

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

FILIPPE FRAZZON AREND

**A EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO NO FINANCIAMENTO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE 2013 A 2023**

Porto Alegre

2024

FILIFE FRAZZON AREND

**A EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO NO FINANCIAMENTO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE 2013 A 2023**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

Porto Alegre

2024

CIP - Catalogação na Publicação

Arend, Filipe Frazzon

A EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO NO
FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE 2013 A 2023
/ Filipe Frazzon Arend. -- 2024.

52 f.

Orientador: Antônio Ernani Martins Lima.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2024.

1. Economia Monetária e Financeira. 2. Mercado de
Crédito. 3. Mercado de Capitais. I. Lima, Antônio
Ernani Martins, orient. II. Título.

FILIFE FRAZZON AREND

**A EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO NO FINANCIAMENTO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE 2013 A 2023**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2024.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima – Orientador

UFRGS

Profa. Dra. Luiza Peruffo

UFRGS

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

UFRGS

Aos meus pais, irmãos e à minha companheira, que acreditaram em mim nos momentos em que eu mesmo não enxergava o caminho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Ana Paula e André Luis, e aos meus irmãos, Bernardo e Thiago, por todo o carinho e suporte durante a minha jornada acadêmica, fundamentais para que eu alcançasse meus objetivos.

À minha companheira, Naylane, com quem compartilho a vida e os sonhos desde o Ensino Médio. Sem o seu apoio, nada do que conquistei nos últimos seis anos teria sido possível.

Aos meus amigos, por tornarem toda a jornada mais leve e garantirem que todos os dias serão especiais.

Por fim, agradeço ao meu orientador, Antônio Lima, por todo o suporte durante o desenvolvimento da pesquisa. Sem o seu conhecimento e sua atenção aos detalhes, este trabalho não teria sido possível.

RESUMO

Este trabalho busca identificar o efeito no custo de captação das empresas brasileiras não financeiras do crescimento da participação do crédito privado no financiamento destas. A análise é feita para o período 2013-2023, e compreende, também, tangenciando seu objetivo principal, discussões sobre o crescimento recente do mercado de crédito privado brasileiro e as razões que permitiram o aumento de sua representatividade frente ao total de crédito ampliado concedido a empresas na economia brasileira. Para tanto, são descritas e analisadas estatísticas de crédito disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil e pelo Sistema Nacional de Debêntures, que ilustram as diferenças entre o tradicional crédito bancário e o crédito privado no período de análise, enfatizando a evolução de cada modalidade e suas diferenças para as empresas tomadoras de crédito, especialmente em termos de custos. Observa-se que, de fato, o crédito privado apresentou custos de captação mais baixos para as empresas no período de análise, em grande parte em função da desintermediação trazida pela modalidade – uma vez que no crédito privado, os títulos de dívida são colocados diretamente nas mãos dos credores, com a participação das instituições financeiras limitada ao processo de subscrição dos ativos. Durante o período 2013-2023, a participação relativa do crédito privado frente ao total de crédito ampliado concedido a empresas no Brasil mais do que dobrou, enquanto a participação do crédito bancário reduziu. Mudanças regulatórias e o ambiente macroeconômico recente foram cruciais para tamanho ganho de participação – e a tendência de ascensão do crédito privado deverá ser mantida nos próximos anos, uma vez que o mercado passa, atualmente, por uma nova onda de incentivos por parte do poder público.

Palavras-chave: Economia Monetária e Financeira. Mercado de Crédito. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This work aims to identify the effect on the funding cost of non-financial Brazilian companies from the growth of private corporate credit participation in their financing. The analysis covers the period from 2013 to 2023 and, tangentially to its main objective, discusses the recent growth of the Brazilian private corporate credit market and the reasons that have allowed for its increased representativeness relative to the total credit granted to companies in the Brazilian economy. To this end, credit statistics provided by the Central Bank of Brazil and the National Debenture System are described and analyzed, illustrating the differences between traditional bank credit and private corporate credit during the analysis period, emphasizing the evolution of each modality and their differences for borrowing companies, especially in terms of costs. It is observed that, indeed, private credit presented lower funding costs for companies during the analysis period, largely due to the disintermediation brought by this modality – since in private corporate credit, debt securities are placed directly in the hands of creditors, with the participation of financial institutions limited to the underwriting process of the assets. During the period from 2013 to 2023, the relative share of private credit compared to the total credit granted to companies in Brazil more than doubled, while the share of bank credit decreased. Regulatory changes and the recent macroeconomic environment were crucial for such a significant gain in share – and the upward trend of private credit is expected to continue in the coming years, as the market is currently experiencing a new wave of incentives from the public authorities.

Keywords: Monetary and Financial Economics. Credit Markets. Capital Markets.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Participação em relação ao saldo de crédito ampliado concedido a empresas não financeiras – 2013 a 2023	12
Gráfico 2 - Evolução a preços constantes de 2013 do estoque de crédito e do PIB de 2013 a 2023 (base 100 em 2013)	28
Gráfico 3 - Decomposição do crédito ampliado concedido a empresas por categoria – 2013 a 2023	29
Gráfico 4 - Evolução do estoque e da participação frente ao PIB das modalidades de crédito bancário e crédito privado, de 2013 a 2023.....	30
Gráfico 5 - Taxa média de juros para novas concessões de crédito bancário e taxa Selic, de 2013 a 2023 (percentual ao ano).....	31
Gráfico 6 - Spread sobre o DI das taxas de juros dos empréstimos e financiamentos do SFN e das emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023.....	34
Gráfico 7 - Spread sobre o IPCA das taxas de juros dos empréstimos e financiamentos do SFN e das emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023	36
Gráfico 8 - Volume total de crédito concedido pelo BNDES e volume total de emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023 (R\$ milhões, preços correntes)	41
Gráfico 9 - Volume total de emissões primárias de debêntures e taxa Selic acumulada no ano, de 2013 a 2023	43
Gráfico 10 - Spread sobre o DI das taxas de emissão de debêntures e CDI anualizado, de 2018 a 2023	44
Gráfico 11 - Concessões de crédito a empresas via SFN e volume de emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023 (R\$ milhões).....	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Emissões anuais de debêntures por indexador, de 2013 a 2023, em milhões de reais	32
Tabela 2 - TJLP e taxa Selic de 2013 a 2017 (% ao ano)	39

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI	Depósito Interbancário
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPC-A	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IR	Imposto de Renda
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LFT	Letra Financeira do Tesouro
MTD	Mercado de títulos corporativos de dívida
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SND	Sistema Nacional de Debêntures
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	Taxa de Longo Prazo

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	16
2.1	OS DETERMINANTES DO CUSTO DE CRÉDITO NO BRASIL	16
2.2	O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO	19
3	ANÁLISE DAS ESTATÍSTICAS DE CRÉDITO BANCÁRIO E CRÉDITO PRIVADO DE 2013 A 2023.....	26
4	A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO.....	38
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
	REFERÊNCIAS	51

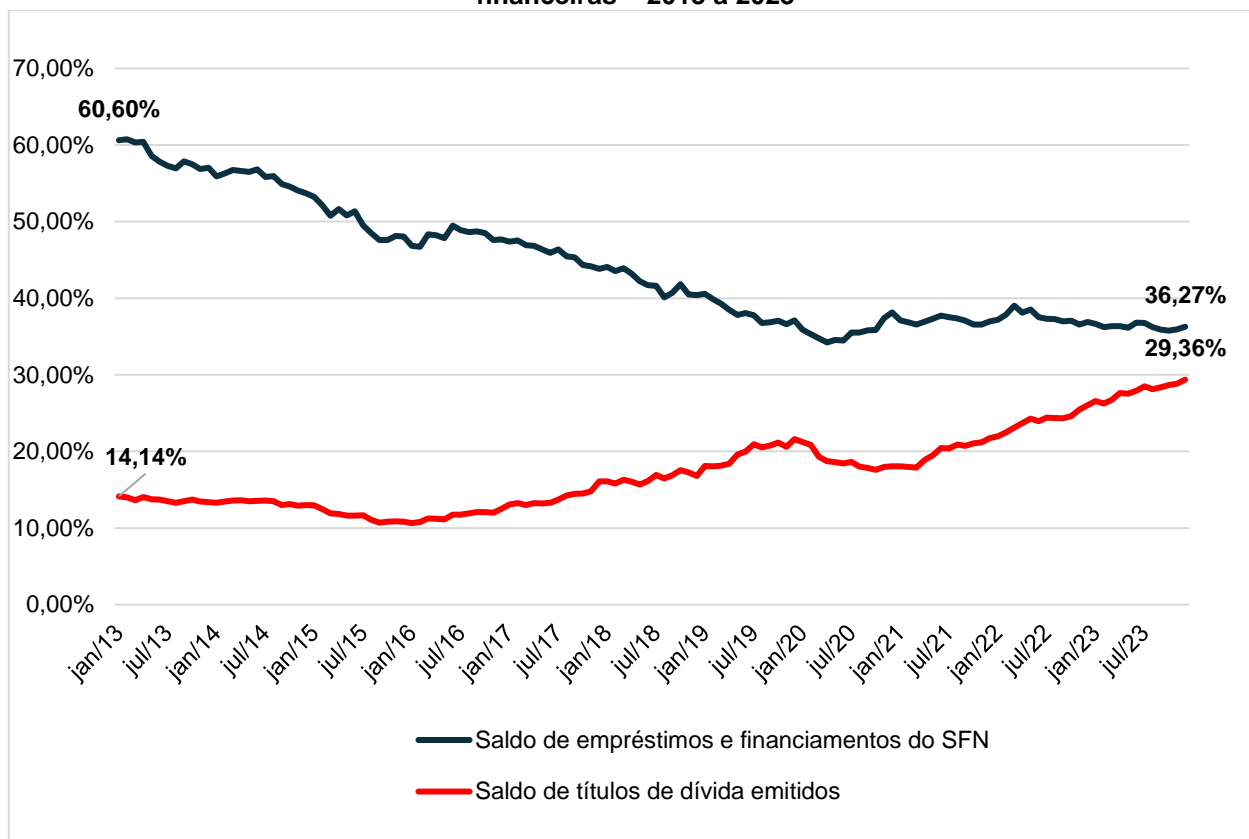
1 INTRODUÇÃO

No Brasil, a forma tradicional de acesso ao crédito pelas empresas é por meio do sistema bancário. De acordo com dados do Banco Central do Brasil (2024), entre 2013 e 2023, em média, a participação do saldo total de empréstimos e financiamentos obtidos via Sistema Financeiro Nacional¹ (SFN) em relação ao saldo total de crédito ampliado concedido a empresas não financeiras no país foi de 44,1%. Ao mesmo tempo, o financiamento via emissão de títulos de dívida por empresas no mercado de capitais – denominado “crédito privado” no decorrer deste trabalho – apresentou uma representatividade média de 17,1%. No entanto, a compreensão da série histórica revela uma tendência de reversão no padrão observado. Enquanto em janeiro de 2013 a participação do SFN era de 60,6% e o mercado de capitais contribuía com 14,1%, em outubro de 2023 a representatividade era de 35,8% e 28,7%, respectivamente, conforme o Gráfico 1 abaixo. Tamanho ganho de participação se deu a partir de uma série de mudanças regulatórias, da ampliação da distribuição de conhecimento sobre produtos financeiros às pessoas físicas e, mais recentemente, de uma conjuntura macroeconômica favorável, o que permitiu o aumento no volume de emissões no mercado de crédito privado. Nesta modalidade de captação de recursos, os títulos de dívida são colocados diretamente nas mãos dos credores, com a participação das instituições financeiras prestando serviços ao longo do processo de distribuição dos títulos no mercado, denominado subscrição. Tendo em vista os elevados *spreads*² apropriados pelas instituições financeiras no país, a desintermediação trazida pelo crédito privado implica diferenças expressivas em termos de custo de captação efetivo para a empresas, quando se comparam as duas modalidades de financiamentos para empresas.

