



NOTA CEMEC FIPE 11/2022

**MERCADO DE CAPITAIS E INOVAÇÕES REGULATÓRIAS DO BC
DEFINEM O NOVO PADRÃO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

NOVEMBO DE 2022

ÍNDICE

1. SUMÁRIO	1
2. FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO	3
3. MERCADO DE CAPITAIS NO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E DE SEUS INVESTIMENTOS	6
4. INOVAÇÕES REGULATÓRIAS E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO	24
5. CONCLUSÕES	32
6. EQUIPE TÉCNICA	34

1. SUMÁRIO

Nos últimos anos o forte aumento de participação do mercado de capitais na mobilização e alocação da poupança financeira e a implementação de várias inovações regulatórias lideradas pelo BCB estão entre os sinais mais evidentes de importantes mudanças do sistema financeiro brasileiro. O objetivo desta Nota é realizar uma avaliação preliminar do impacto dessas mudanças sobre a funcionalidade do sistema financeiro nacional e especialmente de seus efeitos potenciais sobre o crescimento econômico, como resultado do aumento da eficiência econômica da alocação de recursos, a redução do custo de capital, o financiamento das empresas e de seus investimentos e o acesso de pequenas e médias empresas a esses recursos.

Como foi evidenciado em excelente resenha e avaliação das pesquisas teóricas e empíricas realizadas, Ross Levine (2021)¹ mostra que a evidência preponderante é que desenvolvimento financeiro acelera o crescimento econômico, por aumentar a eficiência econômica da alocação de recursos, apoiar a mudança tecnológica e reduzir as disparidades de renda, oferecendo o acesso a recursos para segmentos de menor renda.

Os números mostram que o forte crescimento do mercado de capitais e a implementação de inovações regulatórias pelo Banco Central tem melhorado a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro na mobilização e alocação da poupança financeira.

Em setembro de 2022, cerca de 80% dos recursos de dívida têm sua alocação feita pelo mercado, em operações de crédito livre e de dívida corporativa, contra 61% em 2016, certamente direcionando esses recursos para as empresas que oferecem melhores perspectivas de crescimento, viabilidade financeira e rentabilidade. Além de responder por 62% dos recursos da captação líquida de todas as empresas não financeiras no ano terminado em setembro de 2022, os recursos captados no mercado de capitais respondem por 75% da oferta de recursos de médio e longo prazo para o financiamento de

¹ 2021 - Ross Levine - Finance, Growth, and Inequality - IMF Working Paper WP/21/164 - June 2021

investimentos. Destaca-se ainda a atuação dos FIPs no apoio e desenvolvimento de empresas e *start ups* de caráter tecnológico.

As limitações do mercado de capitais em oferecer recursos de médio e longo prazo para empresas de menor porte reforçam a importância da atuação do BNDES nesse segmento de empresas, atuação essa agora alinhada com as prioridades do banco oficial.

A análise das inovações regulatórias implementadas pelo Banco Central mostra um conjunto de medidas focadas em alguns dos principais fatores que tem elevado o custo de crédito e dificultado o acesso de pequenas e médias empresas ao financiamento bancário. Redução da assimetria de informações, melhor execução de garantias, incentivo à digitalização das operações e aumento da concorrência no mercado de crédito caracterizam as principais mudanças. Vários indicadores do mercado de crédito sugerem a geração de resultados favoráveis, com a redução da concentração no mercado de crédito, beneficiando especialmente as empresas de menor porte, que tem menos acesso ao mercado de dívida corporativa e a recursos externos. Chama a atenção que o volume de crédito concedido a MPME tem crescido mais e tem valor maior que o contratado com as empresas grandes, ao mesmo tempo em que se observa considerável redução das diferenças de taxas de juros cobradas desses dois segmentos de empresas.

2. FUNCIONALIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO

Vários estudos e pesquisas tem analisado as relações entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico, levando em conta também suas implicações sobre distribuição de renda e redução da pobreza.

Numa cuidadosa resenha e avaliação das pesquisas teóricas e empíricas realizadas nessa área, Ross Levine (2021)² registra que a evidência preponderante é a de que o desenvolvimento financeiro acelera o crescimento econômico, não por aumentar a taxa de poupança, mas por aumentar a eficiência econômica da alocação de recursos e por apoiar a mudança tecnológica. Alguns trabalhos também sugerem que o desenvolvimento financeiro também amplia as oportunidades econômicas e reduzem as disparidades de renda, favorecendo o aumento da renda dos segmentos menos favorecidos. Resultados preliminares também indicam que inovações financeiras aumentam a capacidade dos sistemas financeiros, de reduzir custos de transação e melhorar a qualidade das informações, fatores importantes para manter o crescimento econômico.

Schumpeter³ já destacava em 1912 que o “bom funcionamento dos bancos promove a inovação tecnológica identificando e financiando aqueles empreendedores que tem as melhores chances de implementar com sucesso os processos de produção inovadores”. Tobin (1984)⁴ registra que o critério mais relevante de eficiência econômica dos mercados financeiros é o critério de eficiência funcional, pelo qual o valor das empresas reflete corretamente as expectativas racionais de seus retornos futuros, baseadas na disponibilização de informações amplas e equitativas a todos os investidores e a eficácia das restrições contra a atuação de incides,

² 2021 - Ross Levine - Finance, Growth, and Inequality - IMF Working Paper WP/21/164 - June 2021

³ Joseph A. Schumpeter (1912), citado por Ross Levine (1997)

⁴ Tobin, James (1984) – On the efficiency of the Financial System - Loids Bank Review July 1984

Nessas condições a alocação de recursos entre empresas beneficia exatamente as empresas com melhores perspectivas de crescimento e geração de valor. Rajam e Zingales⁵, ao analisar o papel do sistema financeiro no processo de crescimento da produtividade liderado por inovações, concluem que mercados financeiros saudáveis e competitivos constituem ferramenta efetiva e extraordinária na difusão de oportunidades e luta contra a pobreza.

Interessante trabalho de pesquisa⁶ realizado com base em dados de 66 países classificados como desenvolvidos, emergentes e em transição⁷, apresenta resultados econométricos convincentes, indicando que os países com sistemas financeiros de melhor qualidade apresentam taxas mais elevadas de crescimento do produto per capita e produtividade do capital em igualdade de outras condições.

A qualidade dos sistemas financeiros, é avaliada com base vários indicadores que refletem basicamente a qualidade das instituições de modo a garantir a obediência do direito de propriedade e respeito aos contratos, nível de governança, proteção aos acionistas e transparência de informações das empresas no mercado de capitais além da ausência de interferências de caráter político ou grupos de interesse nas decisões de concessão de crédito no sistema bancário. Admite-se que os bancos têm as melhores condições para uma alocação eficiente de recursos na medida em que suas decisões permitam identificar as empresas com melhores condições econômicas e financeiras e projetos mais promissores, quando estão livres de interferências políticas, de pressões de grupos para limitar o crescimento de concorrentes ou mesmo da adoção de preferência por empresas de partes relacionadas.

Wurgler (2000)⁸ em trabalho de pesquisa com dados de 65 países e vários períodos de tempo conclui pela existência de indicações de que os mercados financeiros melhoram a

⁵ (*) (2003) Raghuram G. Rajam and G. Luigi Zingales – Saving capitalism from the capitalists – Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity – Crown Business

⁶ Art Durnev, Kan Li, Randall Morck e Bernand Yeung (2004) – Economic of Transition Volume 12 (4)

⁷ São considerados países em transição na época do artigo, China, Índia, Polônia e República Tcheca,

⁸ Jeffrey Wurgler (2000) – Financial Markets and Allocation of Capital – Journal of Financial Economics 58 (2000)

alocação de capital. Nos países que dispõem de sistemas financeiros desenvolvidos verifica-se que alocação de investimentos favorecem os setores industriais com maior crescimento e reduzem a destinação de recursos para setores industriais em declínio. A eficiência de alocação de recursos é negativamente correlacionada com a participação de empresas estatais e positivamente correlacionada com a existência de informações de qualidade sobre taxas de retorno das empresas e com o nível de proteção dos acionistas minoritários

Ross Levine (2021) conclui que os sistemas financeiros oferecem cinco serviços críticos para superar as fricções de mercado:

1. Oferecer informação sobre oportunidades econômicas de investimento e escolher onde alocar o capital;
2. Monitorar os investimentos e exercer a governança corporativa depois de oferecer recursos de capital para empresas e pessoas;
3. Oferecer mecanismos de negociar, diversificar e gerir riscos
4. Mobilizar e reunir poupanças financeiras de um grande número de poupadores individuais;
5. Facilitar as trocas de bens e serviços

Usando essas funcionalidades dos sistemas financeiros em suas relações com o crescimento econômico e a distribuição de renda, a ideia é verificar em que medida o aumento de participação do mercado de capitais e as inovações regulatórias implementadas pelo BCB indicam avanços na funcionalidade do sistema financeiro em favor do crescimento econômico e da democratização de oportunidades.

3. MERCADO DE CAPITAIS NO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E DE SEUS INVESTIMENTOS

3.1 Avanços institucionais e o novo posicionamento do BNDES

Especialmente a partir do ano 2.000 foram criadas várias condições institucionais e operacionais para o desenvolvimento do mercado de capitais⁹. A criação do Novo Mercado da BOVESPA tem promovido melhores padrões de governança corporativa das empresas, foram realizados importantes avanços realizados pela CVM na regulação e na autorregulação do mercado além da criação de novos veículos e instrumentos financeiros em parceria com entidades do setor privado organizadas no âmbito do Plano Diretor de Mercado de Capitais¹⁰. Entretanto, apesar desses avanços e da consolidação de infraestruturas de mercado, o mercado de capitais estagnou pelo menos até 2016.

