capaz de incentivar o desenvolvimento econômico, gerando emprego e renda. A instituição cumpre esse papel através do financiamento de projetos que atuem em setores estratégicos como

infraestrutura, energia e agronegócio; através de linhas de créditos destinadas a projetos que promovam desenvolvimentos tecnológicos no país; através de programas específicos de fomento às micro, pequenas, médias e grandes empresas (BNDES, 2023). Além disso, o BNDES carrega uma função política ao passo que direciona recursos financeiros e assume políticas de incentivos à setores e empresas prioritárias segundo diretrizes governamentais.

Segundo Gorayeb e Azevedo (2002), a tarefa do BNDES seria “estudar e sugerir medidas destinadas a criar condições para eliminar os obstáculos ao fluxo de investimentos, públicos e particulares, estrangeiros e nacionais, necessárias a promover o desenvolvimento econômico”. Tal afirmação mostra que o BNDES surgiu com o mesmo propósito político de desenvolvimento de um mercado doméstico mais confiável e consolidado, cada vez mais aprofundado e com prazos mais longos.

Através do Gráfico 5, é possível identificar a trajetória dos desembolsos do BNDES ao longo do tempo no país. Tem-se dois períodos, o primeiro até 2014, com uma atuação relevante dessa instituição no país, um com percentual do PIB acima de 3%, atingindo volume de R\$ 190,4 bilhões em 2013. Considerando os estoques, o banco representava mais de 50% do mercado de crédito, conforme o Gráfico 2. O segundo período, a partir de 2015, inaugura uma trajetória de redução e perda de protagonismo do BNDES, cujos desembolsos atingiram R\$ 55,3 bilhões em 2019, representando uma redução de 71% desde 2013, com uma participação de apenas 13% do mercado de crédito em 2021.

**Gráfico 5:** Desembolsos do BNDES a partir de 2011 – em volume e em percentual do PIB



Fonte: BNDES e Ipea Data. Elaboração Própria.

Ou seja, de um período para o outro, além da redução do volume de desembolsos, sua participação no PIB e no mercado de crédito também sofreu brusca redução, revelando que fatores econômicos tornaram a busca por financiamento na instituição menos atrativa do que outras fontes:

os empréstimos do BNDES se contraíram a passos largos. Mesmo assim, o crédito corporativo privado registrou forte expansão. Os volumes elevados de emissões permitem afirmar que uma parcela crescente desse mercado, que antes buscava os recursos do BNDES, está atualmente sendo atendida pelo mercado de capitais e pelos bancos. (TORRES; MACAHYBA; MARTINS, 2021, p.5)

No entanto, apesar do crédito corporativo privado ter continuado se expandindo em meio a decadência do BNDES, a demanda por crédito dos clientes que antes era suprida pelo BNDES não foi totalmente absorvida pelo mercado de capitais e pelos bancos. Esse ocorrido, porém, será explorado no próximo capítulo.

As próximas seções serão dedicadas a analisar mais profundamente os dois períodos delimitados na história do BNDES. Na seção 3.4, será analisado o cunho político do banco de desenvolvimento e como isso contribuiu para seu papel anticíclico na economia nesse primeiro período delimitado até 2014. Já na seção 3.5, o período de desmonte do BNDES será abordado, principalmente, com base na alteração de sua definição de taxa de juros, perdendo suas vantagens quando comparados a outras opções de financiamento.

### 3.4. BNDES - O PERÍODO DE PROTAGONISMO DE 2011 A 2014 E O INÍCIO DA DECADÊNCIA

Nesse período de 2011 a 2014, segundo os Gráficos 2 e 5, pode-se dizer que o BNDES exerceu papel relevante para o produto brasileiro e que foi motor do mercado de crédito no Brasil. Nessa seção, serão abordados os fatores que permitiram que a decisão de usar o BNDES como fonte de financiamento fosse mais atrativa às empresas do que outras opções, ocasionando nesse cenário de protagonismo do banco de desenvolvimento.

Conforme antecipado no capítulo anterior, esse período é marcado pelo BNDES em uma posição de agente anticíclico no país, a fim de cumprir com seus objetivos de fomento ao desenvolvimento econômico e social brasileiro. Isso se deu por meio de programas de incentivo ao investimento ainda que em período de crise mundial, financiados por recursos da União.

O Programa de Sustentação do Investimento (PSI) é uma evidência desse esforço. De acordo com a Finep (s.d.), o PSI foi criado em 2009 para estimular a economia em meio à crise financeira global, por meio do incentivo à produção, aquisição e exportação de bens de capital e a inovação tecnológica. O programa oferecia linhas de crédito com condições mais favoráveis de prazos mais alongados e juros subsidiados, mesmo em período de crise e incertezas. Dessa forma, suas condições de financiamento eram mais favoráveis do que outras no mercado e esse diferencial era sustentado pelo Tesouro Nacional. Tal cenário permitiu que o nível de financiamento na crise de 2008 não sofresse impacto (Gráfico 3).

No geral, o protagonismo do BNDES nesse período se dava pelo diferencial de juros entre o praticado pelo banco de desenvolvimento e as outras opções do mercado. Tal diferença compensava, inclusive, quando eram levados em consideração os custos de transação associados elevados e prazos mais longos no processo decisório (Torres; Macahyba; Martins, 2021). Assim, contrair empréstimos junto ao BNDES era uma opção vantajosa para as empresas em busca de financiamento nesse período.

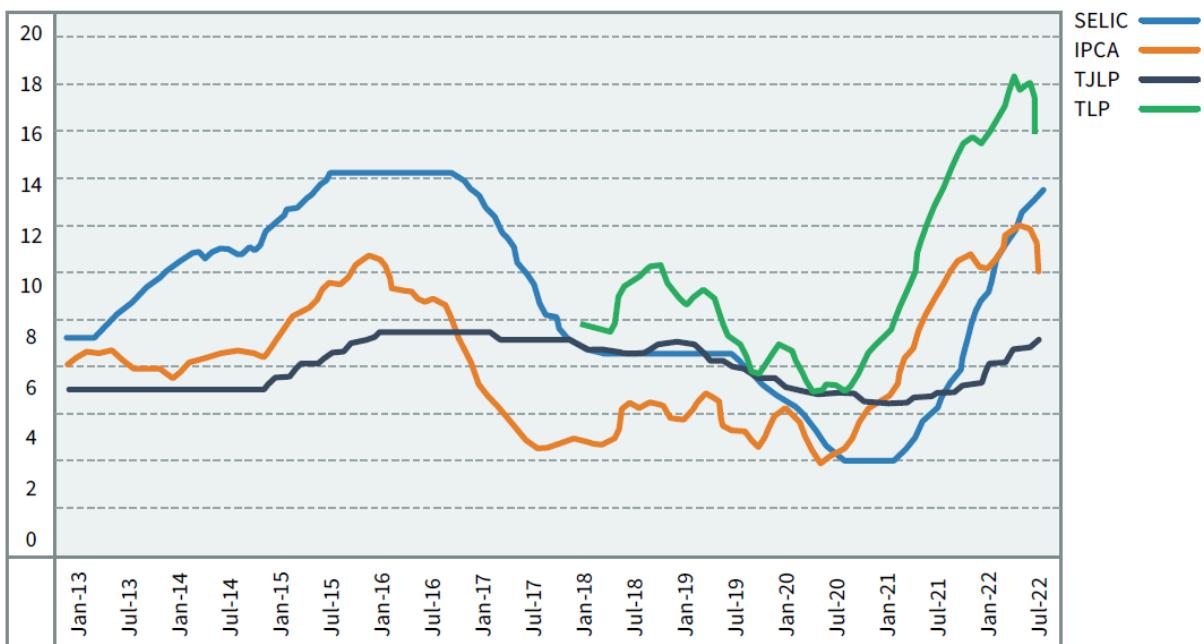
A taxa praticada pelo BNDES favorável ao seu protagonismo era possível por ser associada à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), determinada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A TJLP, instituída pela Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, era composta por: (i) meta de inflação calculada pro rata para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; (ii) prêmio de risco. Além disso, a lei determinava que essa taxa fosse apurada de acordo com a metodologia determinada pela CMN. Dessa forma, segundo Torres e

Macahyba (2022), a TJLP consistiria em uma *policy rate*, ou seja, a taxa seria determinada pelo CMN conforme políticas do governo por meio do “prêmio de risco” não especificado.