¹ O SFN contempla tanto o mercado de crédito, associado ao crédito bancário, quanto o mercado de capitais, relacionado aos títulos de dívida emitidos por empresas. No entanto, a base de dados do BACEN denomina “Empréstimos e financiamentos do SFN a empresas” os créditos concedidos exclusivamente no mercado bancário, não contemplando os títulos de dívida emitidos no mercado de capitais. Este trabalho mantém a terminologia utilizada pelo BACEN. O terceiro capítulo deste trabalho analisa os dados do BACEN, detalhando cada uma das categorias de crédito no mercado brasileiro.

² O *spread* bancário pode ser caracterizado como a diferença entre as taxas de juros aplicadas pelas instituições financeiras em seus empréstimos e financiamentos e as taxas de juros que remuneram os títulos de dívida por meio dos quais elas captam recursos.

Gráfico 1 - Participação em relação ao saldo de crédito ampliado concedido a empresas não financeiras – 2013 a 2023



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil (2024).

Este trabalho busca compreender o efeito no custo de captação das empresas não financeiras do Brasil produzido pelo aumento da participação do crédito privado no financiamento das mesmas. A análise parte de 2013, ano mais longínquo com base de dados adequada disponível. O marco é conveniente, pois o ano de 2011 é considerado um divisor de águas para o mercado de crédito privado, em função da criação da Lei nº 12.431, a qual instituiu as Debêntures Incentivadas. Estes títulos de crédito privado, utilizados por empresas para captar recursos a serem destinados a projetos em setores como de energia, saneamento e transportes, apresentam vantagens fiscais aos seus detentores, de forma que seu lançamento em 2011 provocou significativo aumento na demanda por parte dos investidores a partir dos anos seguintes, impulsionando a liquidez do mercado.

Tendo em vista a questão principal sob investigação, se faz necessário, como objetivo secundário do trabalho, apresentar o processo de ascensão do crédito privado

no período de observação, compreendendo os fatores que contribuíram para o aumento da participação da modalidade em relação ao total de crédito concedido às empresas e, ainda, reforçando seu panorama atual.

A hipótese central do trabalho é de que o crédito obtido via mercado de capitais apresenta um custo efetivo total mais baixo para as empresas em comparação ao crédito bancário. O fundamento desta hipótese parte da própria diferença de fluxos entre as duas modalidades. No crédito bancário, as instituições financeiras captam recursos junto ao mercado, e então oferecem empréstimos e financiamentos às empresas utilizando esses recursos, aplicando um *spread* sobre suas taxas de captação³. No crédito privado, as empresas captam recursos diretamente com o mercado, mediante o processo de subscrição⁴. Sem a figura das instituições de intermediação financeiras de crédito como a “ponte” entre agentes superavitários e agentes deficitários (ou seja, aqueles que, a partir de fluxos de renda superiores às despesas, possuem recursos disponíveis para conceder empréstimos, e aqueles em situação oposta, com necessidade de financiamento), um importante determinante do custo do crédito é eliminado. Além disso, a característica de uma dívida no mercado de crédito privado de possuir múltiplos credores simultaneamente, em muitos casos em uma base dispersa com milhares de agentes, o processo natural de competição do mercado pode servir como fator de redução na taxa fixada para as empresas.

A importância do tema surge, em um primeiro momento, da relação entre um sistema financeiro desenvolvido, que permita e incentive a troca eficiente de fluxos entre agentes superavitários e deficitários, com o processo de desenvolvimento econômico de um país. Sant’anna, Borça Júnior e Araújo, (2009, p. 42) coloca que o “desenvolvimento econômico guarda forte relação com a ampliação do crédito. A maior disponibilidade de empréstimos permite que a demanda efetiva se expanda e, conseqüentemente, gere uma aceleração da trajetória de crescimento da renda e do emprego”. Este processo acontece tanto a partir das famílias, caso em que o acesso ao

³ No geral, esta captação se dá por meio da emissão de títulos de dívida bancária classificados como depósitos à prazo, como os CDBs, as LCIs e as LCAs.

⁴ Vale ressaltar que, em alguns casos, as instituições financeiras participantes do processo de subscrição absorvem parte da dívida emitida pelas empresas. No entanto, essas operações não fazem parte da carteira de crédito usual das instituições financeiras, mas sim de sua carteira de títulos e valores mobiliários, não se configurando, portanto, como crédito bancário.

crédito permite que se amplie o consumo de bens duráveis e se invista em imóveis residenciais, por exemplo, quanto das empresas, que têm a possibilidade de realizarem empreendimentos de maior escala quando há fonte adequada de financiamento de longo prazo. Em economias com sistemas de financiamento pouco desenvolvidos,

a ampliação da capacidade produtiva fica basicamente limitada ao autofinanciamento das empresas, à capacidade do governo de disponibilizar fundos de longo prazo e aos movimentos de expansão e contração da liquidez internacional – determinantes no volume de captações externas (Sant’anna, Borça Júnior e Araújo, 2009, p. 42).

Além da relação teórica, Levine (2021) conclui, a partir do apanhado de uma série de estudos empíricos, que

a preponderância das evidências sugere que o desenvolvimento financeiro exerce um impacto de primeira ordem no crescimento econômico [...]. Criticamente, o desenvolvimento financeiro parece fomentar o crescimento ao melhorar a alocação de recursos, ou seja, alocando o crédito e, portanto, as oportunidades, com base no talento e na iniciativa (Levine, 2021, p. 58).

Desta forma, tem-se que mercados de crédito privado desenvolvidos em que as empresas consigam tomar crédito junto aos poupadores diretamente e de forma mais eficiente, com custos de transação reduzidos, são impulsionadores do desenvolvimento econômico de um país.

A metodologia utilizada neste trabalho consiste, no âmbito do objetivo principal de analisar o efeito da evolução do mercado de crédito privado no custo de captação das empresas, na coleta e análise dos dados disponíveis acerca do mercado de crédito brasileiro. Os dados são coletados principalmente dos bancos de dados disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e pelo Sistema Nacional de Debêntures (SND). Para a compreensão do crescimento da participação do crédito privado no financiamento das empresas, serão analisados, de maneira descritiva, os fatores que contribuíram para o seu desenvolvimento, especialmente as mudanças regulatórias observadas no mercado de dívida privada, as alterações nas condições de financiamento por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) a partir de 2018, a ampliação da distribuição de conhecimento sobre produtos financeiros às pessoas físicas e a conjuntura macroeconômica recente, favorável ao

mercado de crédito privado. Na comparação mais ampla entre as características dos mercados de crédito bancário e privado, além do fator central de custo das operações, serão novamente utilizados dados disponibilizados pelas instituições referidas anteriormente, que permitem a identificação das condições de cada forma de financiamento. Ainda, tangenciando os objetivos principal e secundário, é estudada e referenciada a literatura pertinente ao tema da relevância do crédito na economia, tanto de maneira abrangente quanto com enfoque no mercado de crédito privado.

Este trabalho está dividido em cinco capítulos, incluindo esta introdução. O segundo capítulo revisita a literatura pertinente ao mercado de crédito brasileiro, incluindo discussões sobre os determinantes do custo de crédito no Brasil e aspectos relacionados ao desenvolvimento do mercado de crédito privado.

O terceiro capítulo realiza a análise de dados descrita anteriormente, compreendendo a evolução do mercado de crédito privado dentro da janela temporal do trabalho, comparativamente ao comportamento do crédito bancário no mesmo período. A análise possui enfoque especialmente no que tange às taxas praticadas nas operações de crédito em ambas as modalidades, visando compreender o efeito do aumento da utilização do crédito privado no período sobre o custo de captação das empresas.

Compreendidas as diferenças de custos nas duas modalidades, o quarto capítulo do trabalho realiza um apanhado sobre a ascensão do mercado de crédito privado, discutindo os fatores que contribuíram para o seu expressivo crescimento no período 2013-2023.

O último capítulo traz as considerações finais do trabalho, incluindo uma discussão sobre as perspectivas para a modalidade de crédito privado à frente.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo busca revisitar os trabalhos existentes sobre o mercado de crédito brasileiro. As discussões possuem foco, em um primeiro momento, nos determinantes para o historicamente elevado custo do crédito no Brasil (característica importante na comparação entre as modalidades de crédito bancário e crédito privado). Além disso, outras obras estudadas tratam do desenvolvimento do mercado de crédito privado no Brasil, com especial enfoque nas mudanças regulatórias que permitiram o aumento na quantidade de instrumentos de crédito disponíveis no mercado.

O mercado de crédito brasileiro tem sido objeto de diversas pesquisas nas últimas décadas, com uma ampla variedade de enfoques temáticos dentro da área. Grande parte dos estudos existentes buscam relacionar o desenvolvimento do mercado de crédito de um país com o seu desenvolvimento econômico, como discutido na introdução. Outros textos pretendem compreender os determinantes do custo do crédito no Brasil, bem como a evolução deste indicador no decorrer do tempo – no entanto, estes trabalhos apresentam nítido foco no mercado de crédito bancário, sem referências significativas ao crédito corporativo privado, objeto de pesquisa da presente monografia. Além disso, no segmento do crédito privado, apesar de relativamente defasados em função da característica de evolução constante do mercado, há trabalhos que estudam o desenvolvimento do mercado ao longo do tempo, compreendendo os fatores estruturais que permitiram esta evolução e as características das emissões primárias. No entanto, parece não haver grande disponibilidade de trabalhos que tratem especificamente do tema objeto da monografia, qual seja, a compreensão dos impactos do crescimento recente do mercado de crédito privado no custo de captação das empresas comparativamente à forma mais tradicional de financiamento no país ao longo de sua história, o crédito bancário.

2.1 OS DETERMINANTES DO CUSTO DE CRÉDITO NO BRASIL

Historicamente, o custo do crédito no Brasil tem se mostrado notadamente elevado, um padrão observado tanto no segmento de pessoa física quanto de pessoa

jurídica. Considerando a predominância, no passado, do crédito bancário sobre outras formas de financiamento, há dois componentes básicos deste alto custo de capital: a própria taxa de juros real do país (a qual deu ao Brasil, em muitos e distintos momentos na história, o título de país com a mais alta taxa real de juros do mundo), que está em linha com o custo de captação das instituições financeiras, e os *spreads* aplicados por estas em suas concessões. Portanto, cabem reflexões sobre as razões para as altas taxas reais de juros e os níveis elevados de *spreads* bancários.

O BACEN possui em seu mandato o objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, cumprindo a meta de inflação determinada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN, hoje composto pelo Presidente do BACEN, o Ministro da Fazenda e a Ministra do Planejamento e Orçamento). A autarquia tem na Selic Meta (cujo nome deriva da sigla do Sistema Especial de Liquidação e Custódia, em que os títulos públicos federais são custodiados), a taxa básica de juros da economia brasileira (a qual é definida pelo Comitê de Política Monetária do BACEN a cada 45 dias), o seu principal instrumento de controle da inflação via política monetária, atuando no sentido final de estimular ou contrair a demanda agregada por meio da transmissão da taxa Selic para as taxas de juros praticadas no mercado. Em situações em que as fontes de pressão inflacionária surjam majoritariamente do lado da oferta, a efetividade da política monetária é reduzida; porém, ela permanece sendo a única forma pela qual o BACEN é capaz de atuar para cumprir sua missão. Por conta disso, há críticas a respeito da postura da entidade em elevar a taxa básica de juros em contextos de inflação causada por pressões de custo.