No período de 2010 a 2016 a permanência de altas taxas de juros de títulos públicos, impondo custos financeiros elevados para colocação de títulos de dívida privada, em níveis superiores à taxa de retorno de muitas empresas não financeiras atuou como um fator de inibição para o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa. Vários trabalhos mostram a existência de várias condições adversas ao desenvolvimento do mercado nessa época^{11 12}. Custo de capital próprio elevado e preferência dos investidores por títulos de dívida pública tinham também efeito negativo sobre o mercado de ações. O número de empresas abertas apresentava tendência declinante e as emissões de ações se

⁹ V. por exemplo Marcio Guedes Pereira Junior – Evolução histórica do mercado de capitais no Brasil. Evolução recente dos principais instrumentos de renda fixa privada - Capítulo 6 – Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil - Amarilis Prado Sardenberg (org.) - Editora Sociologia e Política 2015

¹⁰ O Plano Diretor do Mercado de Capitais, produto do Congresso da ABAMEC de abril de 2002 com apoio técnico do CEMEC, na época centro de estudos do antigo Instituto IBMEC, reuniu o apoio de 23 entidades privadas do mercado, que se reuniram em comitês. Com a realização de vários estudos e encaminhamentos à CVM e outros órgãos reguladores, no período 2002 a 2008; das 50 propostas específicas do Plano, 44 foram implementadas total ou parcialmente; V. (2009) Rocca, Carlos Antonio – O novo Plano Diretor do Mercado de Capitais – Estudos IBMEC 6 – Editora Campus/Elsevier Rio de Janeiro.

¹¹ V. por exemplo (2013) Rocca, Carlos A e Santos Jr. Lauro Modesto – Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais: Diagnóstico e Propostas – Estudos Ibmec 7 – Ed. Polít.

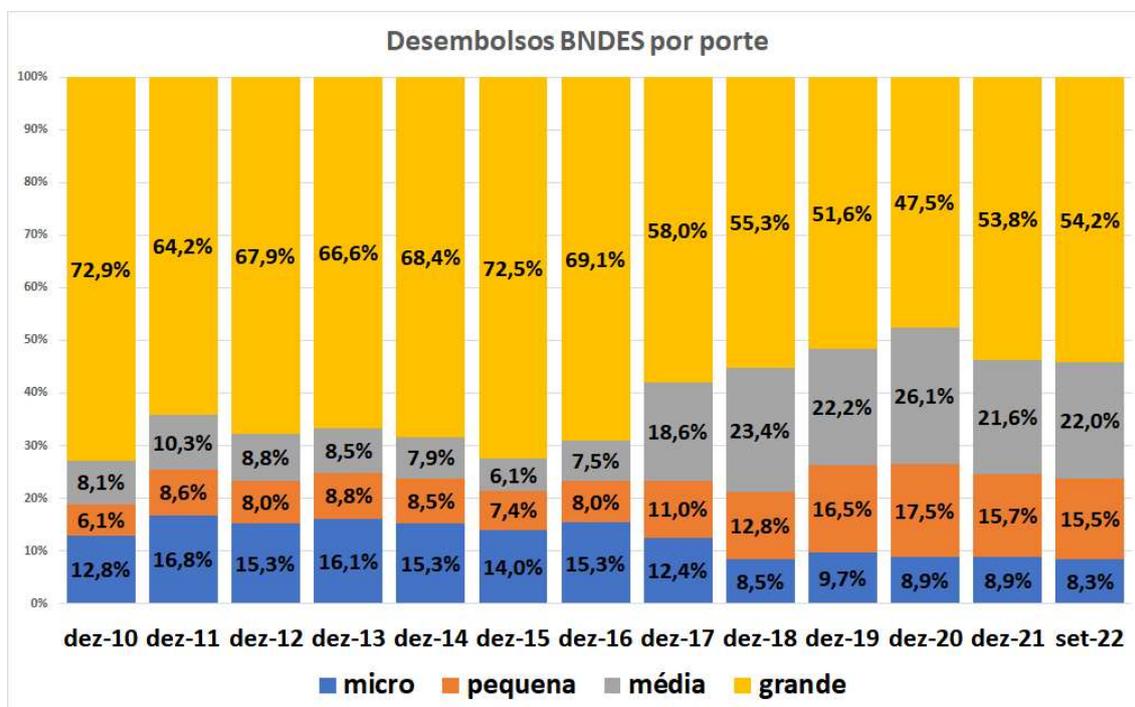
¹² V. também (2017) Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho – Fragilidades e desafios do mercado de capitais brasileiro – Cap. 10 de Fabio Giambiagi e Mansueto Facundo de Almeida Jr. – Retomada do Crescimento – Diagnóstico e Propostas – Rio de Janeiro, Elsevier – 2017.

concentravam num pequeno número de empresas grandes, com grandes emissões intermediadas por grandes bancos absorvidas principalmente por grandes investidores.

Existem razões para acreditar que pelo menos no período de 2010 a 2016, o forte crescimento da oferta de recursos de financiamento do BNDES a taxas subsidiadas representava outro fator de inibição para o desenvolvimento do mercado de capitais. Desde meados da década de 90 o banco oficial mantinha o principal papel na oferta de recursos de médio e longo prazo para o financiamento de investimentos, com volume de desembolsos próximos de 2% do PIB¹³. Depois de forte crescimento em 2008 e 2009, para mitigar os efeitos da crise de 2008, a partir de 2010 os desembolsos dobraram em relação ao PIB e o aumento dos recursos de financiamento com taxas subsidiadas transformou-se num instrumento da política de crescimento econômico. Como se vê no **Gráfico 01**, cerca de 70% dos desembolsos do BNDES nesse período beneficiaram empresas grandes, que em geral tem as melhores condições de escala, transparência e governança para se financiar no mercado de capitais.

¹³ Fonte: (2020) Ricardo de Menezes Barboza, Samuel de Abreu Pessoa, Eduardo Pontual Ribeiro, Fabio Brenner Roitman - O que aprendemos sobre o BNDES – BNDES Texto para Discussão 149 – Julho de 2020

GRÁFICO 01



Fonte: BNDES

O novo posicionamento do BNDES, definido a partir de 2016, se caracteriza pela adoção da TLP, taxa que se aproxima gradualmente das taxas de mercado, combinada com a definição de novas prioridades, focadas no financiamento de pequenas e médias empresas, estruturação e promoção do financiamento de projetos de infraestrutura e de inovação¹⁴. A prática de taxas de juros subsidiadas em competição com o mercado de capitais, foi substituída pela prática de taxas de juros mais próximas do mercado, num modelo de atuação em sinergia com esse mercado. O BNDES passou a atuar como um promotor do mercado de dívida corporativa, especialmente no caso de debêntures mas também na promoção de FIDCs.

¹⁴ Caracteriza uma posição mais próxima da experiência internacional de bancos nacionais de desenvolvimento v. Ana Claudia Alem e Wander Azevedo – As principais tendências dos bancos nacionais de desenvolvimento. Lições da experiência internacional – Revista do BNDES V.25 n. 49 – jun 2018

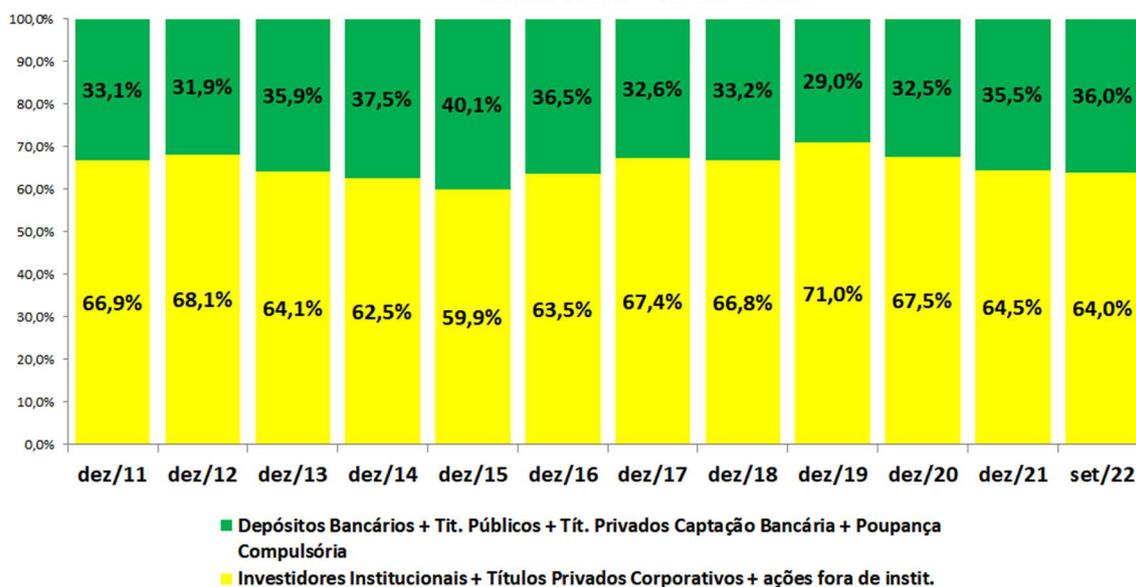
3.2 Mercado de capitais assume a liderança da mobilização de poupança financeira e financiamento das empresas

Os dados disponíveis mostram que instrumentos e veículos do mercado de capitais têm assumido a liderança da mobilização da poupança financeira e do financiamento das empresas não financeiras.

Desde 2010 o mercado de capitais tem respondido por cerca de 2/3 da mobilização poupança financeira, como se vê no **Gráfico 02**. No ano terminado em setembro de 2022, o saldo de ativos financeiros dos investidores institucionais (fundos de investimento, fundos de pensão, planos de previdência aberta, fundos de capitalização e empresas de seguros) somados aos saldos de títulos de dívida corporativa e ao valor da capitalização do mercado de ações fora dos institucionais representam cerca de 2/3 do saldo total de ativos financeiros da economia brasileira. Saldos de fundos de poupança compulsória, depósitos bancários e outros títulos de emissão bancária e títulos públicos fora dos investidores institucionais respondem por cerca de 1/3 da carteira de ativos financeiros.