No período de 2011 a 2014, portanto, o BNDES cumpriu sua função anticíclica através de um grau de discricionariedade do governo associado a TJLP. Assim, caso fosse de interesse político, era possível oferecer crédito com taxas favoráveis, principalmente num período de crise. Além disso, até então o Brasil demonstrava um histórico de mercados de crédito rasos, fazendo com que, nesse período, as decisões de financiamento levassem para um contexto de protagonismo do BNDES no país.

Contudo, como pode ser observado no Gráfico 6, entre 2015 e 2017, as reduções significativas na taxa Selic, com a manutenção da TJLP num mesmo patamar, implicaram uma redução progressiva do diferencial de juros que funcionava como atrativo aos empréstimos fornecidos com o BNDES. Assim, conforme o Gráfico 5, de 2014 para 2015 os desembolsos do BNDES se reduziram 27,6%, e, de 2015 para 2016, se reduziram 35,1%, dando início ao período de decadência da participação do banco de desenvolvimento na economia brasileira.

**Gráfico 6:** Evolução do IPCA e das Taxas de Juros: SELIC, TJLP e TLP (Em % ao ano)



Fonte: Torres, Macahyba (2022, p.23)

### 3.5. BNDES - O PERÍODO DE DECADÊNCIA A PARTIR DE 2015: MAIOR ESTABILIDADE ECONÔMICA E A TLP

A partir de 2015 o BNDES começa a demonstrar um processo de decadência, com o menor volume de desembolsos alcançado em 2021, com apenas R\$ 55,3 bilhões, representando uma redução de 70,55% desde 2014 em termos nominais. Tem-se, assim, um período substancialmente diferente do analisado na seção anterior.

O Relatório de Economia Bancária do Banco Central para 2016 afirma que a contração se deu por condições macroeconômicas desfavoráveis e aumento nas taxas de juros, fazendo com que programas anticíclicos do BNDES fossem encerrados, de forma alinhada com os objetivos políticos do governo (BCB, 2017). O PSI foi encerrado em 2015 e outro fator que contribuiu foi a substituição da TJLP pela TLP em 2018.

Os motivos para o declínio do BNDES até o final de 2017 foram apenas ligados a questões macroeconômicas e, por isso, essa contração não se limitou apenas ao banco de desenvolvimento, revelando impacto no crédito de modo geral (Gráfico 3). Contudo, a partir de 2018 com a vigência da TLP no lugar na TJLP e os sinais de recuperação econômica, a decadência do BNDES foi intensificada enquanto se iniciava a ascensão do mercado de títulos de dívida privada.

No biênio 2015-2017, o Brasil, de fato, passou por uma das piores recessões da sua história, acumulando uma queda de -7% do PIB, fazendo com que o crédito bancário tivesse um desempenho particularmente negativo que se estendeu até 2018. Além disso, a formação bruta de capital fixo sofreu contração relevante, fazendo com que a taxa de investimento do país se reduzisse de 21,5% do PIB para 14,5% entre 2014 e 2017. Dado que o BNDES sempre teve foco em financiar investimentos, esse cenário tem impacto direto no seu papel, contribuindo para o início ao período de decadência do banco de desenvolvimento. Assim, o mercado de capitais também sofreu com esse cenário nesse momento (Torres, Macahyba, 2022).

Esse contexto macroeconômico se iniciou durante o segundo mandato da presidente Dilma Rousseff, quando o governo mudou drasticamente a política econômica vigente até então ao implementar o ajuste fiscal pelo lado dos gastos públicos. A intenção era retomar a confiança dos agentes econômicos, porém, esses esforços fracassaram, levando a uma forte queda da arrecadação fiscal em 2015 e tornando necessárias revisões das metas fiscais estabelecidas pelo Ministério da Fazenda. Assim, com a recessão e o aumento dos pagamentos de juros, o déficit nominal público aumentou ainda mais (Fernandes, 2020).

Mais tarde, já no governo de Michel Temer, foram tomadas medidas para que a recuperação econômica fosse possível. A Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017, instituiu a Taxa de Longo Prazo (TLP), que substituiu a TJLP e intensificou a decadência do BNDES. Em entrevista coletiva disponibilizada pelo Banco Central do Brasil em março de 2017, Ilan Goldfajn, presidente do BC, falou sobre a modernização da remuneração do passivo do BNDES por meio da instituição da TLP. Ao longo da entrevista, expôs a composição da nova taxa, além de enumerar os potenciais benefícios de sua adoção.

Segundo Goldfajn, a TLP, vigente a partir de janeiro de 2018, seria composta pela variação do IPCA e por uma taxa de juros real pré-fixada mensalmente de acordo com o equivalente do rendimento real das Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) no prazo de 5 anos. Ou seja, a TLP se constituiria como uma taxa associada a variações de mercado.

De acordo com Nota do Banco Central do Brasil de 2017 transcrita no site Poder 360:

A TLP corrige distorções: A TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) teve seu papel relevante – e continuará tendo no estoque dos empréstimos – na saída da hiperinflação e nas crises macroeconômicas do passado. 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.

Ou seja, a TLP, ao tomar o lugar da TJLP, eliminou a discricionariedade que tornava o BNDES um agente de política pública, fazendo com que seu funcionamento convergisse para um regime mais próximo de flutuações de mercado. O argumento se sustenta na ideia de que “prêmio de risco” seria difícil de mensurar devido a sua metodologia pouco transparente na composição da TJLP que trazia para os tomadores de crédito imprevisibilidade e insegurança e, portanto, a instituição da TLP eliminaria esses fatores (Ministério da Fazenda, 2017).

Segundo Goldfajn na entrevista, essa nova remuneração do BNDES seria capaz de: (i) auxiliar nas reformas macroeconômicas pretendidas pelo governo à época, na tentativa de recuperação da economia e redução da inflação; (ii) fomentar o mercado de capitais, em complemento ao esforço de investimento do setor público, pois maior investimento privado geraria mais emprego e crescimento econômico; (iii) contribuir para o equilíbrio fiscal ao reduzir o diferencial entre a taxa de captação do Tesouro Nacional e custos de empréstimos do BNDES, tornando a dinâmica fiscal mais favorável, transparente e previsível; (iv) ampliação da previsibilidade e a segurança dos contratos do BNDES por meio de uma taxa transparente e previsível, possibilitando a securitização dos empréstimos; (v) ampliar o tamanho do BNDES.

Entretanto, é possível identificar inconsistências nessa medida e suas justificativas. A partir do Gráfico 6, nota-se que a TLP apresenta um comportamento muito mais volátil do que a TJLP revelando uma inconsistência no ponto iv alegado por Goldfajn. Isso ocorre, pois enquanto a TJLP se manteve praticamente estagnada ao longo dos anos, a TLP, indexada à NTN-B, passou a acompanhar mudanças de curto prazo na precificação dos ativos do Tesouro Nacional pelo mercado.

Além disso, os financiamentos do BNDES, ao acompanharem as variações a mercado, incorporam um comportamento procíclico. Ou seja, como a TLP passa a aumentar junto com as taxas de juros, o banco de desenvolvimento se torna menos apto para agir de maneira anticíclica apoiando empresas em meio de crises, como ocorreu em 2008 (Torres, Macahyba e Martins, 2020).

Ou seja, a instituição da TLP no BNDES, na verdade, concedeu maior imprevisibilidade e volatilidade aos custos associados aos empréstimos do banco de desenvolvimento no lugar de maior segurança. Logo, a intenção de eliminar a discricionariedade da TJLP a fim de incentivar a expansão do BNDES é contraditória. Por outro lado, a medida de fato serviu como fomento ao mercado de capitais, porém, conforme será mais bem analisado no próximo capítulo, nem toda a demanda que deixou de ser suprida pelo BNDES foi absorvida pelo mercado de capitais.

Desse modo, a partir do Gráfico 6, é possível notar que a instituição da nova remuneração do BNDES significou um aumento significante na taxa praticada pela instituição, reduzindo ainda mais o diferencial de juros que sustentava o protagonismo do BNDES anteriormente. Assim, o ano após a determinação da TLP, 2019, foi quando a instituição atingiu seu nível mais baixo desde 2006, R\$ 55,31 bilhões (Gráfico 5).

Do mesmo modo, do ponto de vista das alternativas de financiamento, também é possível identificar uma melhora significante a conjuntura macroeconômica a partir de 2017: redução significativa da taxa de juros básica da economia e da inflação. Ou seja, não só a remuneração praticada pelo BNDES aumentou consideravelmente, como também o custo de outras opções de crédito associadas à Selic ou ao IPCA, reduziu nesse período, tornando os custos oferecidos pelo BNDES demasiadamente caros se comparados à outras opções do mercado.