A respeito das taxas de juros reais do país, Amaral *et al.* (2012) observam, a partir de uma modelagem macroeconômica da determinação do comportamento do BACEN, que a autoridade monetária, na fixação de políticas monetárias restritivas visando conter a inflação, tem demonstrado

[...] uma 'preocupação excessiva' com a taxa de inflação, haja vista que utiliza a taxa de juros básica como instrumento para debelar pressões inflacionárias originadas, fundamentalmente, por pressões de custo [...]. A estimação da 'função de reação' do Banco Central, ao estabelecer esse padrão de comportamento para a autoridade monetária, aponta para a existência de um elevado grau de aversão a inflação, o que aumenta a taxa de juros requerida

para a convergência da inflação a meta de longo prazo. (Amaral *et al.*, 2012, p. 563).

Quanto aos *spreads* bancários, um dos motivos para os elevados níveis observados, sob uma perspectiva teórica, parece ser a concentração bancária. No Brasil, os cinco principais bancos concentravam, em 2016, 85% do volume de ativos de crédito bancário, contra uma média global de 78%. Nos anos 1990, a participação era de 50% (Joaquim, Doornik e Ornelas 2023, p. 2). Vale notar que, mesmo no contexto recente marcado pelo advento das fintechs e os bancos digitais, com potencial disruptivo sobre a competição bancária ao operar com custos mais baixos, a atuação dos grandes bancos e, assim, a característica de concentração do mercado, se mantém forte. De fato, “os grandes bancos no Brasil têm uma enorme capacidade de adaptação às mudanças nos padrões de competição do setor bancário e no ambiente macroeconômico do país, logrando obter uma rentabilidade sempre elevada. [...] Os grandes bancos brasileiros [...] passam a comprar ou criar suas próprias fintechs” (Paula, 2022, p. 12).

Outros motivos que influenciam os *spreads* bancários são os níveis elevados de inadimplência e a baixa taxa de recuperação de créditos no Brasil (ou seja, a dificuldade de os bancos recuperarem os recursos creditícios concedidos quando da inadimplência do devedor), fatores que levam os bancos a elevarem os prêmios cobrados sobre as taxas básicas de juros. Branco e Paula (2015) sugerem, a partir de uma análise econométrica, que

As instituições financeiras tendem a utilizar a taxa de juros básica da economia como um piso para a concessão de crédito ao público, embutindo sobre ele um prêmio de risco. No caso brasileiro, [...] a possibilidade de combinar alta rentabilidade e baixo risco através da aquisição de títulos públicos indexados à taxa Selic torna esta última concorrente da receita auferida com a atividade principal dos bancos, qual seja, a de intermediação financeira (Branco; Paula, 2015, p. 130).

Assim, uma vez que os bancos possuem constantemente a alternativa da Letra Financeira do Tesouro (LFT, títulos públicos com remuneração atrelada à taxa Selic) como uma possibilidade de aplicação dos seus recursos, combinando liquidez, baixo risco e rentabilidade, é necessária a aplicação de *spreads* maiores para que suas

concessões de crédito sejam justificadas em termos de remuneração do risco e rentabilidade do negócio.

Na presente monografia, a qual possui foco no mercado de crédito privado, tem-se uma hipótese de que esta modalidade de crédito, caracterizada pela colocação dos ativos de crédito diretamente na mão dos credores para levantar recursos para projetos específicos, com a participação das instituições financeiras correspondendo à operacionalização da emissão dos ativos, apresenta custos mais baixos para as empresas, com *spreads* menores em relação às taxas de juros referenciais, como a taxa de Depósito Interbancário (DI, comumente chamada Certificado de Depósito Interbancário – CDI -, que acompanha aproximadamente a taxa Selic) e as taxas reais das Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) emitidas pelo Tesouro Nacional (títulos públicos com remuneração em parte atrelada à variação da inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPC-A), calculado e divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e parte a uma taxa prefixada de juros)⁵. Assim, o custo efetivo total incorrido pela empresa emissora tende a ser mais baixo do que seria caso optasse por tomar um crédito bancário.

2.2 O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO

As emissões de crédito corporativo privado no Brasil ganharam relevância frente ao estoque total de crédito na economia apenas recentemente. Torres e Macahyba (2012) trazem possíveis motivos para a baixa profundidade da modalidade de crédito até 2011, observando que isso

[...] pode ser identificado a partir de quatro características principais:

- a) a elevada concentração da base de investidores verificada no mercado primário;
- b) a escassa liquidez do secundário;
- c) a reduzida transparência no processo de formação de preços;

⁵ É comum os títulos de crédito privado serem emitidos com taxa de remuneração híbrida, mesclando uma taxa prefixada com um índice de preços, como o IPC-A, ou uma taxa referencial de juros, como o DI. Nesse contexto, o *spread* se refere ao excesso de remuneração frente à remuneração de um título público com mesma dinâmica de taxa, como a LFT para os títulos atrelados ao CDI (*spread* sobre o CDI) e a NTN-B para os títulos atrelados ao IPC-A (*spread* sobre a taxa real da NTN-B).

- d) a elevada preferência do investidor por títulos indexados à taxa de juros de um dia (Torres; Macahyba, 2012, p. 43).

Em 2017, o volume total de títulos de crédito privado emitidos foi de R\$95 bilhões, cerca de 1,46% do Produto Interno Bruto (PIB), contra R\$14 bilhões (0,66% do PIB) em 2005 (Carvalho; Marques, 2020, p. 484). Acerca da evolução desta forma de captação de recursos pelas empresas não financeiras, Paula e Faria Júnior (2012, p. 110) observam que

O ambiente macroeconômico e a política econômica – crescimento da economia, inflação, política de juros, movimento da taxa de câmbio etc. – tem um papel fundamental na determinação da demanda e oferta por títulos e nas condições (montante emitido, remuneração, maturidade etc.) pelos quais os títulos são ou poderão ser emitidos.

Neste sentido, para a empresa que emite títulos no mercado, suas perspectivas de crescimento econômico e o movimento das taxas de juros e do câmbio são essenciais para que se defina as condições de potencial oferta no mercado, como volume, prazo e indexador. Sob a ótica dos compradores de títulos, além das condições macroeconômicas no geral, as expectativas de juros do mercado influenciam diretamente suas decisões de aquisição de ativos e nos riscos incorridos ao se fazer um investimento⁶.

Quanto aos entraves históricos para o desenvolvimento do mercado, ao compreender o movimento de *stop and go* da economia brasileira à época (com grande volatilidade na taxa de crescimento real do PIB), Paula e Faria Júnior (2012, p. 114) colocam que

O ambiente de instabilidade macroeconômica de uma economia em *stop and go* tem afetado o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar o risco de mercado (perda de valor de um título perante a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência na

⁶ Estas expectativas podem ser ilustradas na curva de juros da economia brasileira, a qual evidencia, para diferentes pontos futuros no tempo (ou “vértices” da curva), as projeções para a taxa DI média até o referido ponto. As projeções são obtidas por meio do contrato de derivativo DI Futuro, negociado na B3 (a bolsa de valores brasileira). Em geral, empréstimos e financiamentos de prazos mais longos possuem taxas baseadas nas taxas de juros de prazos equivalentes, obtidas por meio da curva de juros.

emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa.

Além disso, os arranjos institucionais da economia brasileira também contribuem para a compreensão da evolução do mercado de crédito privado no país. Dado o histórico de escassez de crédito no Brasil, havia interesse do poder público em incentivar o mercado de dívida corporativa privada, de forma que uma série de mudanças regulatórias foram realizadas com o passar dos anos. Entre 2009 e 2011, Torres e Macahyba (2017) apontam que

As medidas adotadas pelo governo tinham por objetivo aumentar a escala e a profundidade do mercado de dívida corporativa no Brasil. Antes de serem adotadas, foram amplamente discutidas com representantes do mercado financeiro e do meio empresarial. A discussão tomou como base uma agenda ampla de itens regulatórios que precisavam ser reformados de modo a eliminar as distorções e desvantagens competitivas que, até então, inibiam o desenvolvimento do mercado (Torres; Macahyba, 2017, p. 32).

Em 2009, a CVM publicou a Instrução nº 476, que instituiu um formato alternativo e simplificado para a emissão de títulos privados. Até então, a Instrução nº 400 de 2003 regulamentava estas emissões, e exigia que a empresa proponente tivesse capital aberto, solicitasse registros prévios na CVM e preenchesse prospectos com informações detalhadas sobre seu negócio e a utilização dos recursos, o que geralmente implica um processo demorado desde o registro do pedido até a subscrição efetiva, além de custos elevados para a emissão. Com a Instrução nº 476, as empresas emissoras não precisavam ter capital aberto, nem sequer solicitar registro prévio na CVM e preencher os prospectos. Por conta da carência de informações detalhadas, as emissões regidas pela CVM-476 somente podem ser acessadas por Investidores Profissionais (os quais possuem investimentos financeiros superiores a R\$10 milhões). Rapidamente os títulos emitidos por meio da CVM-476 ganharam relevância, representando 87% do volume emitido e 82% do número de emissões entre 2009 e 2017 (Carvalho; Marques, 2020, p. 485).

Em 2011, por meio da Lei nº 12.431, o mercado deu um passo importante através da criação das debêntures incentivadas, por meio das quais “buscava-se viabilizar um mercado doméstico privado de financiamento de longo prazo para

empresas brasileiras pertencentes a setores estratégicos para o desenvolvimento do país” (Bragança, Pessoa e Souza 2015. p. 7). Estas debêntures são caracterizadas pela isenção de imposto de renda (IR) nos rendimentos obtidos por pessoas físicas e por investidores não residentes. Para que se enquadrem na legislação e entreguem este benefício, as debêntures necessariamente precisam, dentre outras características, ser objeto de distribuição pública, possuir prazo médio ponderado superior a quatro anos, além de possuir remuneração prefixada (podendo ser atrelada a índice de preços) e, naturalmente, ter seus recursos comprovadamente destinados a projetos de infraestrutura, em setores como saneamento básico, energia e transportes. Em decorrência da isenção de IR para pessoas físicas e investidores não residentes, as debêntures incentivadas são emitidas com taxas mais baixas do que as debêntures convencionais (uma correção natural do mercado para equalizar as taxas de retorno de ambos os títulos), implicando menores custos de captação por parte das empresas. Além disso, aos olhos dos investidores, especialmente no varejo, a isenção de IR sobre os rendimentos se mostra um atrativo adicional, mesmo considerando o referido ajuste de taxas no mercado. Estes dois pontos combinados implicam menor custo para as empresas emissoras e maior oferta de fundos por parte dos agentes compradores dos ativos.

De fato, entre 2012 e 2013, imediatamente após a implementação da nova legislação, Bragança, Pessoa e Souza (2015) observam que as debêntures incentivadas “apresentam qualidades distintas mesmo tendo sido emitidas sob as mesmas condições macroeconômicas. Em média, as incentivadas têm valor 63% maior que as não incentivadas e prazo 187% mais longo” (Bragança, Pessoa e Souza, 2015. p. 23). Além disso,

[...] essas debêntures apresentam mais liquidez que aquelas não incentivadas, possuindo um percentual de valor negociado/total emitido cinco vezes maior, e 35 vezes mais negociações. Também atraem mais investidores que as não incentivadas, apresentando um percentual adquirido por investidor estrangeiro 36 vezes maior e um percentual adquirido por pessoa física 43 vezes mais elevado (Bragança, Pessoa e Souza, 2015. p. 23).