Outro indicador da participação de entidades do mercado de capital na mobilização de poupança financeira, combinando a distribuição de ativos financeiros e a prestação de serviços financeiros de alocação de carteiras num mercado cada vez mais competitivo é o aumento do número de fundos de investimento que praticamente dobrou, de 14.789 fundos em 2016 para 28.758 em 2022, conforme dados da ANBIMA.

GRÁFICO 02
Instrumentos e veículos de mobilização de poupança
financeira - % do Total

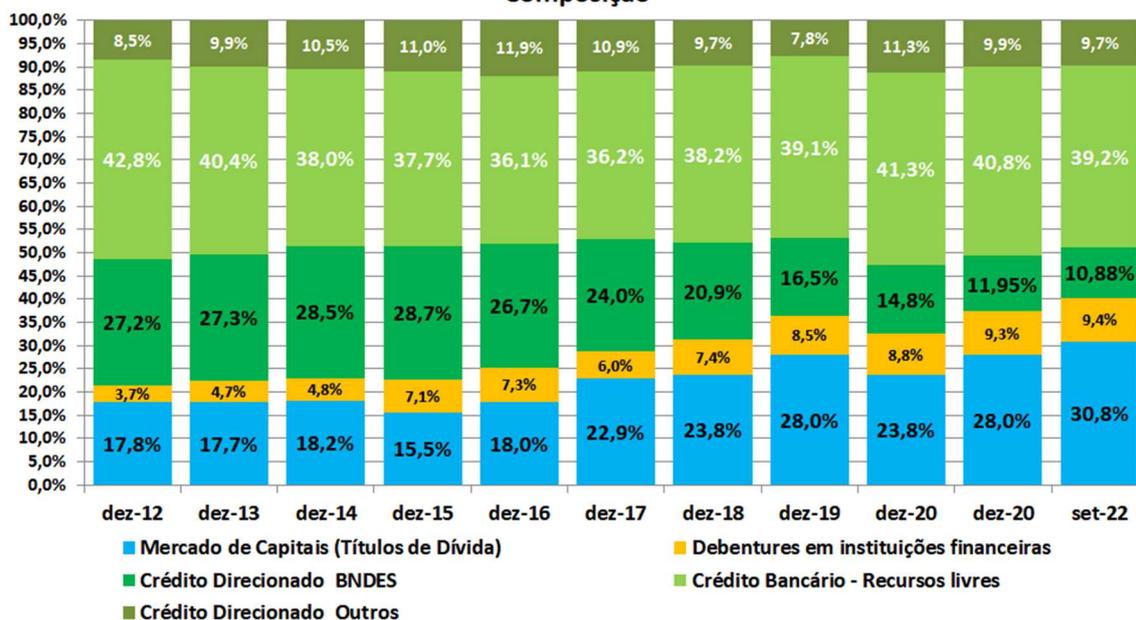


A participação dos títulos de dívida corporativa no exigível financeiro doméstico¹⁵ de todas as empresas não financeiras brasileiras cresce de 19,5% em 2011 para 40,2% em setembro de 2022, como se pode observar no **Gráfico 03**.

¹⁵ Concentramos o foco nos recursos captados no mercado doméstico; embora os recursos externos representem 34% do exigível financeiro total das empresas brasileiras, esses recursos estão concentrados em um pequeno número de grandes empresas e seu valor em moeda estrangeira tem permanecido relativamente estável desde 2016, com média de US\$ 340 bilhões; suas variações refletem basicamente variações da taxa de câmbio.

GRÁFICO 03

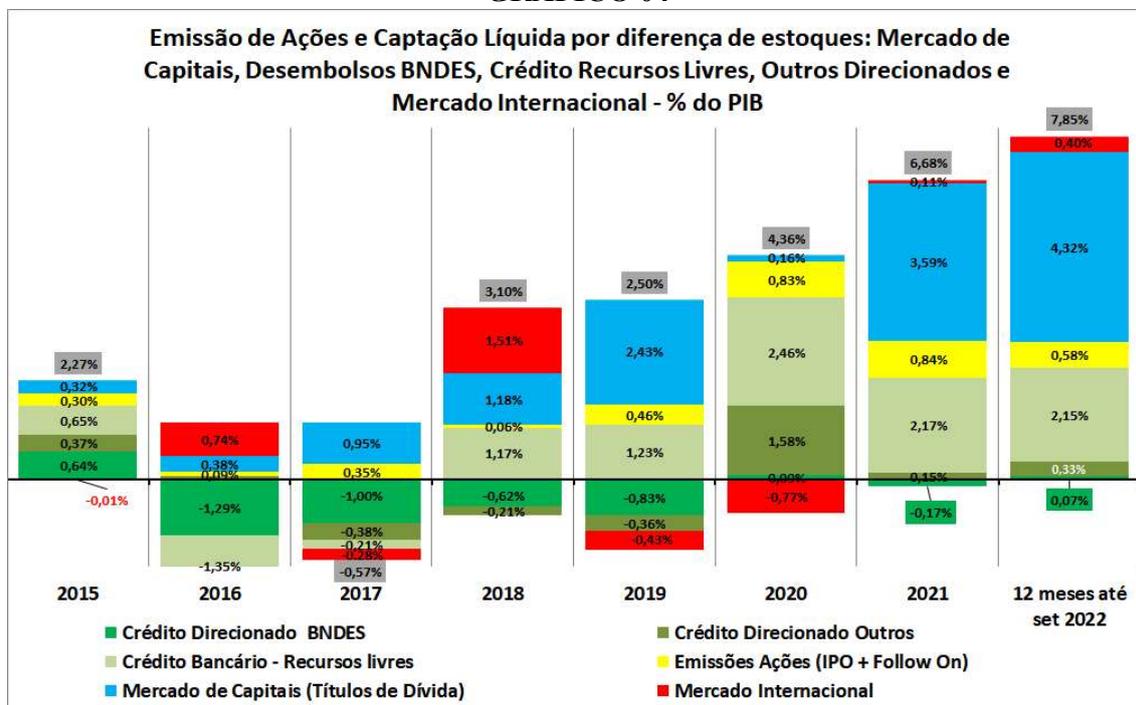
Exigível Financeiro Doméstico de Pessoas Jurídicas Não Financeiras Composição



Os recursos líquidos captados com a emissão de títulos de dívida corporativa (debentures, notas promissórias, CRI, CRA, FIDCS e outros) e emissões primárias de ações tem crescimento acentuado nos últimos anos, como se verifica no **Gráfico 04**. No ano terminado em setembro de 2022 esses recursos captados no mercado de capitais respondem por 62% do valor total de captação líquida de recursos de todas as empresas brasileiras¹⁶

¹⁶ Importante lembrar que não estão computadas nesses números as emissões de ações e quotas de capital de empresas de capital fechado, dada a inexistência de dados estatísticos.

GRÁFICO 04



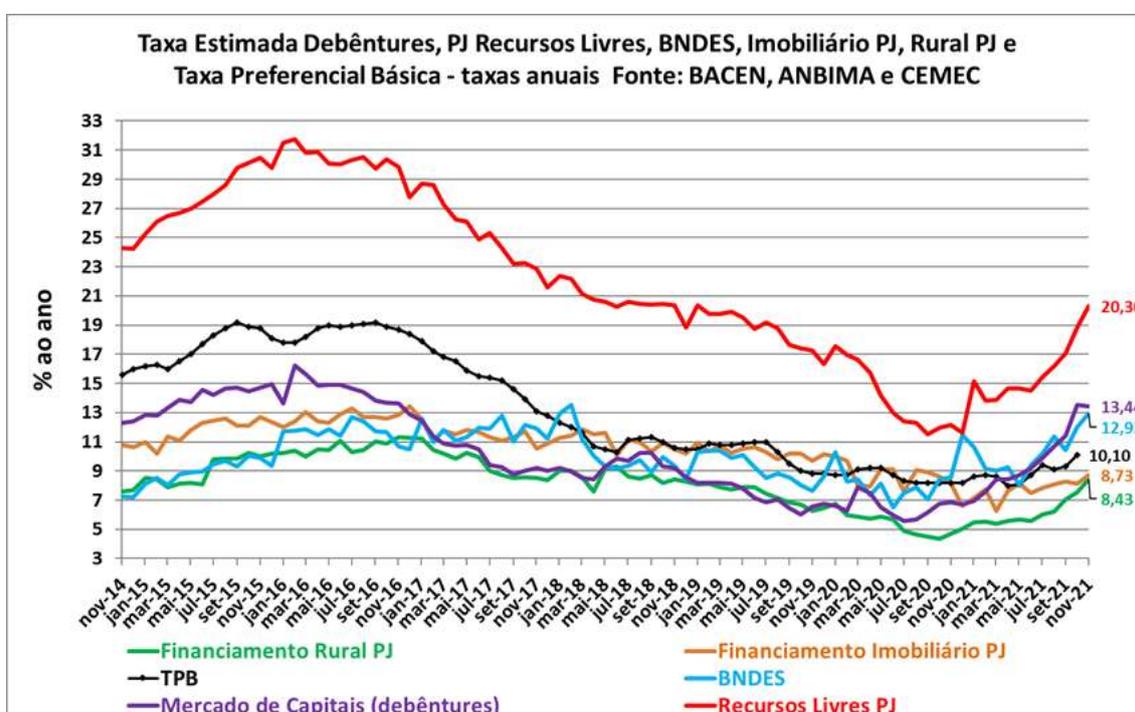
Outros indicadores de crescimento do mercado de capitais dizem respeito à crescente participação de empresas e investidores nesse mercado. Por exemplo, o número de empresas com emissões de debêntures dobrou, de 820 empresas em 2015 para 1.616 em 2021, sendo que 2/3 das emissões de Debêntures feitas com base na Resolução 476 da CVM em 2021, foram feitas por empresas fechadas. No mercado de ações, o número de empresas listadas na B3 aumentou de 326 em meados de 2019 para 376 em setembro de 2022, enquanto que o número de investidores em ações saltou de cerca de 814 MIL 2018 para 4,2 milhões em fevereiro de 2022.