### 3.6. CONCLUSÃO

A experiência internacional de crises permitiu que instituições como Fundo Monetário Internacional e o Banco Interamericano de Desenvolvimento e países como o Brasil entendessem a real importância do desenvolvimento de mecanismos financeiros domésticos bem desenvolvidos. Assim, seria possível ter menor dependência econômica de outros países, evitando impactos diretos em situações de crises.

Até os anos 2000, o Brasil possuía um mercado de dívidas de modo geral bastante limitado, devido a instabilidades políticas e inflacionárias, além dos patamares altos de juros. Assim, a partir deste período, a iniciativa pública possibilitou o início do desenvolvimento e modernização desse mercado, principalmente através do mercado de títulos públicos que, posteriormente, surtiria efeito em outras esferas do mercado de crédito. Nesse cenário, seria possível o desenvolvimento de diversas formas distintas de produtos no mercado financeiro, além do alongamento dos prazos dos ativos de crédito, revelando um mercado mais seguro e com menos incertezas, incentivando o investimento interno e externo.

Esse processo, a princípio, foi protagonizado pelos empréstimos bancários, principalmente tendo o BNDES como credor, por meio da veia política da instituição. Enquanto isso, o mercado de debêntures ainda era bastante limitado, principalmente devido ao elevado nível de juros historicamente praticado no país. Assim, estabeleceu-se no Brasil, a partir dos anos 2000, uma nova conjuntura do mercado de crédito: volume de crédito às empresas passa a ter espaço relevante na economia, porém ainda limitado à forma de financiamento de empréstimo bancário majoritariamente fornecido pelo BNDES. Enquanto isso, o mercado de títulos de dívida corporativa permanecia com pouquíssima relevância no país.

O BNDES, portanto, exerce papel de suma importância na economia brasileira. Até 2014 performava papel de protagonista no mercado de crédito brasileiro, com seus desembolsos atingindo 3,57% do PIB brasileiro em 2013. Esse cenário foi possível devido ao papel anticíclico que a instituição exerceu, principalmente após a crise financeira internacional de 2008, por meio de programas de incentivo ao investimento como o PSI. Os empréstimos do banco de desenvolvimento eram muito atrativos aos tomadores de crédito devido a TJLP que ao ser composta por um “prêmio de risco” discricionário previsto na lei e determinado pela CMN, se tornava instrumento de política pública e, geralmente, representava um diferencial de juros muito vantajoso ao tomador quando comparado a outras opções de crédito associadas à taxa Selic ou ao IPCA.

Assim, o BNDES ocupou espaço de destaque na economia brasileira e, principalmente, do mercado de crédito nesse período, estabelecendo um padrão na composição do crédito no país. Tal cenário começou a ser rompido a partir de 2015, quando teve início o desmonte da instituição.

O biênio 2015-2017 foi caracterizado pelo contexto econômico conturbado marcado pela redução dos investimentos e, portanto, do crédito. Tal cenário somado à problemas fiscais do segundo mandato do governo Dilma inauguraram o início do declínio do BNDES. Mas foi após a instituição da TLP em 2018 somada a recuperação econômica que essa decadência ficou mais acentuada, mesmo que outras modalidades de crédito como as debêntures já estivessem crescendo.

A determinação da TLP no lugar da TJLP foi uma das ferramentas utilizadas para recuperação econômica nesse período. A nova lei determinava uma nova composição para a remuneração do BNDES e, de modo geral, significou um aumento das taxas praticadas pelo banco. O presidente do BC naquele período esclareceu que o objetivo era torná-la mais transparente e incentivar o mercado de capitais e o investimento privado, como forma de fomentar o crescimento econômico. Contudo, pôde ser observado que ao contrário das intenções alegadas por Goldfajn, a TLP se mostrou muito mais volátil e imprevisível do que a TJLP ao longo dos últimos anos.

O período de 2017 em diante foi marcado pela redução da inflação e da taxa básica de juros. Esse contexto, em conjunto ao aumento da remuneração do BNDES associada à nova lei, reduziu o diferencial de juros praticado pela instituição (Gráfico 6), ou seja, os empréstimos do banco de desenvolvimento que já começavam a sofrer redução a partir da crise em 2015 reduziram ainda mais a partir de 2018, consolidando a decadência do BNDES.

Ou seja, as vantagens de custos que eram oferecidas aos tomadores de crédito pelo BNDES tornaram-se cada vez mais escassas, fazendo com que buscassem por outras fontes de financiamento. Cada vez mais o padrão observado no mercado de créditos era rompido e novas formas de financiamento foram ganhando espaço na economia brasileira.

## 4. A ASCENÇÃO DO MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA

### 4.1. INTRODUÇÃO

O panorama de crédito brasileiro vem se transformando desde 2015. Conforme o capítulo anterior, o BNDES perdeu a sua função de protagonista no mercado de crédito no país, enquanto o crédito corporativo vinha ganhando espaço relevante.

Como pode ser observado no Gráfico 2, as debêntures passaram a ocupar espaço de destaque no mercado de capitais, com suas emissões alcançando 55% do mercado de crédito brasileiro em 2018. Assim, a evolução do crédito corporativo será avaliada por meio da trajetória do volume e dos prazos das debêntures ao longo do tempo.

Primeiramente, é importante esclarecer o conceito de debêntures. Segundo a Anbima (s.d.), “as debêntures são títulos representativos de dívida emitidos por empresas com o objetivo de captar recursos para diversas finalidades, como, por exemplo, o financiamento de seus projetos. Os investidores, ao adquirem esses papéis, têm um direito de crédito sobre a companhia e recebem remuneração a partir dos juros.” Ou seja, trata-se de uma forma que as empresas possuem de recorrer ao mercado de capitais para captar recursos destinados a projetos de investimento, capital de giro ou refinanciamento de passivos.

Neste capítulo, será analisado o movimento de ascensão do crédito corporativo no Brasil por meio da evolução das emissões de debêntures. Nos últimos anos, a redução do papel do BNDES no mercado de crédito junto ao aumento de emissões de debêntures resultou em um novo padrão na dinâmica de crédito no país. Nesse contexto, serão analisados os fatores que contribuíram para essa mudança no comportamento do mercado de crédito. Além do contexto macroeconômico determinante nesse mercado, outras medidas, como a Lei nº 12.431/2011, criada para incentivar o mercado de debêntures, exercearam papel importante nesse movimento.

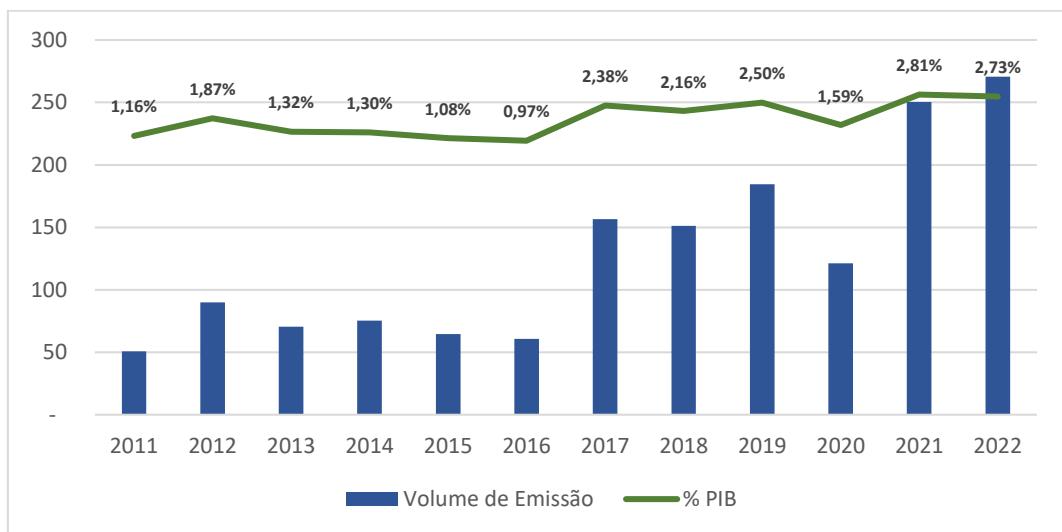
### 4.2. MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVOS – DO ELO PERDIDO AO *BOOM*

#### 4.2.1. Os debates acerca do mercado de títulos corporativos no início da década de 2010 e o desempenho das debêntures

Conforme antecipado na seção 3.2, historicamente, o mercado de títulos corporativos no Brasil possuía pouca participação no mercado de crédito do país. Desse modo, Torres e Macahyba (2012) criaram o termo “elo perdido” para se referir a esse contexto. Os patamares

de emissão de debêntures ficavam muito aquém de outras formas de crédito no mercado, assim como se comparados a outras possibilidades de financiamento de longo prazo. Além disso, o volume de emissões também era inferior se comparados a outros países (Tabela 1). De acordo com o Gráfico 7, é possível observar que, até 2016, quando as emissões totalizaram R\$ 60,6 bilhões, o volume se mantinha abaixo do patamar de 1,9% do PIB desde 2011.