A característica de maior liquidez das debêntures incentivadas se mostra um grande propulsor para o desenvolvimento do mercado de crédito privado, em linha com

a discussão anterior. Quando os agentes reconhecem que, caso seja necessário se desfazer de um ativo após sua subscrição em uma emissão primária, haverá um mercado organizado e líquido em que a transação poderá ser realizada, naturalmente há uma disposição maior para colocar esses ativos em seu portfólio. Para fundos de investimento, que possuem participação ativa nesse mercado, este ponto é ainda mais crítico. É preciso ter plena confiança de que haverá mercado para o ativo após a negociação inicial, para que sejam honrados os eventuais pedidos de resgate dos cotistas no momento em que sejam feitos.⁷

Além disso, nesse sentido, as debêntures de infraestrutura trouxeram progresso – mesmo que parcial - em um outro aspecto característico tanto do mercado de debêntures previamente à nova legislação, quanto do mercado de crédito bancário, qual seja, a predominância de emissões de curto prazo. Em concordância com o apontado por Torres e Macahyba (2012) e as considerações de Branco e Paula (2015) a respeito da figura da LFT sob a ótica da instituição financeira que concede o crédito, Paula e Faria Júnior (2012) analisam a perspectiva dos investidores de títulos e detalham um dos motivos para a dificuldade na colocação de papéis de prazos mais longos junto ao público:

[...] não há complementaridade entre o mercado de dívida pública e o mercado de dívida privada no Brasil, mas sim a existência de uma concorrência entre os eles. De fato, em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa parte da dívida pública sob a forma de títulos indexados à Selic (LFTs), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade (Paula e Faria Júnior, 2012, p. 132).

Assim, apesar da manutenção da preferência pelas LFTs (novamente gerando distorções no mercado, como na dinâmica dos *spreads* bancários discutida anteriormente no capítulo), as vantagens tributárias das debêntures incentivadas contribuíram para abrir os olhos dos agentes para o mercado privado de dívida, impulsionando o volume de emissões de títulos de prazos mais longos (como

⁷ O mercado primário pode ser definido como aquele em que a negociação acontece entre a empresa emissora do título e o seu credor (o investidor), quando o título é primeiramente vendido e a empresa levanta caixa. Após a emissão primária, o título passa a ser negociado no mercado secundário, em que a negociação acontece entre diferentes investidores, sem participação da empresa emissora.

mencionado anteriormente, o prazo médio ponderado mínimo dos ativos é de 4 anos). De 2009 a 2017, observa-se que

A maioria dos títulos (53% do volume emitido e 46% do número de emissões) tem vencimento entre 5 e 10 anos. Também são comuns vencimentos entre 3 e 5 anos (22% do volume emitido e 20% do número de emissões) ou abaixo de 3 anos (22% do número de emissões, mas apenas 14% do volume emitido) (Carvalho; Marques, 2020, p. 486).

Atualmente, considerando as visíveis melhorias nos aspectos que historicamente serviram como entrave para o desenvolvimento do mercado de crédito corporativo privado, a pesquisa empírica de Aparecida, Bortoluzzo e Lazzarini (2022) mostra que “independentemente da fonte de financiamento, as empresas avaliadas estão mais preocupadas com questões relacionadas a custos e prazos de seus financiamentos” (Aparecida, Bortoluzzo e Lazzarini, 2022, p. 14). Desta forma, tendo em vista a tendência do crédito privado de apresentar custos mais reduzidos às empresas, há razões para acreditar na continuidade do crescimento do mercado proporcionalmente ao total de crédito tomado pelas empresas, concomitantemente à redução da participação do crédito bancário, conforme observado no Gráfico 1.

Novamente, tem-se que não há grande disponibilidade de trabalhos que tratem especificamente dos impactos dessa evolução observada no mercado brasileiro de crédito privado corporativo no custo de captação das empresas, especialmente de maneira comparativa ao mais tradicional crédito bancário. Dentro deste contexto, espera-se que esta análise, além de alcançar o objetivo principal do trabalho, também atualize o panorama do mercado de crédito privado com seus últimos desenvolvimentos, visto que há poucos trabalhos recentes sobre o tema e o mercado apresenta constante evolução. Um mercado financeiro sólido e desenvolvido, como visto anteriormente, contribui para o crescimento econômico dos países, garantindo transferências eficazes de recursos entre agentes superavitários e deficitários, e o mercado de crédito privado, por meio da oferta de títulos de dívida diretamente ao investidor, possui potencial para tornar o sistema financeiro cada vez mais eficiente e, em princípio, com custos mais baixos em relação ao custo do crédito bancário.

Este capítulo revisitou a literatura brasileira sobre o mercado de crédito local, com ênfase nas discussões sobre o custo de crédito no país e o desenvolvimento do mercado de crédito privado. Quanto ao primeiro item, os trabalhos enfatizam que o elevado custo de crédito para as empresas está em grande parte relacionado, na última linha, com as taxas nominais e reais de juros estruturalmente altas no país, e a figura da LFT, título público que combina liquidez, baixo risco de crédito e alta rentabilidade, uma vez que esta é indexada à Selic. As instituições possuem a taxa de remuneração da LFT como uma espécie de taxa piso nas suas concessões de crédito.

No que tange ao desenvolvimento do mercado de crédito privado, tem-se como uma das principais fontes de impulso o incentivo do poder público ao mercado privado por meio das mudanças regulatórias realizadas especialmente a partir de 2009, visando combater a escassez de crédito no país. Dentre essas mudanças, destaca-se a criação, em 2011, das debêntures incentivadas, que rapidamente ganharam relevância frente aos demais títulos de dívida privada, contribuindo para o aumento do financiamento de projetos de infraestrutura.

3 ANÁLISE DAS ESTATÍSTICAS DE CRÉDITO BANCÁRIO E CRÉDITO PRIVADO DE 2013 A 2023

Este capítulo explora as bases de dados do BACEN de estatísticas de crédito para pessoas jurídicas não financeiras no Brasil. São analisadas e discutidas, sob diferentes óticas, a evolução dos estoques e concessões de crédito bancário e crédito privado no período 2013-2023, bem como o comportamento das taxas de juros praticadas em cada modalidade, visando mensurar o crescimento relativo da participação do crédito privado no mercado de crédito brasileiro e suas diferenças em termos de custo de captação para as empresas.

Em suas estatísticas de crédito, o BACEN caracteriza o crédito ampliado ao setor não financeiro como a agregação das “operações de crédito do SFN, as operações de crédito dos demais setores institucionais residentes, os títulos de dívida públicos e privados e os créditos concedidos por não residentes (dívida externa)” (BACEN, 2024). A base de dados permite a desagregação das estatísticas em três grupos de tomadores dos recursos: governo geral (administração pública federal, estadual e municipal), empresas (públicas e privadas, exceto as de intermediação financeira) e famílias.

Quanto ao crédito ampliado concedido a empresas, o BACEN oferece uma classificação em oito categorias:

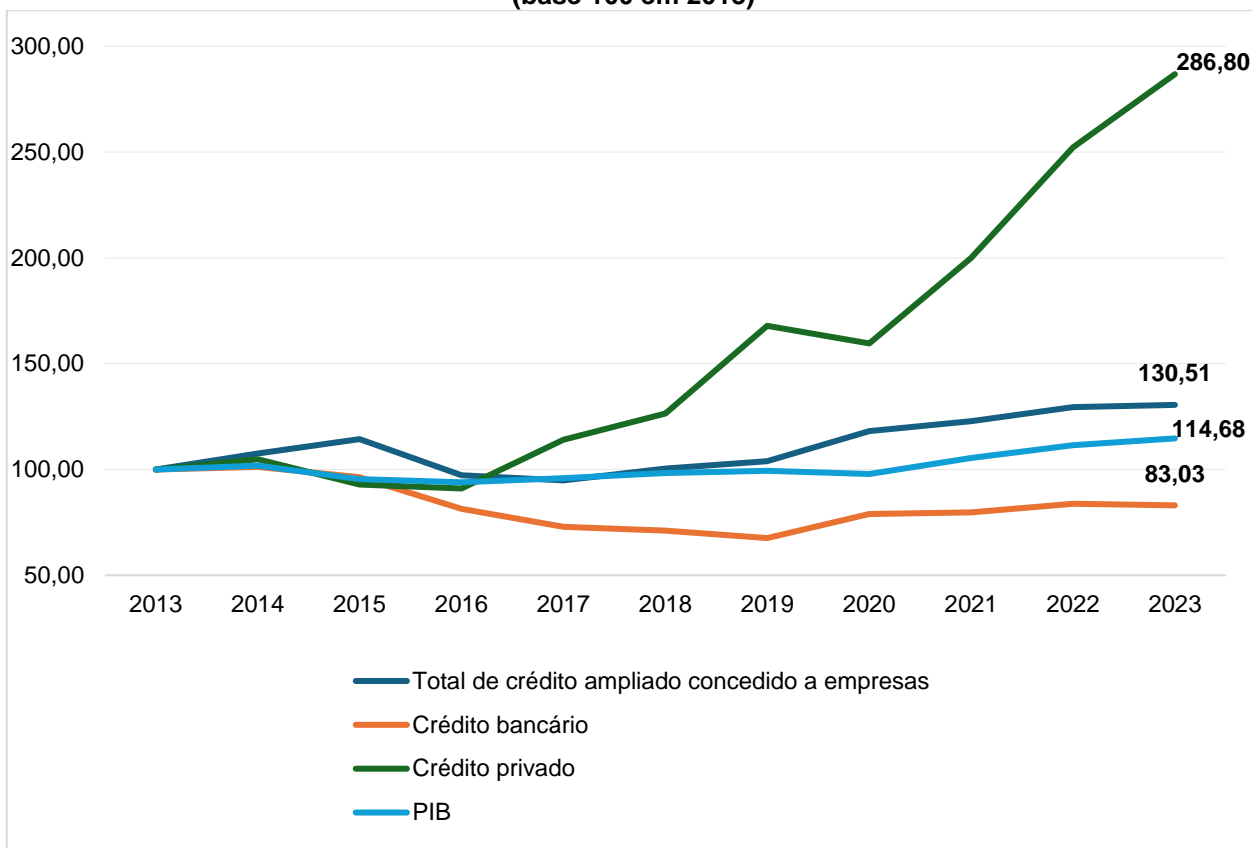
- a) operações de crédito do SFN: abrange empréstimos e financiamentos concedidos por bancos e outras instituições financeiras para empresas não financeiras, além das operações de arrendamento mercantil;
- b) empréstimos e financiamentos por outras sociedades financeiras;
- c) empréstimos e financiamentos por fundos governamentais;
- d) títulos de dívida privados: títulos emitidos por empresas não financeiras no mercado de capitais doméstico, como debêntures e notas comerciais;
- e) instrumentos de securitização: títulos emitidos por empresas securitizadoras, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA);
- f) dívida externa - empréstimos: empréstimos e financiamentos concedidos por instituições financeiras não residentes;

- g) dívida externa - títulos emitidos no mercado externo: títulos emitidos no exterior por empresas residentes;
- h) dívida externa - títulos emitidos no mercado doméstico: títulos emitidos no mercado doméstico, detidos por não residentes.

Como mencionado no primeiro capítulo, as operações de crédito do SFN – o crédito bancário - e a agregação entre os títulos de dívida privados e os instrumentos de securitização – categoria aqui denominada como *crédito privado* - configuram o foco da análise deste trabalho.