3.3 Debêntures lideram a queda do custo de financiamento e aumentam concorrência segmento de empresas com acesso ao mercado de capitais

Como se observa no **Gráfico 05**, na maior parte do período de 2014 a 2022, as taxas médias de Debêntures se situam abaixo da taxa preferencial brasileira (TPB) taxa oferecida pelos bancos aos seus melhores clientes. Não obstante essas taxas não incluem os custos de emissão

de Debêntures e o impacto do IOF nas operações de crédito, é possível constatar que as taxas de Debêntures apresentam queda mais acentuada que a observada na TPB após 2016, quando ocorre a queda da taxa SELIC, aumentando a diferença com a TPB pelo menos até o início de 2018. Daí por diante, observa-se uma redução dessas diferenças, podendo ser uma indicação do aumento de concorrência com crédito bancário no segmento de empresas maiores, com acesso ao mercado de capitais.

GRÁFICO 05



3.4 Alocação de recursos: em setembro de 2022, cerca de 80% dos recursos de dívida das empresas brasileiras são alocados pelo mercado

Um resultado das mudanças ocorridas nos últimos anos no financiamento das empresas brasileiras, cuja importância é destacada na maioria dos estudos e pesquisas mencionados nesta Nota é o aumento da parcela de recursos de operações de dívida que é alocada pelo mercado. A **Tabela 01** resume esse resultado, ao mostrar que cerca de 80% do saldo total de recursos de dívida em moeda nacional em setembro de 2022 são alocados pelo mercado, em relação aos 61% observados em dezembro de 2026.

TABELA 01

Parcela do saldo de dívida das empresas alocada pelo mercado

FONTE DE RECURSOS	12/2016	09/2022	VARIAÇÃO p.p.
1. Crédito direcionado	38,60%	20,59%	-18,01%
2. Crédito recursos livres	36,10%	39,15%	3,05%
3. Títulos de dívida corporativa	25,30%	40,26%	14,96%
Alocados pelo mercado (2+3)	61,40%	79,41%	18,01%
Soma	100,0%	100,0%	-

3.3 Mercado de capitais é a principal fonte de recursos domésticos de médio de longo prazo para o financiamento de investimentos

A disponibilidade de recursos de médio e longo prazo, com custos compatíveis com a taxa de retorno do capital total investido, constitui importante fator para sustentar a taxa de investimento da economia e acelerar o crescimento econômico. A importância relativa da geração de recursos próprios e recursos de dívida no financiamento dos aumentos de ativos totais de empresas abertas no período de 2016 a 2022 é apresentada na **Tabela 02**.

TABELA 02 - Fontes de financiamento do aumento de ativos das empresas abertas

FONTES/ANOS	2016 a 2022 Inv. Bruto (1)	2016 a 2022 Inv. Líquido (2)
1.Recursos próprios		
Emissões primárias	15,9	25,1
Lucros retidos	13,7	21,7
Soma 01	29,6	46,8
Depreciação	36,8	-0-
Soma 02	66,4	46,8
2.Dívida	33,6	53,2
Total	100,0	100,0

Fonte: Valor Pro - Elaboração CEMEC Fipe

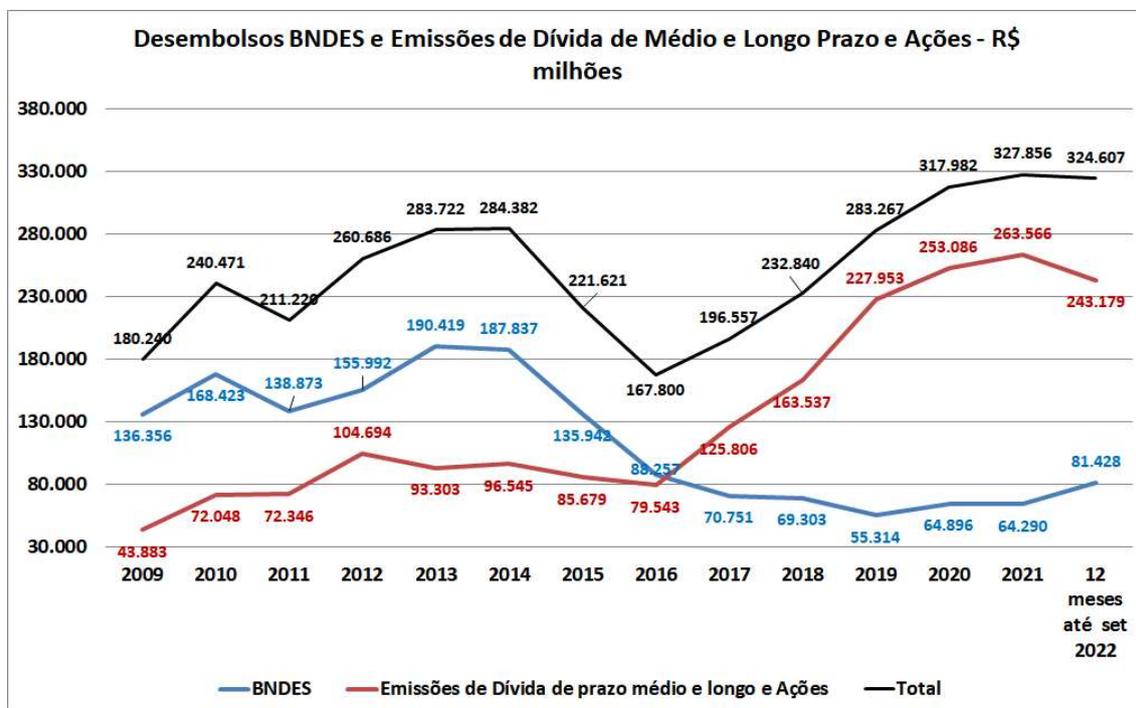
O aumento de ativos totais inclui o aumento de saldos de contas cujo conteúdo se aproxima do conceito de formação bruta de capital fixo, como é o caso dos saldos de ativo permanente e ativos intangíveis, mas inclui também o aumento de contas do ativo circulante, em que somente a variação de estoques compõe o conceito de investimento do ponto de vista macroeconômico. Entretanto, na medida em que o aumento desses componentes do ativo das empresas mantenha uma certa proporcionalidade, é possível utilizar essas estimativas como um indicador das fontes de financiamento dos investimentos dessas empresas.

Como se vê na coluna (1), os recursos próprios gerados pelas empresas abertas para financiar o aumento bruto de seus ativos no período de 2016 até o ano terminado em 2T2022, representam cerca de 2/3 do total, provenientes de emissão primária de ações, retenção de lucros e recursos destinados a provisões de depreciação. A posição relativa das fontes se inverte quando se exclui os recursos das provisões de depreciação, na coluna (2), em que o aumento dos ativos se aproxima do conceito de investimento líquido, fazendo com que os recursos de dívida passem a representar mais da metade (53,2%) do total. Embora não sejam disponíveis dados estatísticos das empresas fechadas, é razoável supor que nessas empresas a importância relativa dos recursos próprios deve ser maior, levando em as maiores

dificuldades dessas empresas para acessar recursos de dívida, de vez que em geral apresentam padrões de transparência e governança inferiores aos das empresas abertas.

De qualquer modo, o acesso a fontes de recursos de médio e longo prazo é condição importante para o financiamento de investimentos de empresas abertas e fechadas. O **Gráfico 06** mostra a evolução da oferta total de recursos domésticos de médio e longo prazo, considerando o valor dos desembolsos do BNDES e o valor das emissões de dívida e de ações do mercado de capitais, no período de 2009 até o ano terminado em setembro de 2022. Fica evidenciada a forte mudança de composição das origens de recursos de financiamento de médio e longo prazo no mercado doméstico no período, desde 2014, quando o volume total de recursos atinge seu valor máximo, com participação de 66% do BNDES, até 2022, em que a participação do mercado de capitais representa 75% do total.

GRÁFICO 06



Fonte: BCB, ANBIMA – Elaboração CEMEC Fipe

3.4 Prazos de financiamento da dívida corporativa e o financiamento de médio e longo prazo das pequenas e médias empresas.

a. Prazos de financiamento do mercado de dívida corporativa versus BNDES

É importante verificar até que ponto, nas atuais condições de mercado, os títulos de dívida corporativa oferecem prazos de amortização suficientemente longos para o financiamento de investimentos.

Não são disponíveis dados dos prazos de vencimento de todos os instrumentos de dívida do mercado de capitais, razão pela qual essa avaliação se limita à distribuição de prazos de resgate das debentures. A participação de emissões com vencimento de mais de 10 anos aumenta de 8,3% em 2015 para 21,7% em 2021, ao mesmo tempo em que o percentual do valor de títulos com vencimento superior a 7 anos salta de 17,7% para 37,1% no mesmo período. Dados da ANBIMA mostram que o prazo médio de Debêntures incentivadas aumentou de 7,3 anos para 12,3 anos entre 2016 e 2022, e no caso das

Debêntures não incentivadas o prazo médio passou de 4,8 anos para 6,2 anos nesses mesmos períodos.

A **Tabela 03** compara a distribuição dos prazos de resgate das Debêntures em 2021 com a distribuição dos financiamentos do BNDES em 2016, antes das grandes mudanças realizadas por conta do novo posicionamento do banco oficial¹⁷.

Verifica-se que o prazo máximo de emissão de Debêntures é de 14 anos, enquanto que no BNDES em 2016, os financiamento de prazos superiores a 14 anos representavam 8,7% do total¹⁸. Parece razoável admitir que prazos mais longos são especialmente demandados no financiamento de projetos de infraestrutura. Nessa área, além da atuação do BNDES na estruturação de projetos, sua participação adquire importância na sua participação na colocação de Debêntures de infraestrutura e parcerias com bancos privados.