**Gráfico 7:** Evolução da Emissão de Debêntures a partir de 2011 (em bilhões de reais e em percentual do PIB)



Fonte: ANBIMA e Ipea Data. Elaboração Própria.

De acordo com o capítulo anterior, é possível concluir que até 2015, as empresas se mostravam bastante dependentes de financiamentos via órgãos públicos. Segundo Fernandes (2020), em 2010, a fim de debater formas de aproveitar o potencial do mercado de títulos corporativos no Brasil, o governo e o setor privado se reuniram por meio de grupos de trabalho compostos por representantes de entidades como Confederação Nacional da Indústria (CNI), Federação Brasileira de Bancos (Febraban), Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), Instituto Talento Brasil (ITB) e Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo (Secovi).

O objetivo era analisar e determinar planos e estratégias que pudessem incentivar o aprofundamento do mercado de títulos corporativos no país, tanto no mercado primário quanto no secundário. No âmbito primário, a perspectiva era que o mercado de capitais fosse capaz de absorver parte da demanda por recursos financeiros das empresas em seus projetos de investimento. No secundário, a evolução do mercado permitiria maior liquidez aos títulos

corporativos, reduzindo incertezas e incentivando ainda mais a aceitação do mercado quanto a prazos mais longos.

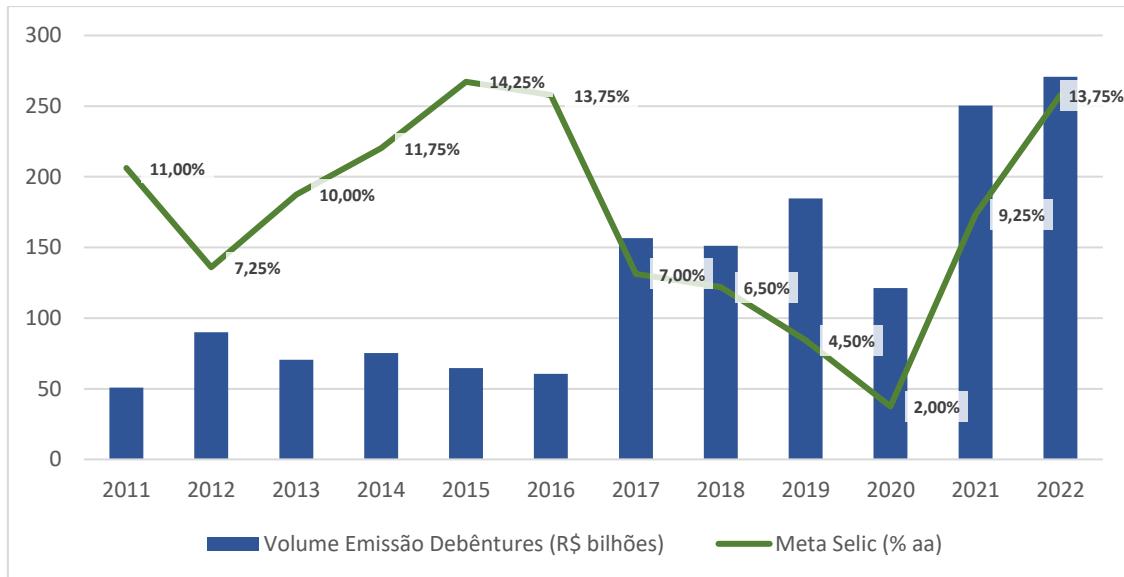
O governo, por consequência, editou em 2010 a Medida Provisória nº 517, determinando uma série de medidas com objetivo de incentivar o mercado de dívida corporativa. Essa medida, posteriormente, seria convertida na Lei nº 12.431, de 2011, que originou as debêntures incentivadas. O movimento consistia na necessidade da participação da iniciativa privada como fonte complementar para o financiamento de longo prazo, reforçando que seria insustentável a manutenção do BNDES como única fonte de recursos de prazos alongados.

Segundo Fernandes (2020), quase 90% do volume de crédito com prazo de vencimento superior a cinco anos era originado de bancos públicos, sendo o BNDES responsável por 62% dessa carteira. Como apontam Torres, Macahyba e Martins (2021, p. 10):

Ainda assim, ao final da primeira década dos anos 2000, havia um certo consenso de que as emissões de debêntures corporativas tinham ficado “para trás” em comparação ao resto do mercado. O diagnóstico apontava que essa situação se devia: a entraves regulatórios; à baixa liquidez; e ao curto prazo de maturação desses papéis. Era, portanto, necessário aperfeiçoar o mercado de debêntures para que este pudesse vir a cumprir um papel mais relevante na oferta de recursos de longo prazo para as empresas.

Dessa forma, no período analisado nesta seção, apesar do mercado de capitais ainda ter pouca relevância frente ao PIB, ele se demonstrava um tema em grande evidência no debate econômico brasileiro, balizando análises e medidas a serem tomadas a partir daquele ano. A ideia era incentivar a eliminação dos gargalos desse mercado, a fim de tornar o mercado de títulos corporativos uma fonte relevante de recurso de longo prazo para as empresas, sendo as debêntures o principal instrumento.

Contudo, mesmo com os interesses do governo e das instituições em desenvolver o mercado de títulos corporativos a partir de 2010 por meio de medidas de incentivo, que serão melhor abordadas na próxima seção, é possível notar no Gráfico 8 que apenas a partir de 2017 avanços consideráveis se tornaram visíveis.

**Gráfico 8:** Emissão de Debêntures e Meta Selic (em bilhões de reais e em percentual ao ano)

Fonte: ANBIMA e Banco Central. Elaboração Própria.

Da mesma forma que o volume de emissão não teve aumento nesse período antes de 2017, os prazos médios dos títulos não se alongaram, e sim o oposto. Conforme a Tabela 2, o prazo médio variou de 5,2 anos em 2011 para 4,5 anos em 2016.

**Tabela 2:** Prazo Médio das Debêntures (em anos)

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
5,2	6,1	5,9	5,4	4,7	4,5	5,0	5,9	6,4	6,9	6,4	6,3

Fonte: ANBIMA. Elaboração Própria.

O Gráfico 8 já indica o motivo pelo qual, mesmo com incentivos, as emissões nesse mercado não tiveram um *boom* na primeira metade da década de 2010. O patamar elevado de juros mantido pelo governo tornava demasiadamente custosa a emissão de títulos por parte das empresas. Dessa forma, elas optavam por utilizar recursos próprios na maior parte das vezes, ou então através do BNDES, principalmente devido a TJLP que constitua taxas mais competitivas no mercado:

O principal fator a restringir o desenvolvimento desse mercado é 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 macroeconômicas, frustrando as expectativas otimistas de muitos dos mais importantes analistas de mercado. (...) Diante desse quadro, o apetite das empresas para emitir papéis de dívida de longo

prazo é bastante limitado. Para concorrerem com o governo e os bancos teriam que oferecer condições demasiadamente onerosas, principalmente em se tratando de instrumento de longa duração. Além disso, os custos diretos e indiretos dessas emissões são desencorajadores. (TORRES; MACAHYBA, 2012, p.72)

Nesse contexto, Caprio e Demirguç-Kunt (1998) afirmam que a principal causa para impedimento do financiamento de longo prazo é o cenário sustentado em alta inflação e políticas macroeconômicas instáveis. Assim, tentativas governamentais de incentivo ao crédito de longo prazo sem endereçar a questão da inflação tem tendência de ser fracassada ou com impacto limitado.

Dessa forma, apesar dos esforços governamentais para desenvolver o mercado de títulos de dívida corporativa nos anos 2000, não foram notados impactos relevantes neste mercado até 2017. Isso ocorreu, pois trata-se de um período com condições macroeconômicas desfavoráveis para os financiamentos no Brasil, conforme analisado na seção 3.5.

Foi apenas a partir de 2017, portanto, com o início da recuperação econômica, redução da taxa de juros e estabilização da inflação que foi possível notar o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida corporativa. Esse cenário somado à determinação da TLP tornou as condições associadas a emissão de debêntures cada vez mais competitivas no mercado de crédito (Gráfico 6).