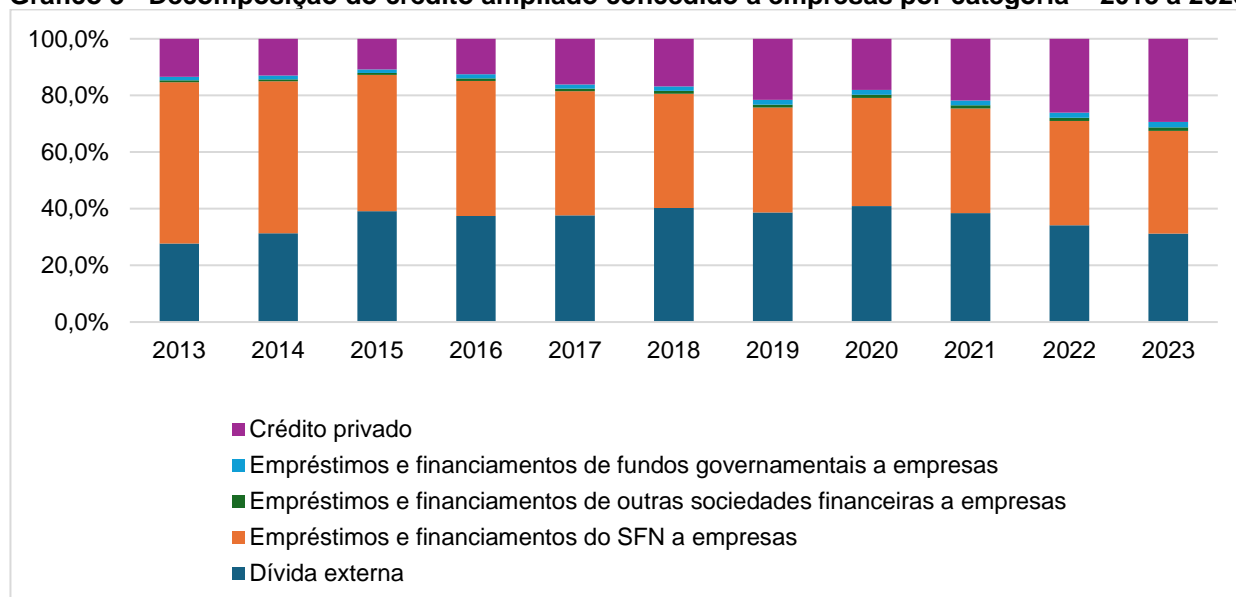
No período de 2013 a 2023, a variação real dos estoques de crédito ampliado concedido a empresas mostra trajetórias bastante distintas para cada uma das categorias analisadas. Neste horizonte, o PIB real variou cerca de 14,7% (BACEN, 2024), conforme o Gráfico 2 abaixo. Enquanto o total de crédito ampliado concedido a empresas cresceu cerca de 30,5%, o estoque de títulos de crédito privado cresceu 186,8%, ao passo em que as operações de crédito do SFN *decreceram* 17% em termos reais.

Gráfico 2 - Evolução a preços constantes de 2013 do estoque de crédito e do PIB de 2013 a 2023 (base 100 em 2013)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil (2024).

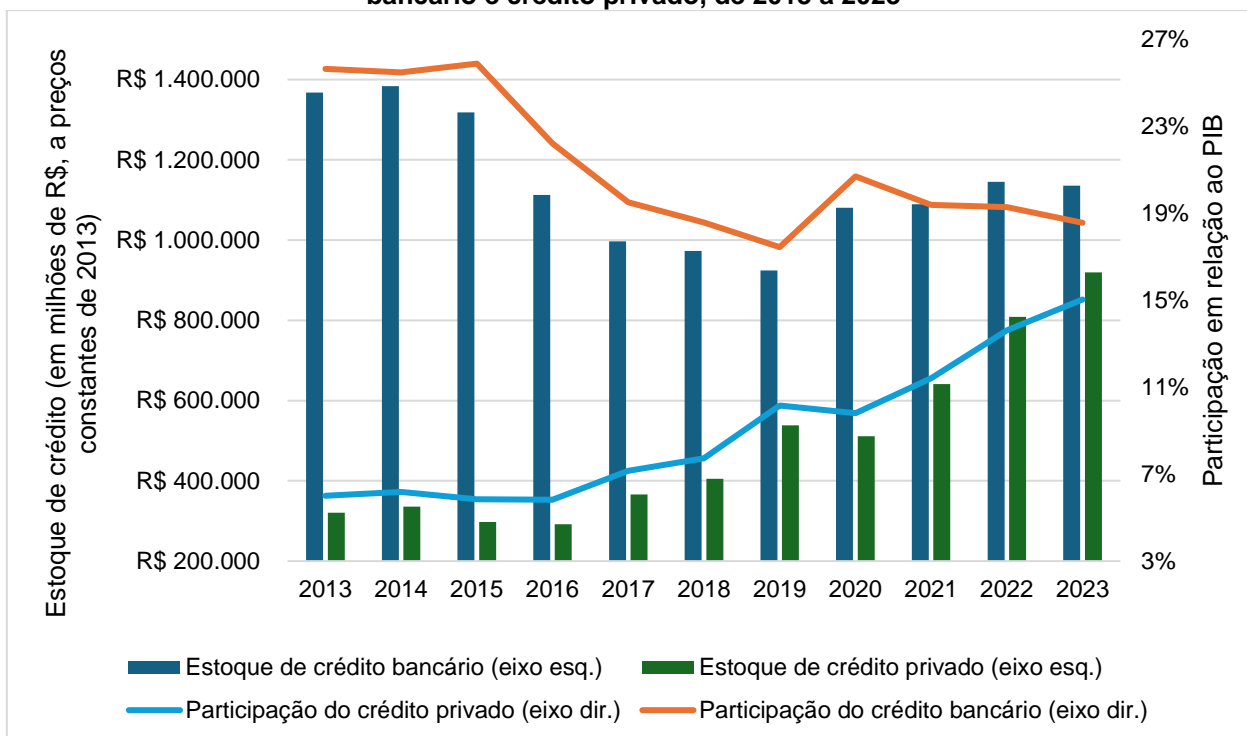
O forte desempenho do crédito privado levou ao crescimento relativo desta categoria frente ao estoque total de crédito ampliado concedido a empresas na economia brasileira, de 2013 a 2023. O Gráfico 3 abaixo ilustra a distribuição por categoria do crédito ampliado concedido a empresas neste período 2023, agregando, para melhor visualização, os dois instrumentos de crédito privado, bem como os três formatos de dívida externa. Observa-se, simultaneamente ao crescimento da participação do crédito privado, a redução da representatividade do crédito bancário frente ao total de crédito ampliado concedido a empresas. Dentre as demais categorias, o Gráfico 3 mostra que o mercado de dívida externa, apesar de ter se expandido em termos relativos, especialmente no período de crise observado de 2014 a 2016 – em que o mercado interno de dívida tendeu a ser reprimido, restando às empresas a alternativa da dívida externa -, apresenta uma tendência de convergência para o nível de participação observado no início da série.

Gráfico 3 - Decomposição do crédito ampliado concedido a empresas por categoria – 2013 a 2023

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil (2024).

O expressivo crescimento percentual do estoque de crédito privado no período observado também aproximou a sua representatividade em relação ao PIB ao nível verificado para o crédito bancário, conforme Gráfico 4 abaixo. Desta forma, em termos absolutos, observa-se uma gradual convergência nos estoques das duas modalidades ao longo do horizonte de análise.

Gráfico 4 - Evolução do estoque e da participação frente ao PIB das modalidades de crédito bancário e crédito privado, de 2013 a 2023

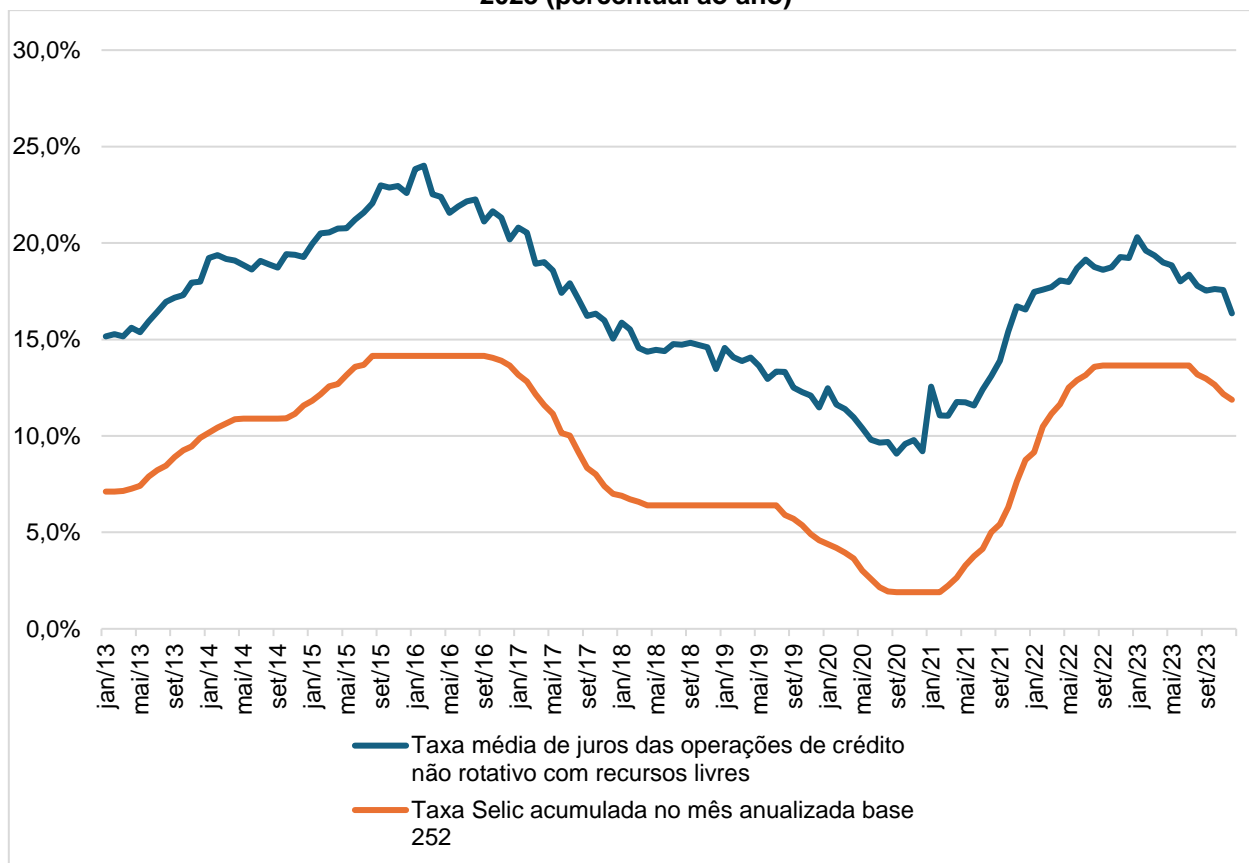


Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil (2024).

Tem-se que, portanto, independentemente da ótica de análise, o estoque de crédito privado na economia brasileira em termos absolutos e relativos apresentou crescimento robusto entre 2013 e 2023. O desempenho do crédito bancário, no entanto, foi nitidamente mais fraco. Torna-se pertinente, neste ponto, compreender o comportamento do custo efetivo para as empresas de ambas as categorias de crédito no período.

A base de dados do BACEN contém dados mensais da taxa média de juros das operações de crédito do SFN para o período analisado, com recursos livres (ou seja, para as operações cuja taxa é livremente pactuada entre as partes, sem influência do governo). O Gráfico 5 abaixo compara a trajetória dessa taxa média de juros com a taxa Selic Meta.

Gráfico 5 - Taxa média de juros para novas concessões de crédito bancário e taxa Selic, de 2013 a 2023 (percentual ao ano)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil (2024).

A taxa Selic funciona como um *benchmark* para as demais taxas de juros aplicadas na economia brasileira. Por isso, a elevada correlação entre a remuneração da Selic e a taxa média de juros das operações de crédito do SFN a empresas, observada no Gráfico 5, é esperada, bem como a existência de um *spread* relevante sobre a taxa básica de juros⁸.