¹⁷ Fonte BNDES – Prazos de amortização dos desembolsos realizados com recursos do Tesouro Nacional até março de 2016. – www.bndes.gov.br

¹⁸ Importante lembrar participação as Debêntures incentivadas no financiamento de investimentos em infraestrutura; desde sua criação em 2012, foram emitidos R\$ 181 bilhões, sendo R\$97 bilhões nos últimos três anos; o prazo de resgate de maior frequência é de 10 anos, existindo emissões de até 25 anos; V. Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – ministério da Economia – outubro de 2022

TABELA 03

**Distribuição do valor de amortização ou resgate por prazo
Debêntures e Financiamentos BNDES**

PRAZO	DEBÊNTURES	BNDES
	Ano 2021	2016
Até 3 anos	23,3%	21,1%
4 a 6 anos	39,5%	40,7%
7 a 9 anos	15,4%	18,2%
10 a 14 anos	21,7%	11,0%
15 anos e mais	---	8,6%

Fonte: Anbima e BNDES – Elaboração CEMEC Fipe

É importante destacar pelos menos duas observações:

b. Financiamento de médio e longo prazo para pequenas e médias empresas

A participação de pequenas e médias empresas enfrenta limitações nas emissões de debentures, seja pelos custos de emissão, seja por dificuldades de atender aos requisitos de transparência e governança ou mesmo por limitações de liquidez de emissões de menor valor no mercado secundário. Dados da ANBIMA mostram que desde 2014 tem aumentado a participação de emissões de valor superior a R\$ 100 milhões, atingindo cerca de $\frac{3}{4}$ do valor emitido em 2021., enquanto que emissões inferiores a R\$ 50 milhões respondem por apenas 14,8% desse valor.

Não obstante possam ser desenvolvidos mercados de dívida para empresas de menor porte¹⁹ e fundos de crédito privado possam absorver emissões de menor valor, com quotas negociadas no mercado secundário, nas condições atuais a participação do BNDES tem grande importância para aumentar a oferta de financiamento de médio e longo prazo para empresas de menor porte. A prioridade de financiamento de pequenas e médias empresas

¹⁹ A exemplo do mercado de mini bonds em operação na Itália e na Alemanha.

adotada atualmente pelo banco oficial vem preencher uma falha de mercado no financiamento dessas empresas.

a. Fundos de Investimentos em Participações – Fundos Venture Capital e Private Equity e o financiamento de inovações

Nos últimos anos os investimentos realizados por esses fundos têm apresentado forte crescimento²⁰, atingindo R\$ R\$ 52,8 bilhões em 2021, valor que é o dobro do observado na média de 2019 e 2020 e mais de três vezes maior que a média de R\$ 14,6 bilhões do período de 2015 a 2018.

Em 2021 cerca 256 ou 74% das 345 rodadas de investimento apresentam valor inferior a R\$ 100 milhões e valor médio de R\$ 19,2 milhões. Cerca de 92% do valor de R\$ 42,6 bilhões foram destinados a projetos com utilização de tecnologias da informação e inteligência artificial em vários setores, com destaque para serviços financeiros, tecnologia da informação, varejo, saúde, comunicação, educação, saúde e logística e agronegócio.

Desde 2018, 25 das empresas apoiadas por fundos de venture capital cresceram e se transformaram nos chamados “unicórnios”, com valor de mercado acima de US\$ 1 bilhão. Ao mesmo tempo, aumenta o número de iniciativas de Corporate Venture Capital (CVC) em que empresas grandes e estabelecidas se interessam e investir em *startups* de base tecnológica, buscando avanços tecnológicos e reforço de competição com as novas empresas inovadoras²¹.

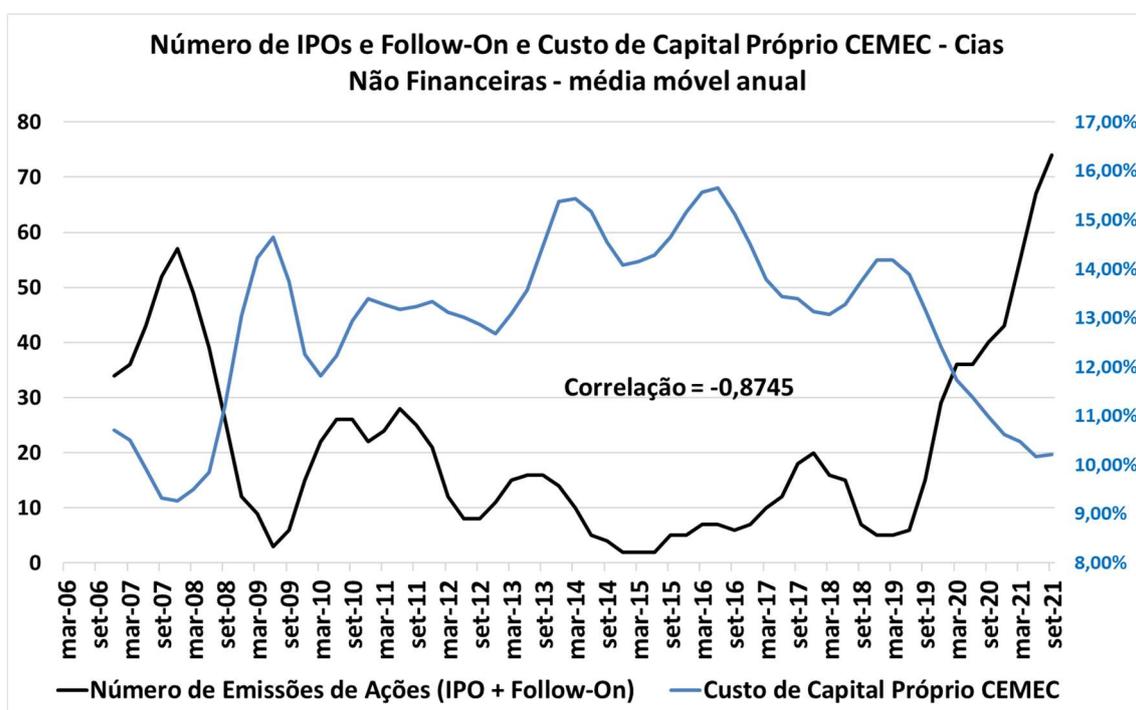
²⁰ Fonte: ABVCAP – Private Equity e Venture Capital no Brasil – Consolidação de Dados da Indústria - Ano 2021

²¹ A ABVCAP criou um Comitê de CVC com a participação de 70 grandes empresas, das quais 73% são empresas nacionais.

3.5 Mercado de ações depende das taxas de juros e do custo de capital próprio

O crescimento do mercado de ações brasileiro não tem apresentado o mesmo dinamismo do mercado de dívida corporativa. Sua dependência da taxa de juros e do custo de capital próprio é evidência evidenciada no **Gráfico 07**, que mostra significativa correlação negativa entre o número de emissões primárias de ações e a taxa de custo do capital próprio no período mais longo, desde 2006 até o ano terminado em junho de 2022.

GRÁFICO 07

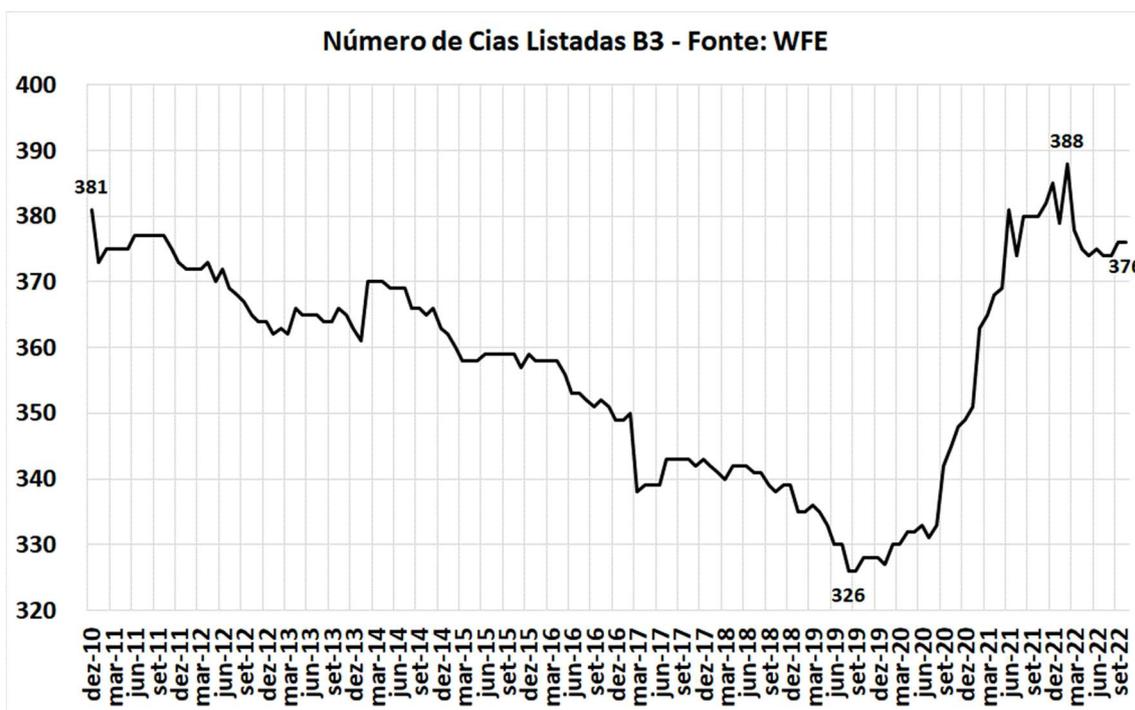


Fonte: Número de emissões B3 – Custo de Capital próprio CEMEC Fipe

AS taxas de juros, que influenciam também o custo de capital próprio condicionam o comportamento de investidores das empresas. Na busca de otimizar a rentabilidade e a relação risco/retorno de suas carteiras, com taxas de juros mais elevadas, os números mostram que os investidores migram suas aplicações de renda variável (ações) para títulos de dívida pública ou dívida corporativa. Movimento semelhante ocorre do lado das empresas, à medida que se elevam as taxas de juros e o custo de capital próprio as ações de desvalorizam, aumenta o custo de capital próprio e as empresas postergam ou cancelam, a captação de recursos via emissões de ações.