Ou seja, a partir da queda brusca da taxa de juros, a emissão de debêntures teve um *boom* significante saltando de R\$ 61 bilhões para R\$ 157 bilhões, representando um aumento de 158% de 2016 para 2017, quando passou a alcançar o patamar de 2,38% do PIB (Gráfico 7). Além disso, o prazo médio dos títulos foi de 4,5 para 5 anos. O mercado de debêntures, portanto, começava a ganhar importância na economia brasileira.

#### **4.2.2. A lei de incentivo 12.431/11 e outros avanços regulatórios**

Conforme a seção anterior, debates a partir de 2010 envolvendo o governo e o setor privado concluíram que o aprofundamento do mercado de capitais seria importante para o país, ao passo que o mercado de crédito se mostrava, até então, extremamente dependente dos desembolsos do BNDES. Desde então medidas foram tomadas para incentivar esse movimento no Brasil e, por meio principalmente das debêntures, tiveram impactos relevantes.

Primeiramente, em 2009 destaca-se a aprovação da instrução CVM nº 476 que inaugurou a chamada Oferta com Esforços Restritos. Esta medida facilitou a emissão de debêntures, por

meio da redução de custos e de burocracias exigidas pela CVM. Contudo, os papéis apenas podem ser ofertados a 75 investidores profissionais, em que apenas 50 podem adquiri-los. A lógica por trás é que essa seleção implica em compradores com condições privilegiadas de avaliação de riscos da oferta. Assim, é possível dispensar parte da análise necessária para a emissão por parte da CVM. Essa medida apesar de facilitar o lado do emissor, limita os compradores, reduzindo a competitividade e aumentando as taxas de juros associadas a esses títulos. Desde sua determinação, a instrução CVM nº 476 se tornou base para a maior parte das emissões de debêntures, segundo Fernandes (2020).

Para entender o avanço do mercado de debêntures ao longo da década de 2010, portanto, é fundamental analisar profundamente os incentivos governamentais realizados para desenvolver o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil. A lei nº 12.431 de 2011 tem papel fundamental nesse contexto, pois inaugurou as chamadas debêntures incentivadas de infraestrutura, que configuravam um incentivo fiscal com objetivo de ampliar a base de investidores nacionais e internacionais nesses títulos, contribuindo para o aprofundamento e alongamento desse mercado, tanto primário quanto secundário.

A lei determina isenção de imposto de renda para investidores não residentes e pessoas físicas residentes, enquanto para pessoas jurídicas residentes a taxa determinada foi de 15%. Contudo, para esses benefícios tributários valerem, é necessário que as debêntures cumpram as seguintes condições:

§ 1º Para fins do disposto no inciso I do caput, os títulos ou valores mobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à Taxa Referencial - TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada,.

I - prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos.

II - vedação à recompra do título ou valor mobiliário pelo emissor ou parte a ele relacionada nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional

III - inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador.

IV - prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias.

VI - procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados aos projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação (BRASIL, 2011)

Tais condições estão alinhadas com as intenções de desenvolvimento desse mercado a partir de 2010. Principalmente por meio do prazo médio mínimo e da vedação a indexação ao CDI/Selic, essa lei incentiva que as novas emissões se distanciem do padrão curto prazista

característico de um mercado de crédito limitado como o Brasil demonstrava. Esse incentivo estimularia em especial o alongamento dos prazos dos títulos, conforme de fato pôde ser observado a partir de 2017 (Tabela 2).

Além disso, para as debêntures se enquadrarem como de infraestrutura, devem se adequar a um entre dois tipos:

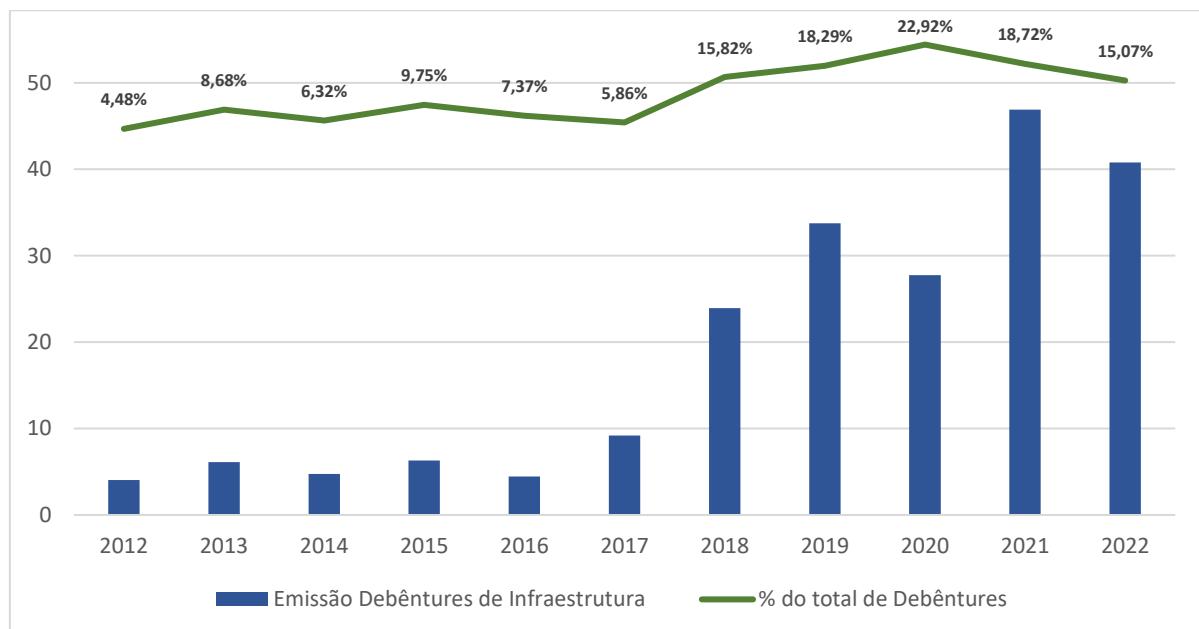
- 1) O artigo 1º determina que a empresa emissora deve divulgar ao público o projeto ao qual o título será associado; nesse caso, a isenção é concedida apenas a investidores não-residentes;
- 2) O artigo 2º determina que o título deve ser associado a projeto em um dos setores de infraestrutura considerados chaves para o país ((i) Logística e Transporte; (ii) Mobilidade Urbana; (iii) Energia; (iv) Telecomunicações; (v) Radiofusão; (vi) Saneamento Básico; (vii) Irrigação) e emitidas por Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs); nesse caso, a isenção se aplica tanto a investidores residentes pessoas físicas quanto a não residentes, e 15% fixado para pessoas jurídicas residentes.

Quanto ao incentivo ao aprofundamento do mercado secundário, o artigo 5º eliminava a bitributação que existia no caso de venda no mercado secundário (transferência de proprietário) tributada e, posteriormente, ao ocorrer pagamento de cupom, haveria, novamente, tributação. Assim, a lei contribui para redução de custos e maior liquidez no mercado secundário desses títulos.

Posteriormente, em 2013, por meio da lei nº 12.844, esses benefícios tributários foram estendidos para CRAs, CRIs e FIDCs de condomínio fechado que aplicassem ao mínimo 85% do patrimônio nestes certificados. Esses ativos deveriam cumprir as mesmas condições abordadas anteriormente. Apesar de não ser um incentivo ao mercado de debêntures, foi uma medida em prol do aprofundamento e alongamento do mercado de capitais como um todo.

A partir do Gráfico 9, é possível avaliar o desempenho das debêntures de infraestrutura nesse mercado ao longo dos anos desde sua determinação. Apesar de algumas emissões nos primeiros anos, foi apenas a partir de 2017 que é possível notar um crescimento relevante e sustentado nas emissões desses títulos, tendo seu auge em 2021, com participação de 18,72% nas emissões totais de debêntures, com volume de R\$ 46,9 bilhões.

**Gráfico 9:** Emissão de Debêntures de Infraestrutura e sua participação nas emissões totais (bilhões de reais e em percentual)



Fonte: Anbima. Elaboração Própria.