No Brasil, os títulos de crédito privado, em sua maioria, possuem taxas de juros prefixadas, atreladas à taxa DI ou à variação do IPCA. Entre 2013 e 2024, as emissões de debêntures – o título de dívida privado mais representativo deste mercado – somaram R\$1,7 trilhões, sendo 96% deste volume vinculado a algum dos três

⁸ Conforme discutido no capítulo 2, a figura da LFT coloca às instituições financeiras a alternativa constante de emprestar recursos ao Tesouro Nacional remunerando seu capital à Selic, combinando liquidez e baixo risco de crédito. Naturalmente, qualquer empréstimo concedido a uma empresa exige um prêmio expressivo pelo risco.

indexadores (SND, 2024). A Tabela 1 abaixo ilustra a evolução das emissões de debêntures por indexador, no período de análise, incluindo a participação de cada indexador frente ao volume total emitido.

Tabela 1 - Emissões anuais de debêntures por indexador, de 2013 a 2023, em milhões de reais

Ano/Indexador	CDI		IPCA		PRÉ		Volume Total
2013	78.272	86%	10.689	12%	1.875	2%	90.835
2014	81.783	85%	7.185	7%	7.519	8%	96.487
2015	65.063	88%	7.854	11%	1.000	1%	73.918
2016	73.060	92%	6.327	8%	221	0%	79.608
2017	83.569	87%	12.302	13%	150	0%	96.021
2018	124.641	82%	20.571	14%	6.002	4%	151.214
2019	151.262	79%	37.858	20%	3.481	2%	192.601
2020	85.737	74%	29.159	25%	925	1%	115.821
2021	189.891	77%	55.510	22%	2.508	1%	247.910
2022	213.417	82%	42.793	16%	4.274	2%	260.484
2023	152.502	66%	68.634	30%	9.240	4%	230.376

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do SND (2024).

Uma vez que as estatísticas de crédito bancário do BACEN fornecem as taxas de juros médias das operações em percentual ao ano (taxas prefixadas), a comparação destas com as taxas aplicadas no mercado de crédito privado exige uma conversão de taxas para um mesmo indexador. Optou-se por transformar as taxas prefixadas aplicadas no mercado bancário em taxas atreladas ao IPCA e ao DI, para então efetuar as devidas comparações. Esta decisão facilita a análise posterior dos *spreads* de taxa frente a remuneração dos títulos públicos, que ilustra os prêmios de risco embutidos nas taxas dos títulos privados. Na categoria de crédito privado, as características de remuneração das debêntures são utilizadas como *proxy* para o comportamento deste mercado como um todo. Além de as debêntures serem, como referido anteriormente, o ativo de maior representatividade no mercado, elas possuem a base de dados mais ampla e adequada. Foram coletadas informações de todas as emissões primárias de debêntures (colocação inicial do ativo no mercado) simples e conversíveis em ações realizadas entre 2013 e 2023, tanto em operações registradas na CVM quanto em

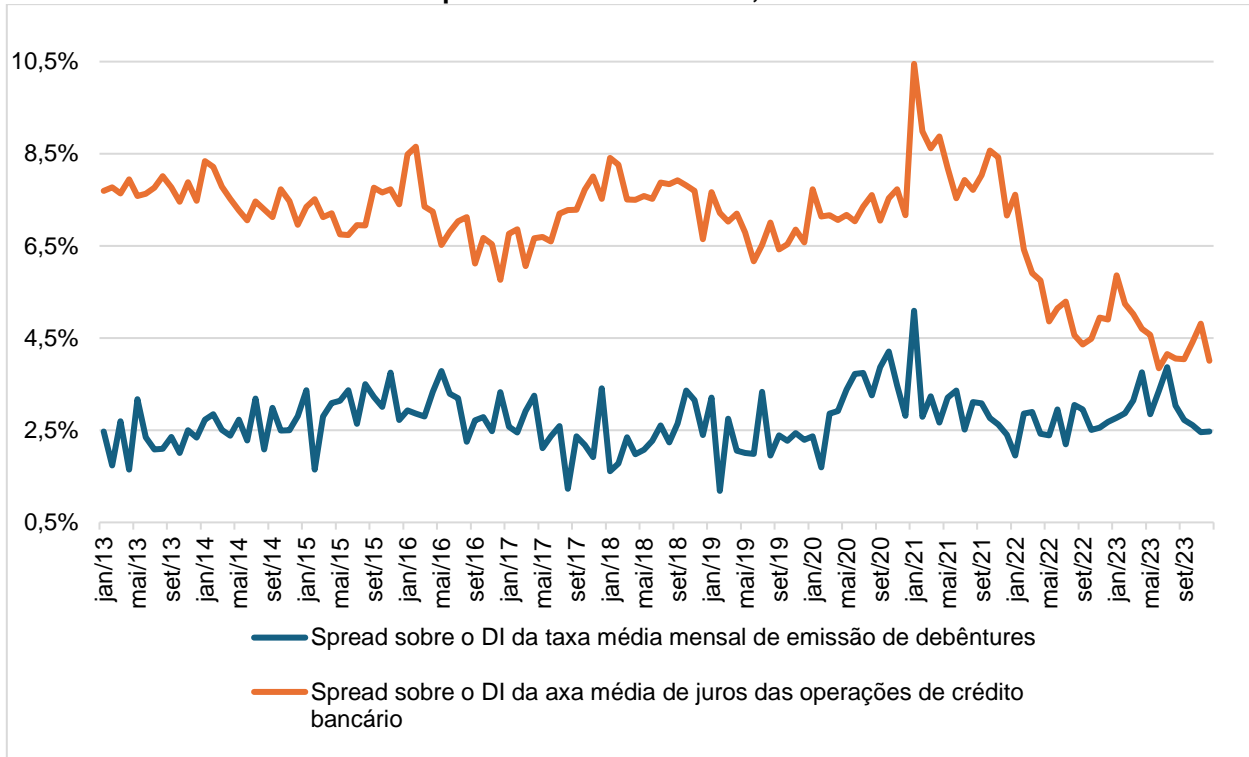
operações dispensadas de registro (como aquelas destinadas a investidores profissionais).

O Gráfico 6 abaixo mostra a comparação do *spread* acima do CDI das emissões primárias de debêntures (calculado a partir de uma média mensal dos *spreads* observados em emissão) com o *spread* observado nas taxas aplicadas nos empréstimos e financiamentos do SFN. A obtenção do *spread* para o mercado bancário foi feita a partir da seguinte fórmula, comumente utilizada no mercado para este fim, que é derivada da fórmula de Fischer para cálculo da taxa real de juros:

$$\frac{(1+i_{SFN})}{(1+DI)} - 1 \quad (1)$$

Onde i_{SFN} representa a taxa de juros média aplicada nos empréstimos e financiamentos do SFN em cada mês, e DI representa a taxa DI acumulada no mês, anualizada em base de 252 dias úteis. Este formato anualizado da taxa DI permite a incorporação em tempo real das eventuais mudanças na taxa Selic, de forma a tornar as comparações de taxa mais efetivas.

Gráfico 6 - Spread sobre o DI das taxas de juros dos empréstimos e financiamentos do SFN e das emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil e do SND (2024).

Ao longo do período 2013-2023, como se observa no Gráfico 6 acima, as taxas médias aplicadas nas operações de crédito bancário foram consistentemente mais altas do que as observadas nas remunerações das debêntures. De fato, apesar das oscilações expressivas na taxa Selic na janela (conforme Gráfico 5), os *spreads* sobre o DI em ambas as categorias de crédito se mostraram relativamente estáveis, especialmente no crédito privado, em que não há tendência clara para aumento ou redução nos *spreads*. Quanto ao crédito bancário, observa-se que a partir do segundo trimestre de 2021, quando o BACEN inicia uma rápida trajetória de alta na taxa Selic, o custo médio das operações, quando observado no formato de *spread* sobre o CDI, apresenta uma queda. Isso se deve ao fato de que, em linha com a dinâmica ilustrada no Gráfico 5, as taxas médias dos empréstimos e financiamentos apresentaram alta concomitantemente à alta da Selic, porém não no mesmo ritmo. Enquanto a taxa básica de juros foi elevada de 2% ao ano para 13,75% ao ano – patamar em que permaneceu por quase um ano -, a taxa média do crédito bancário foi de cerca de 10% ao ano para

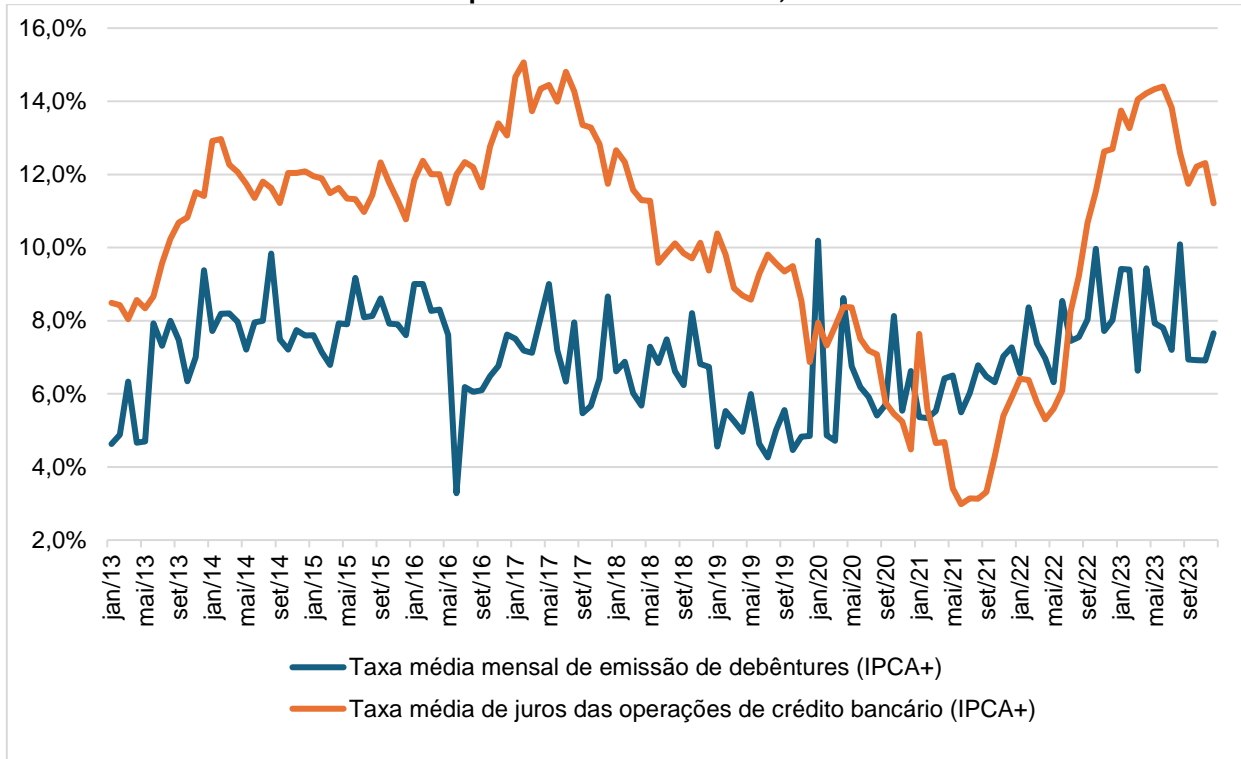
um pico de 20%, o qual foi imediatamente rompido, com o custo retomando uma tendência de queda. Desta forma, com uma taxa Selic (logo, o DI) em trajetória de alta, e o custo do crédito bancário também seguindo na mesma direção - porém sem a mesma intensidade -, as taxas de juros aplicadas no mercado bancário, quando observadas como *spread* sobre o CDI, apresentam queda. O Gráfico 5 ilustra, ainda, que a redução nas taxas efetivas de juros aplicadas não foi tão expressiva quando o Gráfico 6 pode levar a induzir.