Esse efeito é visível até no movimento de fechamento e abertura de empresas, como se vê no **Gráfico 08**. O número de empresas listadas na B3 apresenta tendência negativa desde 2010 até meados de 2019, mas apresenta forte reversão positiva com a forte queda de taxa de juros praticada pelo BCB para mitigar os efeitos recessivos da pandemia da COVID 19, movimento esse que coincide com forte aumento dos investimentos e do número de investidores em ações. A reversão desse ciclo ocorre com a elevação das taxas de juros e do custo de capital próprio ao longo do novo ciclo de política monetária iniciado em março de 2021.

GRÁFICO 08



Embora outros fatores também atuem no sentido de limitar o número de empresas de capital aberto no Brasil, certamente a persistência de altas taxas de juros de títulos públicos e a volatilidade macroeconômico contribuem para a permanência um número pequeno dessas empresas no Brasil em relação outras economias, levando em conta também o tamanho relativo da economia brasileira, como se vê na **Tabela 04**.

TABELA 04

Número de Cias Listadas Set 2022	
Fonte: WFE	
CHILE	298
BRASIL	376
RUSSIA	859
TAIWAN	978
INDIA	2.126
CHINA SHANGHAI	2.139
KOREA	2.438
CHINA SHENZHEN	2.702

4. INOVAÇÕES REGULATÓRIAS E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO

4.1 Inovações regulatórias reduzem assimetria de informações, riscos de crédito e concentração no mercado de crédito

As inovações regulatórias na área de crédito, introduzidas pelo Banco Central desde o programa BC+ de 2016 e ampliadas com o BC# em 2019, atuam sobre alguns dos principais fatores que tem elevado o custo de crédito e dificultado o acesso de pequenas e medias empresas ao financiamento bancário. Essas medidas têm o potencial de tornar o sistema financeiro brasileiro mais funcional e mais eficiente na alocação de recursos de crédito. A implementação dessas inovações deve beneficiar especialmente as empresas de menor porte, que tem menos acesso ao mercado de dívida corporativa e a recursos externos, criando ainda novos canais para seu acesso ao crédito bancário.

Por exemplo, a implantação do **cadastro positivo** reduz a assimetria de informações, na medida em que todas as instituições financeiras remetem os dados do histórico de pagamento de pessoas físicas e empresas para os *bureaus* de crédito, de modo a viabilizar a utilização de modelos mais avançados e eficientes de avaliação do risco de crédito. A criação da **duplicata eletrônica e do registro centralizado de recebíveis dados em garantia**, substitui a duplicata em papel, instrumento que perdeu credibilidade no mercado, por um instrumento financeiro que praticamente elimina as denominadas duplicatas frias ou mesmo sua utilização como garantia em mais de uma operação, aumentando também a possibilidade de recuperação de dívidas quando da execução dessas garantias. As empresas de menor porte são as maiores beneficiárias dessas mudanças, levando em conta também a regulamentação e entrada de *fintechs* de crédito com foco no mercado de empresas de menor porte.

A redução da concentração e aumento da concorrência no mercado de crédito, ao lado da crescente digitalização das operações, promovem a redução dos custos operacionais e contribuem para redução do custo do crédito. Esse aumento da concorrência é também um resultado da regulamentação das *fintechs* e dos bancos digitais, cuja atuação representa acentuado avanço tecnológico nos processos de concessão de crédito, com

significativa redução de custos operacionais, processos esses estão sendo adotados também pelos bancos tradicionais. Por sua vez o **open finance**²², sucessor do open banking, que era voltado exclusivamente para dados e serviços de produtos bancários tradicionais, inclui agora dados sobre outros serviços financeiros como é o caso de credenciamento, câmbio, investimentos, seguros e previdência. Com a autorização do cliente, qualquer instituição financeira pode acessar suas operações financeiras em outro banco, com impacto importante na redução da assimetria de informações e no aumento da concorrência bancária.

Trata-se, portanto, de um programa que combina medidas de redução dos custos operacionais, com a digitalização das operações, reduz a assimetria de informações e o risco de crédito e melhora as condições de execução de garantas. Várias das medidas adotadas criam as melhores condições para aumentar a eficiência da alocação de recursos do crédito bancário, promove o aumento de concorrência no mercado de crédito, além de melhorar o acesso de empresas de menor porte aos recursos de crédito bancário.

4.2 Algumas indicações dos resultados positivos das inovações regulatórias

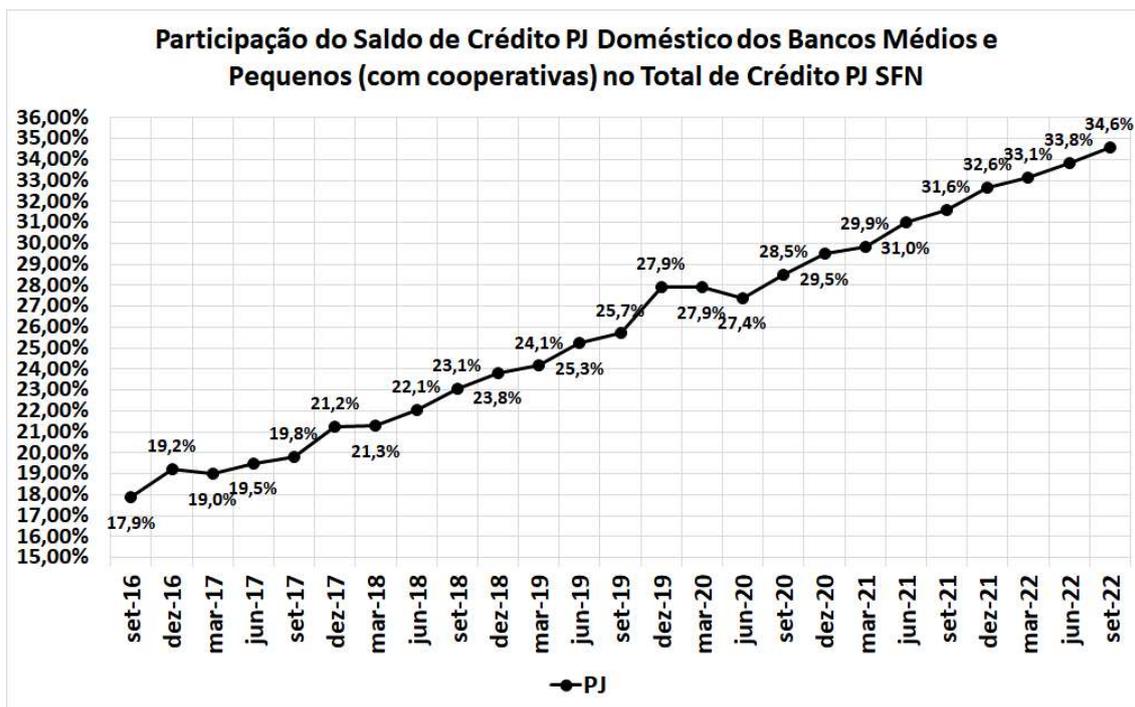
a. Redução da concentração do mercado de crédito

Apesar da adoção dessas inovações ser relativamente recente, e algumas delas ainda estejam em processo de implantação, é interessante destacar pelo menos os movimentos que podem estar refletindo desde já alguns de seus resultados. Os dados apresentados no **Gráfico 07** indicam significativa redução da concentração no mercado de crédito, evidenciada pelo aumento da participação dos bancos pequenos e médios, bancos digitais, *fintechs* e cooperativas de crédito. Desde setembro de 2016, a participação dessas instituições no saldo de crédito de pessoas jurídicas praticamente dobra, de 17,9% para

²² A Resolução Conjunta do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional de 24 de março de 2022, que entrou em vigor em 02 de maio de 2022, mudou a designação de open banking feita na Resolução Conjunta n.1 de 04 de maio de 2020, para open finance, configurando uma estratégia mais ampla.

34,6% em setembro de 2022, o que equivale a dizer que nesse período os bancos grandes reduziram sua participação de 82,1% para 65,4%.

GRÁFICO 07

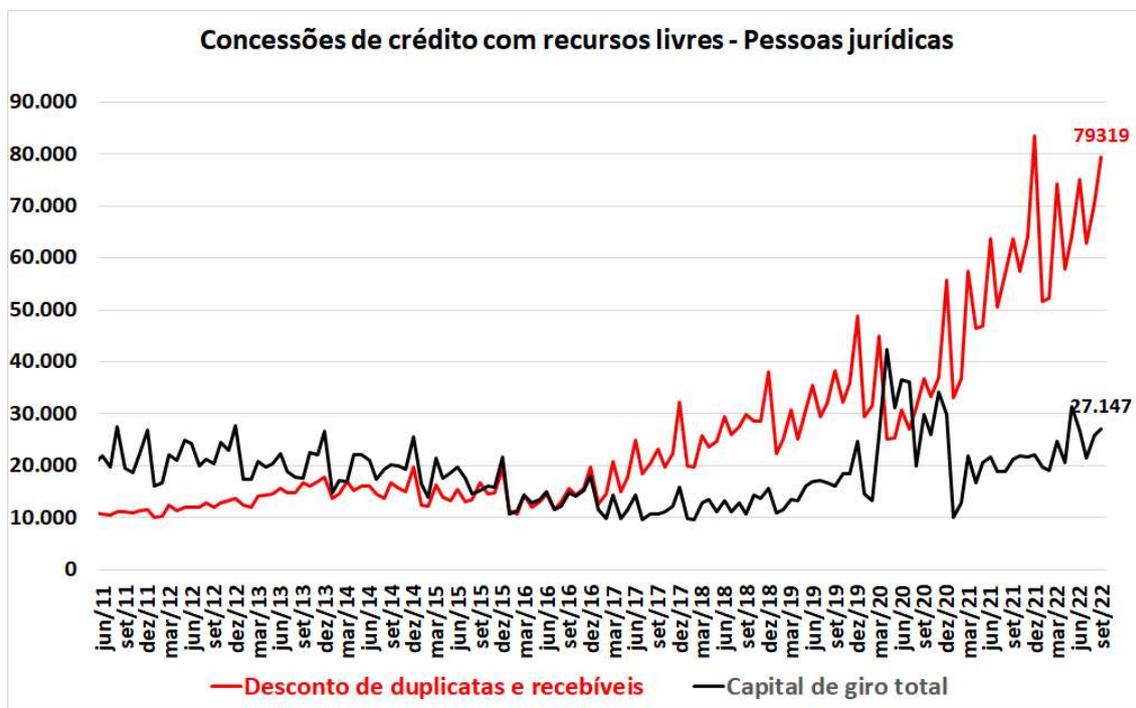


Fonte: Banco Central - Elaboração CEMEC Fipe

b. Aumento do volume e redução das taxas de juros de operações de crédito com garantia de duplicatas e recebíveis