Segundo Silva (2022), quatro fatores determinaram essa ascensão das emissões de debêntures associadas a projetos de infraestrutura a partir de 2017:

- 1) No que se refere à oferta, verificou-se um aumento relevante no número de novas concessões em diversos setores de infraestrutura elegíveis para emissão de títulos corporativos;
- 2) Já em relação à demanda, notou-se aumento no valor de patrimônio líquido de fundos de investimento em participações (FIPs);
- 3) A substituição da TJLP pela TLP no BNDES, conforme já abordado no capítulo anterior aumentou os custos de captação de crédito junto ao Banco de Desenvolvimento, tornando as debêntures incentivadas de infraestrutura mais competitivas para captação de recursos;
- 4) O contexto macroeconômico abordado na seção anterior que passou a contar com menor patamar de juros e de inflação permitiu maior desconcentração financeira nos títulos privados de renda fixa, aumentando a demanda por ativos mais arriscados e rentáveis como as debêntures.

Na leitura do autor:

O crescimento do mercado de debêntures incentivadas, mensurado em volume de emissões anuais e estoque em mercado, ocorreu de modo mais que proporcional à expansão do mercado de debêntures convencionais; fato que evidencia o êxito da

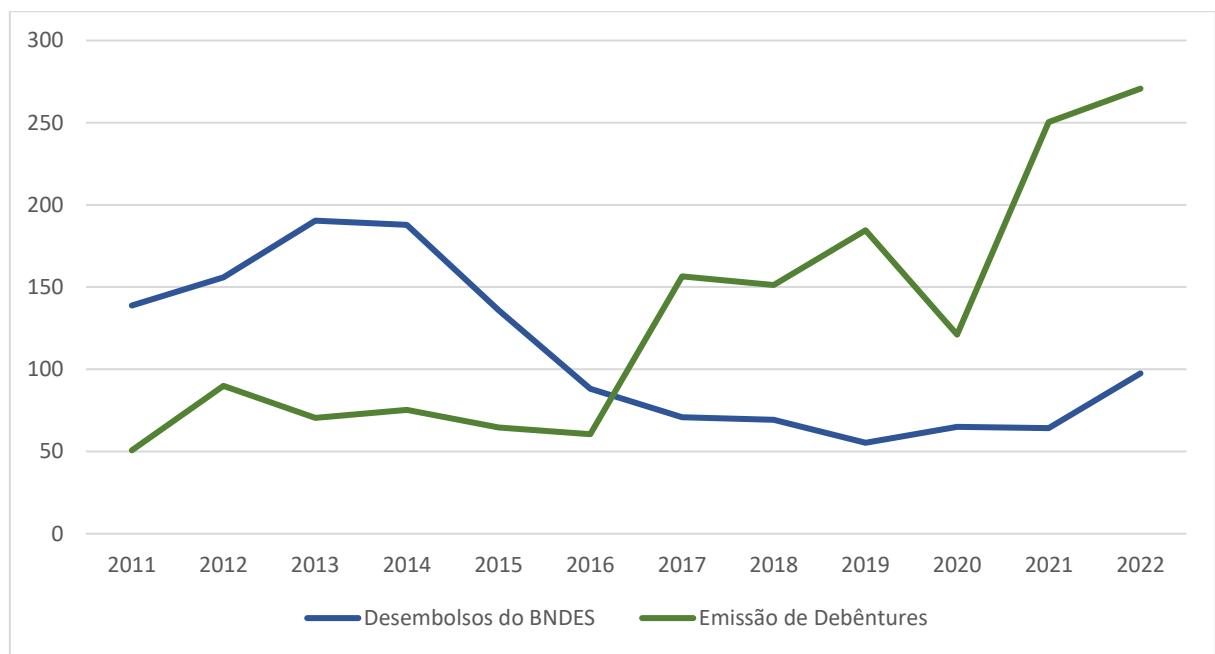
política de concessões de incentivos tributários orientados às emissões de dívida por projetos de infraestrutura. (SILVA, 2022)

Assim, é possível notar que os incentivos do governo foram fundamentais para explicar a mudança na configuração do mercado de crédito brasileiro nos anos 2010.

#### 4.3. A NOVA CONJUNTURA: UMA SUBSTITUIÇÃO ENTRE BNDES E MERCADO DE CAPITAIS?

A análise deste capítulo e do anterior pode gerar a interpretação de que o mercado vem se movimentando a ponto de estabelecer uma nova conjuntura em que o mercado de capitais, principalmente as debêntures, passaram a ocupar uma posição no mercado de crédito que antes era desempenhada pelos desembolsos do BNDES. Ou seja, o desempenho de ambos os atores desde 2011 indicam um fenômeno de substituição entre eles. O Gráfico 10 sintetiza esse movimento.

**Gráfico 10:** Desembolsos do BNDES vs. Emissão de Debêntures por ano (em bilhões de reais)



Fonte: BNDES e Anbima. Elaboração Própria.

Entretanto, segundo Barboza et al. (2023), o debate sobre essa relação não vem recebendo atenção suficiente, sendo o debate público extremamente superficial. Os autores revelam fatores que sugerem que essa substituição entre desembolsos do BNDES e aumento do

mercado de capitais, principalmente por meio das debêntures, foi apenas parcial e que pode, inclusive, ter impacto negativo.

Cinco fatores são explorados no trabalho. O primeiro refere-se ao perfil dos tomadores de crédito, em que o BNDES possui uma carteira de credores formada principalmente por micro, pequenas e médias empresas, enquanto as debêntures são emitidas em sua maior parte por empresas grandes. Esse fator revela que as empresas (MPME) que deixaram de tomar crédito com o BNDES conforme ocorreu com a sua decadência a partir de 2016, não encontraram respaldo no mercado de capitais. A Tabela 3 revela que o BNDES perdeu 225.118 clientes desde 2012, enquanto o mercado de capitais como um todo ganhou apenas 724.

Ainda sobre as MPMEs, o cenário apresentado sugere que elas poderiam ter buscado crédito em outras instituições financeiras. Contudo, o estudo mostra que as operações de crédito envolvendo essas empresas se reduziram entre 2012 e 2022, fazendo com que se possa concluir que o problema de restrição de crédito no Brasil pode ter aumentado. Os autores afirmam, ainda, que é possível suspeitar que até as grandes empresas que deixaram de ser clientes do BNDES também podem não terem se realocado no mercado de capitais.

**Tabela 3:** Número de clientes por ano

Ano	BNDES	Mercado de Capitais
2012	360.973	466
2013	405.182	498
2014	378.689	500
2015	299.631	394
2016	225.056	398
2017	174.303	537
2018	152.903	720
2019	141.161	899
2020	133.778	830
2021	117.089	1.494
2022	135.855	1.190

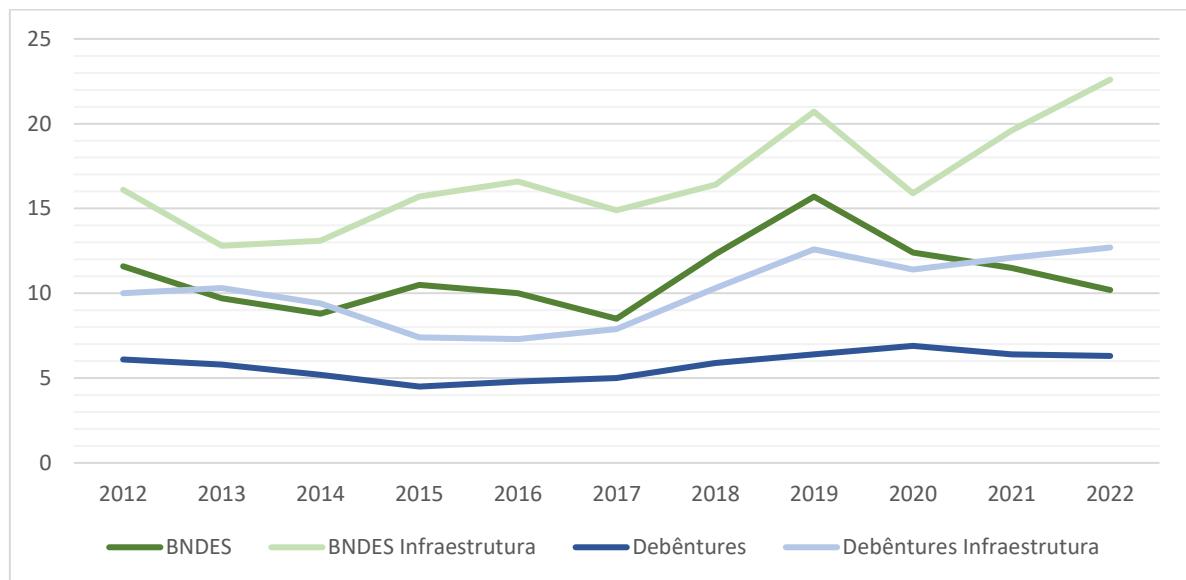
Fonte: BNDES e Anbima. Elaboração Própria.