A comparação das taxas médias dos empréstimos e financiamentos do SFN quando convertidas para uma base indexada ao IPCA mostra uma dinâmica semelhante, ilustrada pelo Gráfico 7 abaixo. Para esta comparação, novamente foram consideradas as emissões primárias de debêntures com remuneração atrelada ao IPCA, realizadas mensalmente de 2013 a 2023. As taxas médias observadas nessas emissões foram comparadas com os *spreads* no mercado bancário em cada janela mensal. Nos empréstimos e financiamentos do SFN, a fórmula utilizada para obtenção da taxa atrelada ao IPCA equivalente foi a seguinte (novamente, seguindo a lógica da fórmula de Fischer):

$$\frac{(1+i_{SFN})}{(1+IPCA)} - 1 \quad (2)$$

Onde i_{SFN} representa a taxa de juros prefixada média aplicada nos empréstimos e financiamentos do SFN em cada mês, e $IPCA$ representa o IPCA acumulado nos últimos 12 meses. De fato, a utilização deste formato de mensuração do IPCA pode gerar distorções em momentos de variação abrupta no índice, como, por exemplo, no período de setembro de 2020 a abril de 2022, quando o acumulado em 12 meses passou de 3,14% para 12,13%. Porém, é uma *proxy* razoável frente à disponibilidade de dados. A utilização de uma medida alternativa de mensuração, como a de anualizar o IPCA do mês de análise, por exemplo – em linha com o realizado para a taxa DI – implica uma volatilidade muito elevada para os dados.

Gráfico 7 - Spread sobre o IPCA das taxas de juros dos empréstimos e financiamentos do SFN e das emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil e do SND (2024).

As taxas reais de juros tanto do custo das operações de crédito bancário quanto de emissão das debêntures subscritas no período apresentam volatilidade expressiva. Comparativamente ao DI, mais estável, a variação da inflação mensal e das projeções futuras de inflação contribuem para a explicação da variação nas taxas reais⁹.

A análise dos dados do BACEN realizada neste capítulo leva à conclusão de que, de fato, o crédito privado cresceu expressivamente no período 2013-2023. O estoque desta modalidade de crédito apresentou crescimento real de cerca de 186% no período, contra um aumento de 30% do total de crédito ampliado concedido a empresas e uma redução de 17% das operações de crédito do SFN. O crédito privado também

⁹ Do ponto de vista tanto do investidor que adquire os títulos quanto da empresa que os emite, as expectativas de inflação são relevantes. É comum que as empresas, no processo de subscrição, dividam o volume emitido em diferentes séries, mesclando indexadores distintos para cada uma (como, por exemplo, taxas prefixadas, atreladas ao DI ou à própria inflação). Uma vez que a empresa busca relativa paridade entre as séries do crédito, o comportamento esperado da inflação define a projeção de custo nominal do crédito atrelado ao IPC-A. Para os investidores, a projeção de inflação determina sua projeção de retorno nominal e contribui na comparação com outras classes de ativos.

ganhou participação relativa frente ao total de crédito na economia brasileira e frente ao PIB. Em termos de custos de captação para as empresas, os dados enfatizam que, no geral, o financiamento via crédito privado apresenta taxas mais baixas comparativamente ao mercado bancário.

4 A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO

Este capítulo se aprofunda na discussão dos fatores que contribuíram para o desenvolvimento recente do mercado de crédito privado brasileiro, além dos marcos regulatórios prévios ao período de análise do trabalho, que são brevemente revisitados. No período 2013-2023, três fatores relevantes para o mercado foram a alteração na política de taxas de empréstimos e financiamentos do BNDES, em 2018, a ampliação do acesso das pessoas físicas ao mercado de capitais e a conjuntura macroeconômica recente de redução na taxa básica de juros e nas taxas de longo prazo, concomitantemente ao aumento da participação da pessoa física no mercado.

Conforme discutido no segundo capítulo deste trabalho, um dos principais marcos para o desenvolvimento do mercado de crédito privado brasileiro foi a criação, em 2011, das debêntures incentivadas, pela Lei nº 12.431. O apelo tanto para investidores, especialmente por conta dos benefícios fiscais, quanto para as empresas emissoras do título, a partir de custos de dívida proporcionalmente mais baixos, levou as debêntures incentivadas a um rápido crescimento de volume emitido e estoque no mercado. Dois anos antes da Lei nº 12.431, em 2009 a CVM emitiu a instrução nº 476, que flexibilizou as regras para emissão de títulos de crédito privado e incentivou o desenvolvimento do mercado simultaneamente.

Desde então, uma série de outros fatores adicionais contribuíram para o crescimento do mercado de crédito privado no Brasil. A partir de 1º de janeiro de 2018, o BNDES, importante veículo de financiamento das empresas brasileiras historicamente, promoveu uma alteração importante em sua política de fixação de taxas para empréstimos e financiamentos. Até então, os contratos de concessão eram firmados com base na Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), uma taxa trimestral subsidiada cujo cálculo tomava como base a meta de inflação definida pelo CMN e as taxas de juros reais das NTN-B, aplicando-se um redutor sobre estas. Nos casos em que a taxa Selic estivesse em patamar superior a 8,5% ao ano, o limite para a TJLP era a Selic e, no geral, a taxa era fixada em patamar inferior à taxa básica de juros. Na janela de cinco anos entre 2013 e 2017, por exemplo, a TJLP média foi de cerca de 6,96% ao ano, contra uma Selic média de 11,41% ao ano, conforme Tabela 2 abaixo.

Tabela 2 - TJLP e taxa Selic de 2013 a 2017 (% ao ano)

Trimestre de referência	TJLP vigente (% a.a.)	Selic média (% a.a.)
out/2017 a dez/2017	7,00%	7,57%
jul/2017 a set/2017	7,00%	9,28%
abr/2017 a jun/2017	7,00%	11,05%
jan/2017 a mar/2017	7,50%	12,78%
out/2016 a dez/2016	7,50%	13,97%
jul/2016 a set/2016	7,50%	14,25%
abr/2016 a jun/2016	7,50%	14,25%
jan/2016 a mar/2016	7,50%	14,25%
out/2015 a dez/2015	7,00%	14,25%
jul/2015 a set/2015	6,50%	14,09%
abr/2015 a jun/2015	6,00%	13,24%
jan/2015 a mar/2015	5,50%	12,28%
out/2014 a dez/2014	5,00%	11,32%
jul/2014 a set/2014	5,00%	11,00%
abr/2014 a jun/2014	5,00%	10,99%
jan/2014 a mar/2014	5,00%	10,51%
out/2013 a dez/2013	5,00%	9,64%
jul/2013 a set/2013	5,00%	8,62%
abr/2013 a jun/2013	5,00%	7,63%
jan/2013 a mar/2013	5,00%	7,25%

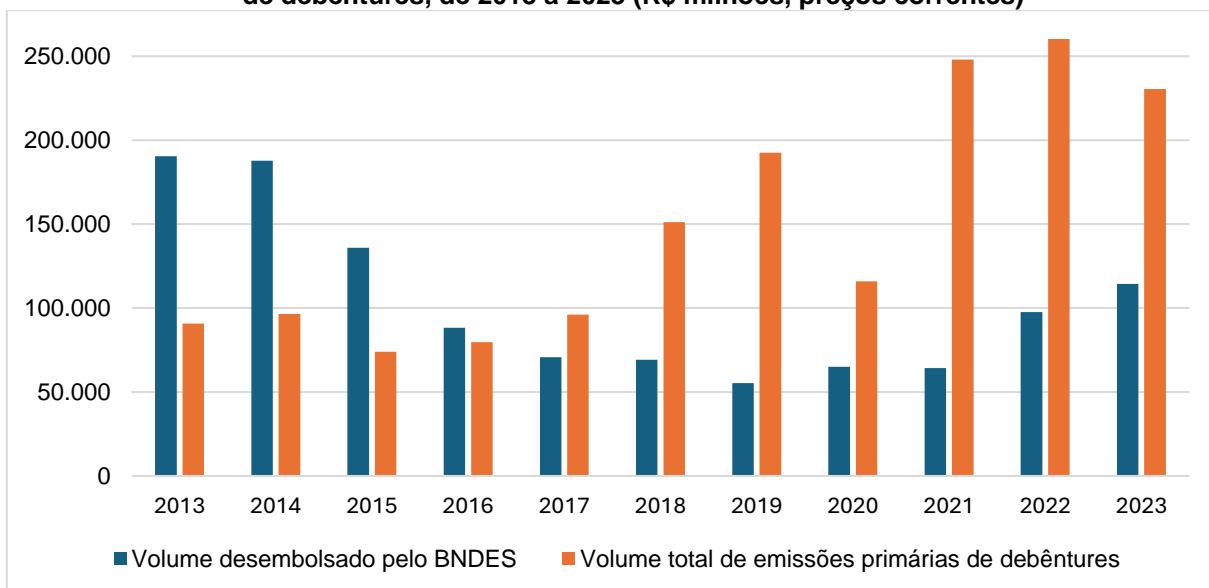
Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil e do BNDES (2024)

Com um custo subsidiado para as empresas, muito abaixo das taxas tradicionais aplicadas tanto no mercado bancário privado quanto no mercado de títulos de dívida privada, havia forte incentivo para as empresas se voltarem ao BNDES em busca de recursos para expansão e investimentos. No fim do ano de 2016, o estoque de contratos do BNDES atrelados à TJLP totalizava R\$664 bilhões. No mesmo marco, o estoque de crédito privado era de R\$365 bilhões (ambos a preços de 2016), equivalente, portanto, a cerca de 55% do estoque do BNDES, evidenciando a importância das linhas de crédito da instituição à época.

Para os contratos firmados a partir de 2018, o BNDES substituiu a TJLP pela Taxa de Longo Prazo (TLP), definida pela taxa prefixada de juro real da NTN-B com vencimento em cinco anos do momento da contratação, acrescida da variação do IPC-A. Assim, tem-se firmada uma taxa de juros que, apesar de ainda muito competitiva por tomar como base o próprio custo de captação do Tesouro Nacional, se aproxima das taxas tradicionais do mercado privado, reduzindo a competitividade relativa dos empréstimos e financiamentos do BNDES. Além de contribuir com o fomento do mercado de crédito privado, a alteração promovida pelo BNDES contribuiu diretamente com a eficácia da política monetária do país. O crédito direcionado com taxas subsidiadas não experimenta o efeito de transmissão da taxa básica de juros definida pelo BACEN na mesma intensidade que uma taxa de mercado como a TLP.

O Gráfico 8 abaixo compara os volumes de créditos concedidos via BNDES com as emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023. Observa-se uma tendência de redução nas concessões do banco de desenvolvimento especialmente a partir de 2016, em grande parte associada à mudança de postura do poder público em relação à utilização da instituição. Após a mudança na presidência da República em agosto daquele ano, o novo governo trouxe um novo viés mais voltado ao mercado privado conjuntamente a uma maior preocupação com a inflação, pouco condizente com a realização de políticas parafiscais via bancos públicos. Em 2018, o movimento de redução das concessões de crédito do BNDES se intensificou, ao mesmo tempo em que o volume de emissão de debêntures aumentou 57% frente ao ano anterior – reflexo em grande parte da maior competitividade relativa deste mercado em termos de custos para as empresas.