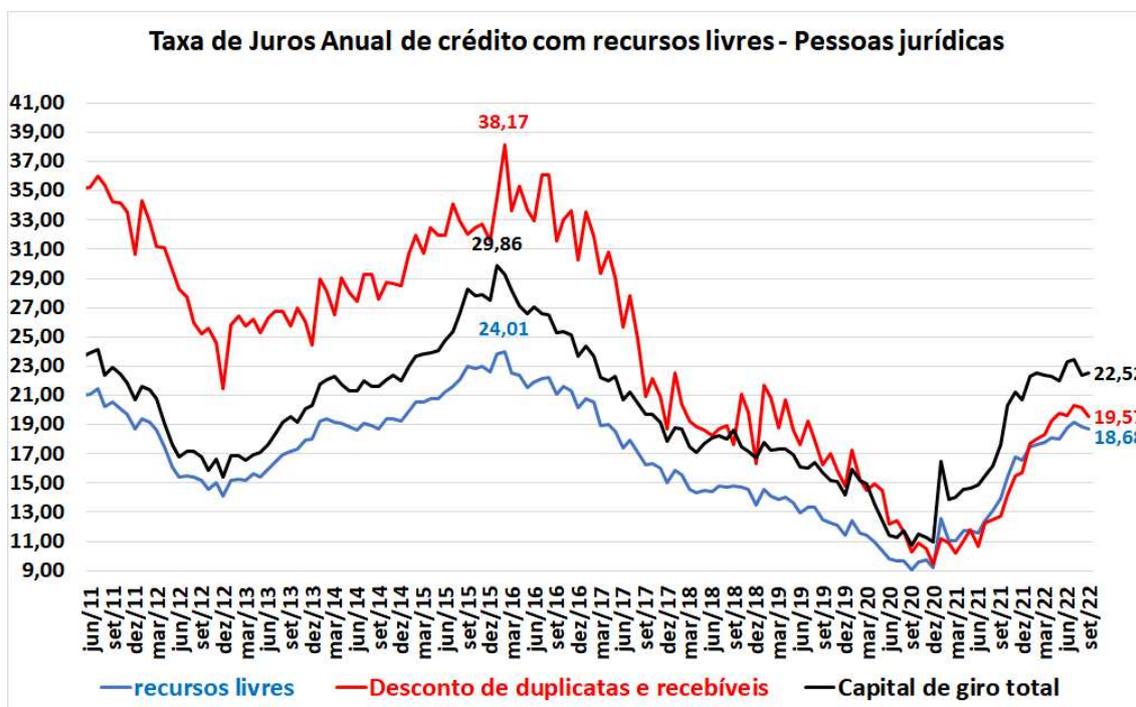
Alguns dados sugerem a ocorrência de um aumento significativo do volume de operações de crédito com garantia de recebíveis, acompanhado da redução das suas taxas de juros em comparação com outras operações de capital de giro. O **Gráfico 08** mostra que as concessões de crédito de operações desconto de duplicatas e recebíveis tem crescimento muito mais intenso que o total de operações de recursos livres desde 2017.

GRÁFICO 08



No **Gráfico 09**, as taxas de juros das operações de crédito com desconto de duplicatas e recebíveis são comparadas com as taxas médias de operações de recursos livres e de financiamento de capital de giro. Verifica-se que desde 2011 e até 2016, as taxas de juros das operações com desconto de duplicatas superam por larga margem as taxas de juros das outras duas modalidades. Essa posição começa a mudar por volta de 2018, quando dessa diferença se reduz e praticamente desaparece até 2020. Daí por diante as taxas de juros dessas operações acompanham de perto a taxa de juros de recursos livres, situando-se em níveis consideravelmente inferiores às de operações de capital de giro.

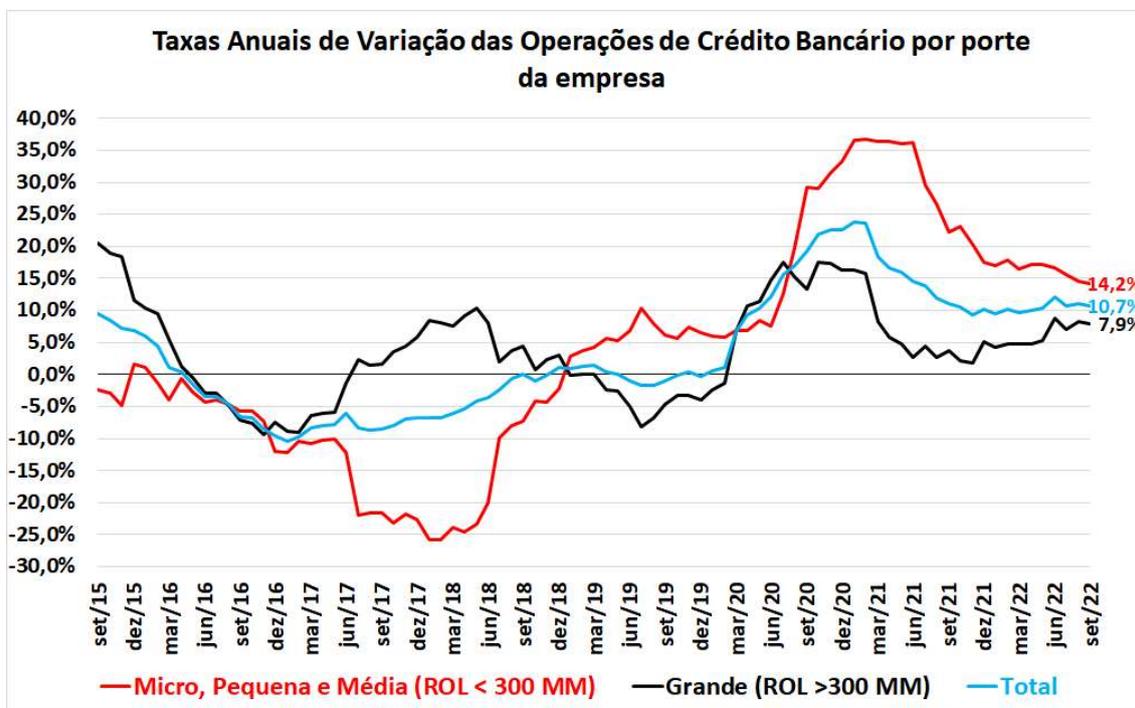
GRÁFICO 09



c. Aumento do volume de crédito para micro, pequenas e medias empresas (MPME)

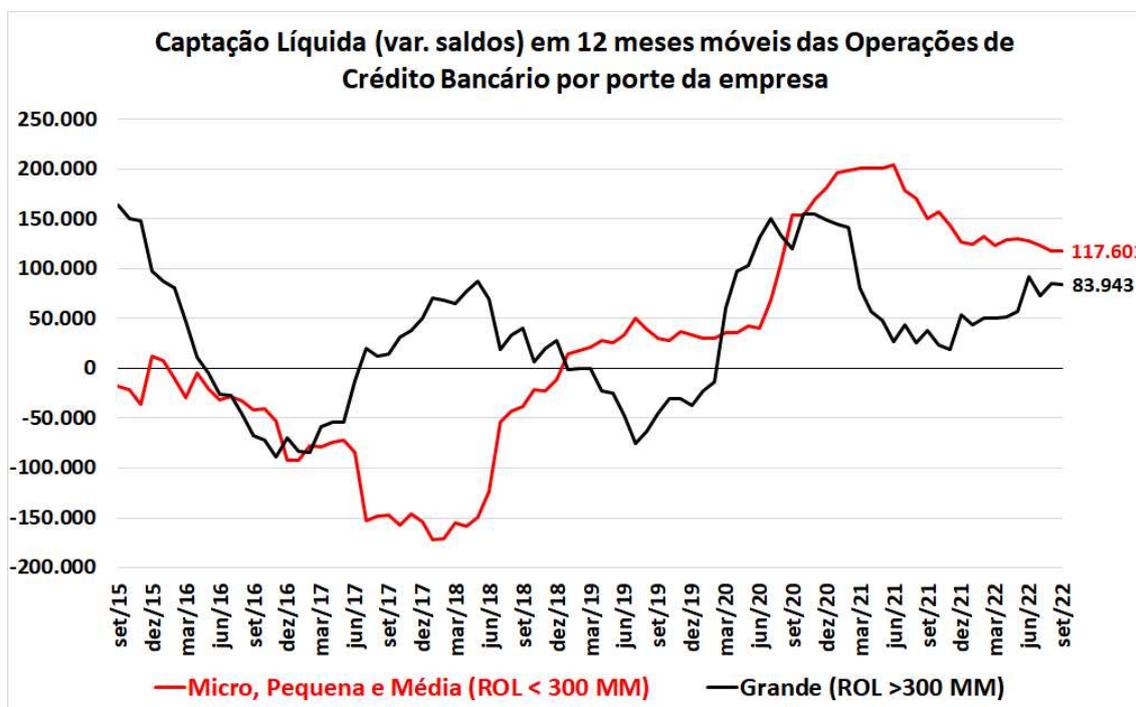
A evolução recente do volume de operações de crédito bancário para pequenas e medias empresas também pode constituir uma indicação dos efeitos positivos das inovações regulatórias no acesso ao crédito desse segmento de empresas. Como se vê no **Gráfico 10**, as taxas anuais de variação das operações de crédito para as MPME desde 2014 e até 2018 são inferiores às do crédito para empresas grandes. Dai por diante, a situação se inverte, e desde meados de 2020 o crescimento do volume de crédito para MPME se mantém muito acima do observado para as empresas grandes. Muito embora parte desse movimento tenha sido impulsionado pelas medidas emergenciais adotadas pelo BCB em março de 2020, incluindo a a partir dessa data a implementação do PRONAMPE e do PEAC, verifica-se a manutenção desse crescimento maior do crédito para as MPME persiste até setembro de 2022.