Ou seja, enquanto clientes do BNDES perderam acesso ao crédito, o crescimento das debêntures e do mercado de capitais se deu sem aumento proporcional na sua quantidade de clientes, revelando que o *boom* analisado na seção 5.2.1 se deu por meio do aumento de emissões por cliente. Com isso, pode-se concluir que esse fenômeno aprofundou a concentração do mercado de crédito.

O segundo fator a ser analisado se refere à destinação dos recursos captados pelas empresas. No caso do BNDES, a maior parte dos desembolsos do Banco são direcionados ao investimento produtivo, enquanto a emissão debêntures, na maioria das vezes, é utilizada para capital de giro e refinanciamento de passivos. Essa diferença faz com que o movimento observado no Gráfico 10 possa indicar redução no nível de investimento no Brasil, que já é relativamente baixo e fundamental para o desenvolvimento econômico. As debêntures de infraestrutura, em seu turno, vêm demonstrando um crescimento relevante, conforme analisado na seção anterior, e tem o uso de recursos diretamente associado a projetos de investimento, mas ainda representam uma parcela restrita do mercado passando de 4,5% em 2012 para 22,9% em 2020 (Gráfico 9).

O terceiro fator diz respeito aos prazos associados ao crédito concedido pelas duas vias analisadas. Os recursos dos desembolsos do BNDES apresentam prazos mais alongados do que os encontrados no mercado de capitais (Gráfico 11). Essa condição se relaciona com o fator anterior, uma vez que investimentos em capital produtivo exigem maior tempo até o vencimento do crédito.

**Gráfico 11:** Prazo médio: operações BNDES vs. debêntures (anos)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Barboza et al. (2023).

A partir do Gráfico 11, fica mais clara a diferença entre os prazos. Avaliando o crédito em geral, a diferença entre os prazos do banco de desenvolvimento e das debêntures é de cerca de quatro anos. Se compararmos os créditos destinados a infraestrutura, essa diferença era de 10 anos em 2022. Assim, ao analisar o segundo e o terceiro fatores, pode-se interpretar que, na

verdade, os créditos concedidos pelo BNDES e pelo mercado de capitais tem uma relação mais próxima da complementariedade do que de substitutos.

O quarto fator é referente à diferença nas sensibilidades ao ciclo econômico. Conforme analisado nesse trabalho, momentos de crise e incertezas dificultam a evolução do mercado de capitais, uma vez que os custos de emissão aumentam por meio do aumento da taxa de juros e os investidores aumentam sua preferência pela liquidez, evitando os ativos mais arriscados, como é o caso das debêntures. Ou seja, o mercado de capitais acompanha as variações econômicas. Por outro lado, conforme visto no capítulo anterior, o BNDES possui como função ser instrumento de política anticíclica, atuando mais fortemente por meio de incentivos, em momentos piores da economia.

Assim, caso o mercado de capitais ocupasse a posição integral do BNDES na economia, em momentos de crise não haveria um banco com atuação anticíclica no mercado de crédito, podendo alongar e agravar períodos de recessão. Dessa forma, tem-se mais um fator que corrobora a concepção de que essas duas fontes de recursos analisadas deveriam ser tratadas como complementares e não como substitutas.

Por último, o quinto fator apontado pelos autores é relacionado aos incentivos fiscais oferecidos por algumas modalidades no mercado de capitais como no caso das debêntures de infraestrutura exploradas na seção anterior e outros títulos como CRA e CRI. O argumento se sustenta na ausência de análises mais profundas a respeito do retorno e dos benefícios desses incentivos fiscais.

Segundo Lazzarini, Pina e Giambiagi (2020), o BNDES possui um excelente sistema de monitoramento de seus projetos de incentivos, se destacando, inclusive, frente a outros bancos de desenvolvimento de outros países. Dessa forma, entende-se que o desempenho do BNDES frente aos seus custos é mais bem monitorado e avaliado do que o caso das debêntures. É preciso, assim, desenvolver melhores formas de monitoramento acerca do mercado de capitais, a fim de concluir a relevância da atuação das debêntures diante dos seus incentivos.

#### 4.4. CONCLUSÃO

Nesse capítulo, foi analisado o desempenho do mercado de capitais na trajetória de crédito do Brasil, principalmente por meio das debêntures que historicamente ocupam posição de destaque nesse mercado. Inicialmente, ocuparam uma posição chamada de “Elo Perdido”

por Torres e Macahyba (2012), devido a sua estagnação evolutiva diante dos outros mercados financeiros do país.

Nesse período, o mercado de capitais se tornou alvo de debates envolvendo o setor privado e o governo, fazendo com que o seu desenvolvimento se tornasse um objetivo a ser atingido. Assim, medidas como a Instrução CVM nº 476 e a instituição das debêntures de infraestrutura foram adotadas. Contudo, foi apenas a partir da redução da taxa de juros em 2017 que o mercado de capitais, principalmente a emissão de debêntures, de fato apresentasse uma aceleração, assumindo relevância no mercado de crédito brasileiro, alcançando 2,81% do PIB em 2021.

Esse movimento ocorreu em paralelo à decadência dos desembolsos do BNDES, conforme analisado no capítulo anterior, gerando uma possível interpretação de substituição entre o banco de desenvolvimento brasileiro e as emissões de debêntures. Contudo, Barboza et al. (2023) apontam ao menos cinco fatores que sugerem que o fenômeno que vem ocorrendo nos últimos anos na economia brasileira é uma substituição apenas parcial. Os fatores explorados mostram que a relação entre BNDES e mercado de capitais, na verdade, é de complementariedade, tornando o movimento observado no Gráfico 10 motivo de alerta, podendo gerar, conforme observado, aumento da restrição ao crédito principalmente de MPME e redução da taxa de investimento.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS:

Este trabalho buscou analisar a trajetória do crédito no Brasil a partir de 2011, seus principais agentes e determinantes, e a ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa nesse contexto. Para isso, foram abordados dados a respeito da evolução do crédito ao setor privado como um todo, além da análise direcionada aos principais agentes nesse contexto: o BNDES e as debêntures.

Primeiramente, o crédito ao setor privado, até os anos 2000, possuía uma participação limitada na economia brasileira e foi a partir de 2004 que se notou uma evolução considerável nesse mercado. Isso se deu por meio de incentivos governamentais por meio de títulos públicos, que permitiram a criação de uma estrutura institucional que funcionou como base para que, uma vez que se estabelecesse um cenário econômico favorável, o mercado de dívida privada também se desenvolvesse.

O crescimento inicial do crédito ao setor privado até metade da década de 2010 foi sustentado pelos desembolsos do BNDES, possibilitados pela expansão das dívidas públicas. Esse cenário permitiu que, diante da crise de 2008, medidas anticíclicas fossem tomadas, por meio do banco de desenvolvimento, contendo os efeitos da crise e fornecendo ao BNDES o título de protagonista no mercado de crédito de longo prazo no Brasil, título este que se manteria até 2015.

O protagonismo do BNDES se baseava nas vantagens que oferecia ao mercado em comparação às outras opções de financiamento. Isso se decorria por meio da TJLP, a taxa praticada pelo banco de desenvolvimento que funcionava como instrumento político e, historicamente, apresentava um diferencial relevante se comparado a taxa básica de juros.

A partir de 2015, as condições macroeconômicas desfavoráveis impactaram negativamente o crédito ao setor privado, dando início ao declínio do BNDES. Posteriormente, com a instituição da TLP e início da recuperação econômica, a decadência do banco de desenvolvimento se intensificou, enquanto a redução dos níveis de inflação e de juros contribuíram, finalmente, para ascensão dos títulos de dívida privada no país. Assim, nesse contexto, o BNDES perdeu sua posição de destaque no mercado de crédito, enquanto o mercado de capitais conquistava esse papel.

Além das mudanças macroeconômicas e da alteração na forma de remuneração do BNDES, foram adotadas medidas institucionais não só comandadas pelo governo em 2000, mas também assumidas a partir de 2009 com o debate acerca da importância do desenvolvimento do mercado de capitais. A instrução CVM nº 476 e, principalmente a Lei nº 12.431/11 tiveram

suma importância nesse contexto. O conjunto de todas essas transformações permitiram que fosse possível o transbordamento do avanço do crédito também para a dívida privada, que começou a demonstrar mais vantagens se comparadas ao BNDES que até então dominava o fornecimento do financiamento para as empresas.