GRÁFICO 10



Outra indicação que reforça a hipótese de que o acesso das MPME ao crédito bancário tem sido favorecido pela implementação das inovações regulatórias e pela prioridade atribuída pelo BNDES para esse segmento de empresas, é a comparação do valor da captação líquida de recursos de crédito bancário por parte de MPME e das empresas grandes. Como se vê no **Gráfico 11**, a partir de fins de 2020 o valor da captação líquida de recursos de crédito bancário das MPME tem superado o valor das empresas grandes, revertendo a posição relativa observada pelo menos no período entre 2015 e meados de 2019.

GRÁFICO 11

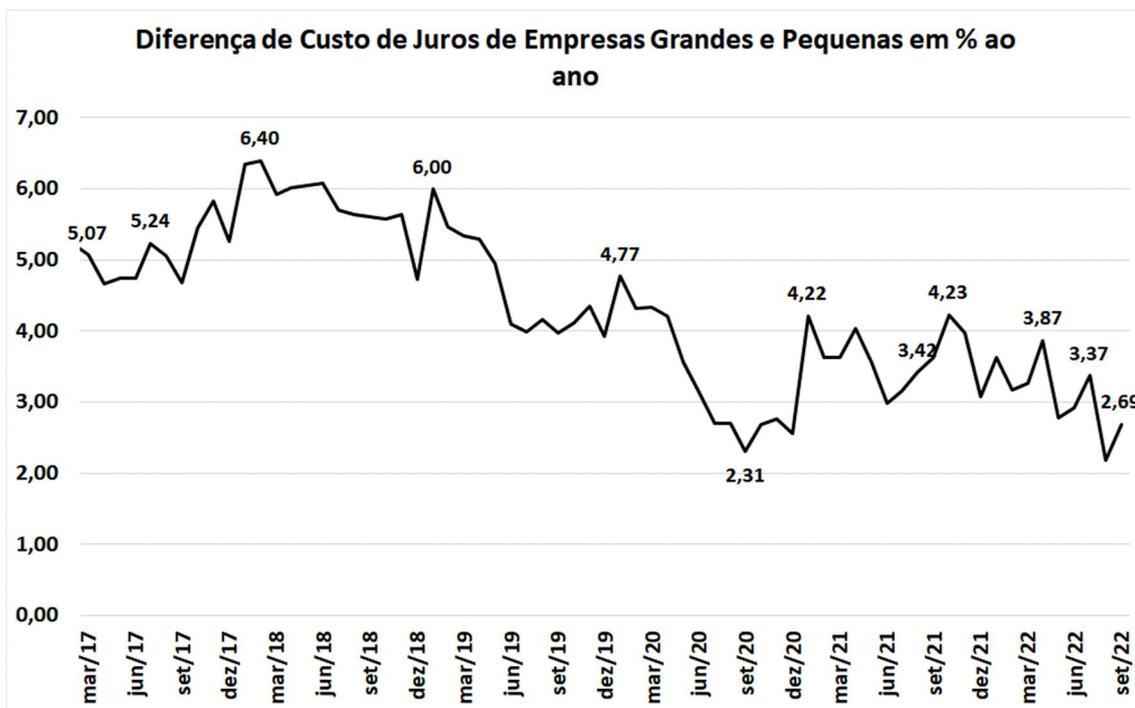


d. Redução da diferença de taxas de juros de crédito bancário entre MPME e empresas grandes

Outro movimento que chama a atenção, e que pode ser um resultado da redução da assimetria de informações, com a criação do cadastro positivo, e melhores condições de execução de garantias com o registro centralizado de recebíveis, é a acentuada queda da diferença de custo do crédito entre empresas grandes e MPME, como se vê no **Gráfico 12**.

É possível observar que depois da queda acentuada observada em 2020, como resultado das medidas emergenciais adotadas pelo BCB naquele ano, o valor porcentual das diferenças permanece em níveis muito inferiores aos observados nos anos anteriores. Uma hipótese é que a redução dos *spreads* das operações de crédito das MPME é o resultado da queda do risco de crédito com o cadastro positivo e registro centralizado de recebíveis dados em garantia, combinados com a digitalização das operações de crédito e aumento da concorrência no mercado de crédito.

GRÁFICO 12



Fonte: Banco Central - Elaboração CEMEC Fipe

5. CONCLUSÕES

Nos últimos anos, o forte crescimento do mercado de capitais e a implementação do programa de inovações regulatórias no mercado de crédito liderado pelo BCB tem promovido importante modernização e ganhos de funcionalidade do sistema financeiro brasileiro. A continuidade desses avanços institucionais e operacionais deve reforçar o desempenho do sistema financeiro brasileiro em sua função de otimizar a alocação de recursos de poupança financeira, financiar a inovação e melhorar o acesso de pequenas e médias empresas a recursos de financiamento, fatores importantes do aumento de produtividade e aceleração do crescimento econômico.

O mercado de capitais já liderava a mobilização da poupança financeira do país em 2010. A partir de 2016, com a continuidade dos avanços da regulamentação do mercado e o novo posicionamento do BNDES, com a prática de taxas de juros mais próximas do mercado, o mercado de capitais passou a ganhar espaço no financiamento das empresas. Apesar desses avanços, é importante reconhecer que o número de empresas listadas na B3 é ainda muito inferior ao existente em outros países em desenvolvimento.

No ano terminado em setembro de 2022, recursos captados pelas empresas com a emissão ações e títulos de dívida no mercado de capitais representam 62% da captação líquida de recursos de todas as empresas não financeiras. Em setembro de 2022, cerca de 80% dos recursos de dívida contratados pelas empresas brasileiras foram alocados pelo mercado, em relação aos 61% observados em 2016.

O mercado de capitais é também a principal fonte de recursos domésticos de médio e longo prazo para o financiamento dos investimentos, com prazos de resgate comparáveis aos oferecidos pelo BNDES em 2016. Em setembro de 2022, do total de recursos de médio e longo prazo no mercado doméstico, os recursos captados com ações e títulos de dívida no mercado de capitais representam 75% do total. Por sua vez, a atuação dos fundos de *venture capital e private equity* (FIPs) tem cumprido importante papel no financiamento de empresas nascentes com alto conteúdo tecnológico, muitas das quais ultrapassaram em pouco tempo valor de mercado superior a US\$ 1 bilhão.

Entretanto, o mercado de capitais tem apresentado até o momento limitações para oferecer recursos de médio de longo prazo para pequenas e médias empresas, com requisitos de valor mínimo de operações relativamente elevado. Não obstante possam ser adotadas ações que para aumentar o acesso dessas empresas a esse mercado, a atuação do BNDES adquire grande importância, em linha com a prioridade atribuída ao financiamento de pequenas e médias empresas desde 2016.

A implementação das inovações regulatórias lideradas pelo BCB visa atuar sobre principais fatores que limitam o crescimento e elevam os custos do crédito especialmente para as pequenas e médias empresas. Essas inovações combinam a atuação sobre os principais fatores de elevação dos *spreads* e do aumento do custo do crédito bancário, mediante a redução da assimetria de informações (cadastro positivo) redução dos custos operacionais (digitalização) aumento das garantias (registro centralizado de recebíveis) e aumento da concorrência no mercado de crédito (*open finance*, bancos digitais, *fintechs*, cooperativas de crédito).

Embora essas inovações sejam recentes e algumas ainda estejam em fase de implantação, existem indicações de resultados positivos, favorecendo especialmente as micros, pequenas e médias empresas. A participação de bancos médios, bancos digitais, *fintechs* e cooperativas de crédito no saldo de crédito de pessoas jurídicas praticamente dobra, de 17,9% em setembro de 2016 para 34,6% em setembro de 2022, com redução do percentual dos seis maiores bancos de 82,1% para 65,4%.

O volume de operações com desconto de recebíveis apresenta forte crescimento a partir de 2017, ao mesmo tempo em que as taxas de juros dessas operações tiveram queda acentuada para níveis similares aos de crédito livre e inferiores às operações de crédito capital de giro. A partir de 2020 as taxas de crescimento e o volume de crédito para MPME tem sido superior aos das empresas grandes. Uma indicação da redução do custo de crédito para as MPME é uma significativa redução da diferença de taxas de juros de operações de crédito dessas empresas em relação às taxas de empresas grandes.

6. EQUIPE TÉCNICA

Coordenador: Carlos Antonio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas:

Fernando M. Fumagalli

Marly Paes

Estagiários:

Guilherme Casaca Valdivia

Luccas Garcia

Dúvidas e Comentários:

cemec@fipec.org.br

*As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais ou da Fipec. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O Cemec não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

** A publicação foi produzida com as informações existentes em novembro de 2022.