Ou seja, a partir de 2017, tem-se uma inversão de protagonismo em que a ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa, principalmente por meio das emissões de debêntures, assume essa posição no lugar dos desembolsos do BNDES que vinha demonstrando consistente decadência desde 2015.

Contudo, essa mudança de paradigma na economia não deve ser tratada como uma simples substituição. Isso porque, o papel do BNDES e das debêntures devem ser tratados, na verdade, como complementares, uma vez que exercem funções diferentes diante do financiamento das empresas. Essa inversão de papéis ocorreu de modo que o crescimento do volume de emissão de debêntures não ocorreu proporcionalmente ao aumento da quantidade de empresas emissoras, ou seja, esse fenômeno foi responsável por agravar a concentração de crédito existente no país, conforme analisado na seção 4.3.

Essas transformações que foram analisadas ao longo deste trabalho são alinhadas com a discussão teórica abordada no capítulo 2 deste trabalho. Além da importância do desenvolvimento do crédito de longo prazo para o desenvolvimento econômico de um país, as teorias keynesianas da preferência pela liquidez e o circuito da dívida são capazes de explicar a baixa atratividade do mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil até 2015, quando as condições macroeconômicas começaram a mudar, permitindo a ascensão do mesmo.

Dessa forma, é possível avaliar a importância de debater essas transformações que a economia brasileira vem sofrendo. Uma vez que os desembolsos do BNDES e as emissões de debêntures cumprem diferentes funções diante das empresas que buscam financiamento e, por isso, são complementares, é fundamental que em paralelo à ascensão do mercado de títulos de dívida corporativa, o governo tome medidas em favor do BNDES, para que as duas fontes de financiamento possam coexistir de forma consistente.

Primeiramente, a TLP deve ser revista, uma vez que, conforme analisado neste trabalho, ela apresenta inconsistências se avaliada segundo suas intenções. Além disso, a comparação entre o custo e o retorno das medidas políticas adotadas pelo governo para incentivar as emissões de debêntures devem ser mais bem avaliadas, a fim de garantir que seus retornos de fato superem seus custos.

Ou seja, para evitar impactos negativos causados pela redução do papel do BNDES, é fundamental para o país que ele retome seu dinamismo. Ademais, é importante, ainda, garantir

que se mantenha o espaço conquistado pelo mercado de títulos de dívida corporativa, uma vez que significou uma redução da dependência de vias públicas para obtenção de crédito no país.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA. **O que são Debêntures**. Disponível em: [O que são Debêntures | ANBIMA Data](https://www.anbima.com.br/que-sao-debentes). Acesso em: 17 ago. 2023.

BARBOZA, Ricardo; TORES, Ernani; MAGALHÃES, Letícia; MARTINS, Norberto; PEREIRA, Thiago; LIBERA, Victor. **BNDES e o mercado de capitais**: esclarecimentos para o debate público no Brasil, 2023.

BCB. **Entrevista coletiva sobre modernização da remuneração do BNDES**, 2017. Disponível em: [Entrevista coletiva sobre modernização da remuneração do BNDES - YouTube](https://www.youtube.com/watch?v=JyfJyfJyfJy). Acesso em: 17 ago. 2023.

BNDES. **Relatório Anual 2022**. Rio de Janeiro: BNDES, 2023. Disponível em: [Relatório Anual 2022 \(bnDES.gov.br\)](https://www.bnDES.gov.br). Acesso em: 17 ago. 2023.

BRAGANÇA, Gabriel; PESSOA, Marcelo; SOUZA, Gustavo. **Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: As Debêntures Incentivadas**. Texto para Discussão IPEA nº 2158, 2015.

CANONGIA, Diogo Senna. **Como as Empresas Brasileiras de Capital Aberto Escolhem sua Estrutura de Capital**. 2014. 183 p. Dissertação (mestrado acadêmico) – Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Economia. Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada, Juiz de Fora, 2014.

CAPRIO, Gerard; DEMIRGUÇ-KUNT, Asli. The Role of Long-Term Finance: Theory and Evidence. **The World Bank Research Observer**, vol. 13. Oxford: Oxford University Press, 1998.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Financial Innovation and the Post Keynesian Approach to the Process of Capital Formation. **Journal of Post Keynesian Economics**, 19(3): 461-487, 1997.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. A demanda por moeda, a escolha de ativos e a preferência pela liquidez em Keynes. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**, 3.ed. São Paulo: Elsevier, 2015.

FERNANDES, Catarina Castro. **Uma Análise do Mercado de Debêntures no Brasil: Aspectos Estruturais e Perspectivas após a Lei nº 12.431/11**. 2020. 94 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

GASPAR, Gustavo. **Investimento em Infraestrutura no Brasil após 2011**: O crescimento das debêntures em meio à redução do investimento público. 2023. 93 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, Rio de Janeiro, 2023.

FINEP. **PSI - Programa de Sustentação do Investimento**. Disponível em: [PSI - Programa de Sustentação do Investimento \(finep.gov.br\)](https://www.finep.gov.br/psi-programa-de-sustentacao-do-investimento). Acesso em: 17 ago. 2023.

GORAYEB, José; AZEVEDO, Elisabeth. **50 anos de desenvolvimento do BNDES**, São Paulo: DBA Artes Gráficas, 2002.

KEYNES, John Maynard. The ex-ante theory of the rate of interest. **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 188, 1937.

KEYNES, John Maynard. The general theory of employment. In: MOGGRIDGE, D. **The General Theory and After: Defence and Development**. Collected Writings, vol. XIV. London: Macmillan, 1973.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda - Coleção Os Economistas**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

LAZZARINI, Sérgio; PINA, Victor; GIAMBIAGI, Fabio. **Aprendendo com a transformação do BNDES**, n.46141, 2020.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic Literature**, XXXV: 688-726, 1997.

MEHRLING, Perry. The vision of Hyman P. Minsky. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 39, p. 129-158, 1999.

MILL, John Stuart. **Princípios da Economia Política Com Algumas de suas Aplicações à Filosofia Social** - Coleção Os Economistas, 2<sup>a</sup> Edição. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Mitos e Verdades sobre a Substituição da TJLP pela TLP, 2023. Disponível em: [PowerPoint Presentation \(www.gov.br\)](http://www.gov.br). Acesso em: 17 ago. 2023.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JÚNIOR, Antonio J. A. Mercado de Títulos de Dívida Corporativa Privada no Brasil: Aspectos Estruturais e Evolução Recente. **Revista de Economia Contemporânea**, v.16, n.1, pp. 107-137, 2012.

PAULA, L. F. **Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Keynesiana**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JÚNIOR, Antonio J. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, 2020.

PINTO JUNIOR, Helder Queiroz. Estratégias de Financiamento. **Economia Industrial**, 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

SILVA, Mauro Santos. Financiamento à Infraestrutura: Desenvolvimento institucional e desempenho do mercado de debêntures incentivadas. **Concessões e Parcerias Público-Privadas: Políticas públicas para provisão de infraestrutura**. Brasília: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada), 2022.

SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações** - Volume 1. 1<sup>a</sup> Edição. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

STUDART, Rogério. **Investment Finance in Economic Development**. Londres: Routledge, 1995.

TORRE, Augusto de la; SCHMUKLER, Sergio L. **Emerging capital markets and globalization: the Latin American experience**. Stanford: Stanford Economics and Finance, 2007.

TORRES, Ernani Teixeira Filho; MACAHYBA, Luiz. **O Elo Perdido - O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas**. São Paulo: IEDI-Instituto Talento Brasil, 2012.

TORRES, Ernani Teixeira Filho; MACAHYBA, Luiz; MARTINS, Norberto Montani. BNDES: as debilidades da TLP. **Le Monde Diplomatique Brasil**, 2020.

TORRES, Ernani Teixeira Filho. **Minsky: moeda, restrição de sobrevivência e hierarquia do sistema monetário globalizado**. Campinas: Unicamp. IE, 2020.

TORRES, Ernani Teixeira Filho; MACAHYBA, Luiz; MARTINS, Norberto Montani. **Crédito Corporativo de Longo Prazo no Brasil: do BNDES à Intermediação Privada?** Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2021.

TORRES, Ernani Teixeira Filho; MACAHYBA, Luiz. **Mercado de Capitais e Crédito Corporativo de Longo Prazo: Oportunidades e Perspectivas**. São Paulo: FIESP-Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, 2022.

VALENTE, Frederico S.P.F. A relação entre investimento, poupança e taxa de juros: um panorama do debate sobre financiamento de longo prazo. **Leituras de Economia Política**, v.12, p. 83-99, jan. 2006/dez. 2007.