Gráfico 8 - Volume total de crédito concedido pelo BNDES e volume total de emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023 (R\$ milhões, preços correntes)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil e do BNDES (2024).

Especialmente nos últimos anos, tem-se observado uma segunda fonte de incentivo ao mercado de crédito privado: a democratização dos investimentos e a consequente migração dos investidores pessoa física para títulos no mercado de capitais. O aumento da competição entre as instituições de intermediação de investimentos, a partir da criação das corretoras de valores com operações integralmente virtuais, reduziu os valores mínimos exigidos para aplicações, permitindo que cada vez mais indivíduos pudessem acessar produtos mais sofisticados de renda fixa. Com o tempo, as plataformas das corretoras passaram a oferecer uma prateleira de títulos das mais variadas classes e emissores, estimulando a competição também por parte das instituições captantes. Além disso, as pessoas físicas conseguem acessar emissões primárias de títulos de crédito privado diretamente por meio de corretoras e bancos de investimento, se consolidando como fonte relevante de recursos para as empresas emissoras dos títulos. De acordo com dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), de 2018 a 2023 o volume de emissões primárias de debêntures subscrito por pessoas físicas cresceu 156%, de R\$9,5 bilhões para R\$26,4 bilhões (ANBIMA, 2024).

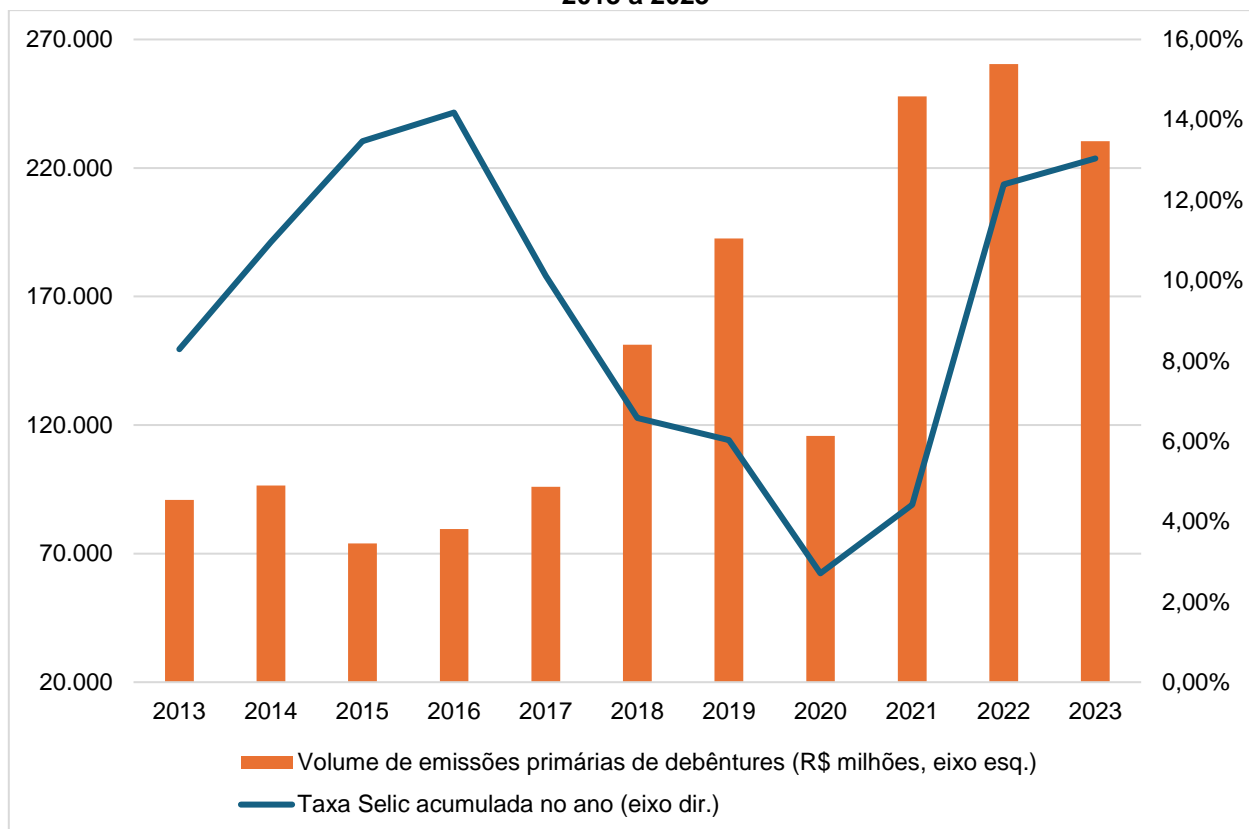
A participação das pessoas físicas no mercado de títulos de crédito privado contribui não apenas para o aumento nos recursos disponíveis para a absorção das

ofertas primárias. No mercado secundário, a liquidez provida por esses investidores é importante, uma vez que chancela a possibilidade de eventuais vendas dos títulos por seus detentores antes do seu vencimento. A compreensão de que, caso seja necessário se desfazer de um título antes do vencimento, haverá compradores dispostos a pagar um preço justo, aumenta a disposição dos investidores (especialmente institucionais, na forma dos fundos de investimentos) a participar de ofertas primárias, efetivamente concedendo crédito às empresas.

Além disso, detendo-se sobre a perspectiva de rentabilidade dos ativos, observa-se que, no passado, conforme discutido no segundo capítulo deste trabalho, a existência da figura da LFT tornava as alternativas de investimentos em renda fixa relativamente pouco atrativas. Não havia motivos concretos para assumir riscos elevados quando se podia acessar um título soberano que combina segurança, liquidez e rendimento elevado. O surgimento de títulos com isenção de IR sobre os rendimentos para pessoas físicas, como as debêntures incentivadas discutidas anteriormente – as quais desde o início ganharam forte apelo junto aos investidores -, contribuiu para a disseminação de outros ativos de renda fixa. A redução estrutural na taxa Selic nos últimos 15 anos, especialmente quando comparada ao patamar observado nos anos seguintes ao Plano Real, também foi responsável por reduzir a atratividade da LFT, abrindo espaço para os títulos privados.

De fato, a conjuntura macroeconômica recente se mostrou favorável ao desenvolvimento do mercado de crédito privado brasileiro. Em 2018, mesmo ano em que houve a alteração nas condições de financiamento do BNDES, a manutenção consistente da inflação dentro do intervalo de tolerância da meta do CMN permitiu uma flexibilização da política monetária do país, de forma que se atingiu a menor taxa Selic acumulada em um ano-calendário no século até então. O Gráfico 9 abaixo ilustra a evolução das emissões de debêntures comparativamente à trajetória da taxa Selic desde 2013.

Gráfico 9 - Volume total de emissões primárias de debêntures e taxa Selic acumulada no ano, de 2013 a 2023



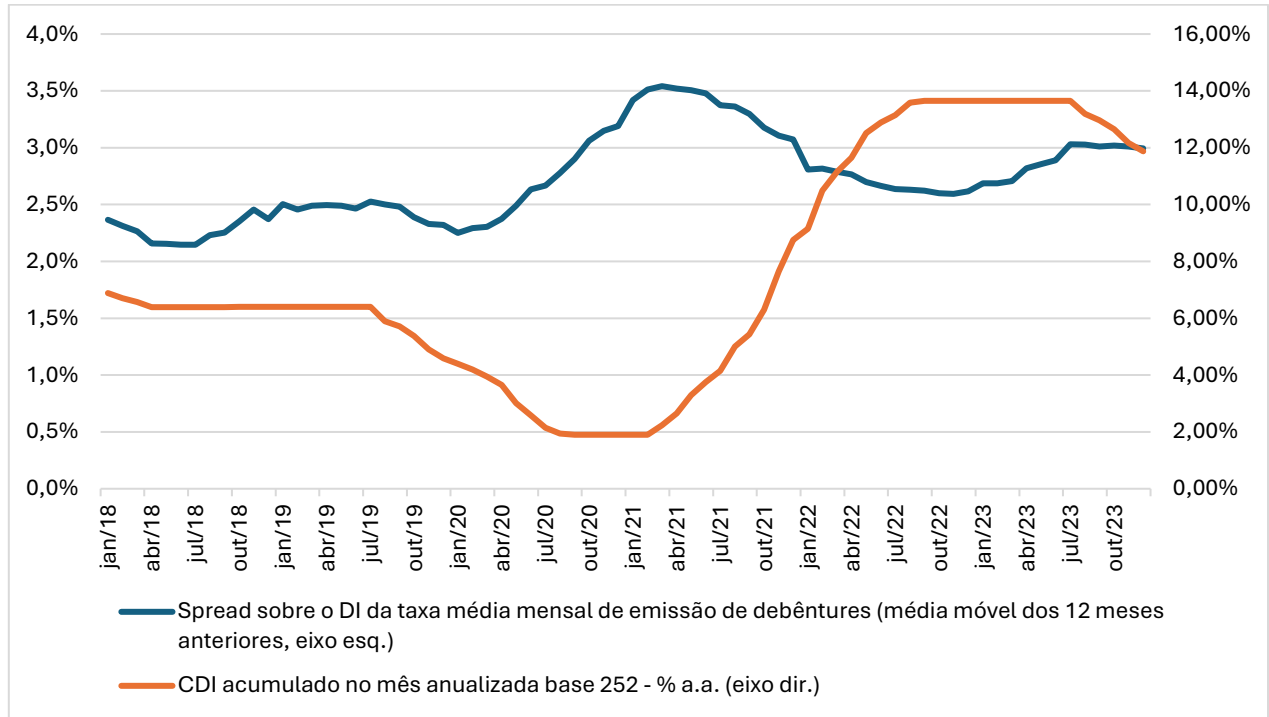
Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil e do SND (2024).

Do lado dos investidores compradores de títulos, uma taxa básica de juros mais baixa incentiva a busca por títulos privados que apresentem remuneração mais elevada, o denominado prêmio de risco de crédito (ou *spread* de crédito), além de benefícios fiscais para pessoas físicas em determinados títulos, como debêntures incentivadas, CRIs e CRAs. Especialmente considerando o histórico elevado da taxa Selic, a conjuntura era compreendida como uma oportunidade para tomada de risco e incremento nos retornos nominais dos investidores¹⁰. Na mesma dinâmica discutida anteriormente, a demanda elevada de investidores pelos títulos privados traz liquidez ao mercado de crédito privado e incentiva as ofertas primárias de ativos.

¹⁰ Esta dinâmica também foi observada em outras vertentes do mercado de capitais, especialmente após 2018. Ativos mobiliários como ações e FII apresentaram um crescimento expressivo no número de investidores à época, conforme a alternativa da tradicional renda fixa pública passou a ter um retorno nominal mais baixo. Este movimento se repetiu em intensidade no biênio 2020-2021, quando a taxa Selic atingiu sua mínima histórica de 2% ao ano e o país operou, por um período, com uma taxa de juros real negativa.

O Gráfico 10 abaixo ilustra, desde 2018, a relação entre a taxa básica de juros e os *spreads* de crédito das debêntures (excesso de taxa sobre o DI).

Gráfico 10 - Spread sobre o DI das taxas de emissão de debêntures e CDI anualizado, de 2018 a 2023



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil e do SND (2024).

Observa-se que, de fato, em momentos de taxa Selic mais baixa, os *spreads* tendem a subir, aumentando o retorno relativo dos títulos privados, e vice-versa. Do ponto de vista das empresas emissoras dos títulos, o ajuste nas taxas reflete justamente a necessidade de se oferecer um retorno nominal elevado, para garantir demanda suficiente para a subscrição integral da oferta; para os investidores, a lógica se inverte, uma vez que a remuneração exigida para se emprestar a um emissor privado em relação ao governo aumenta.

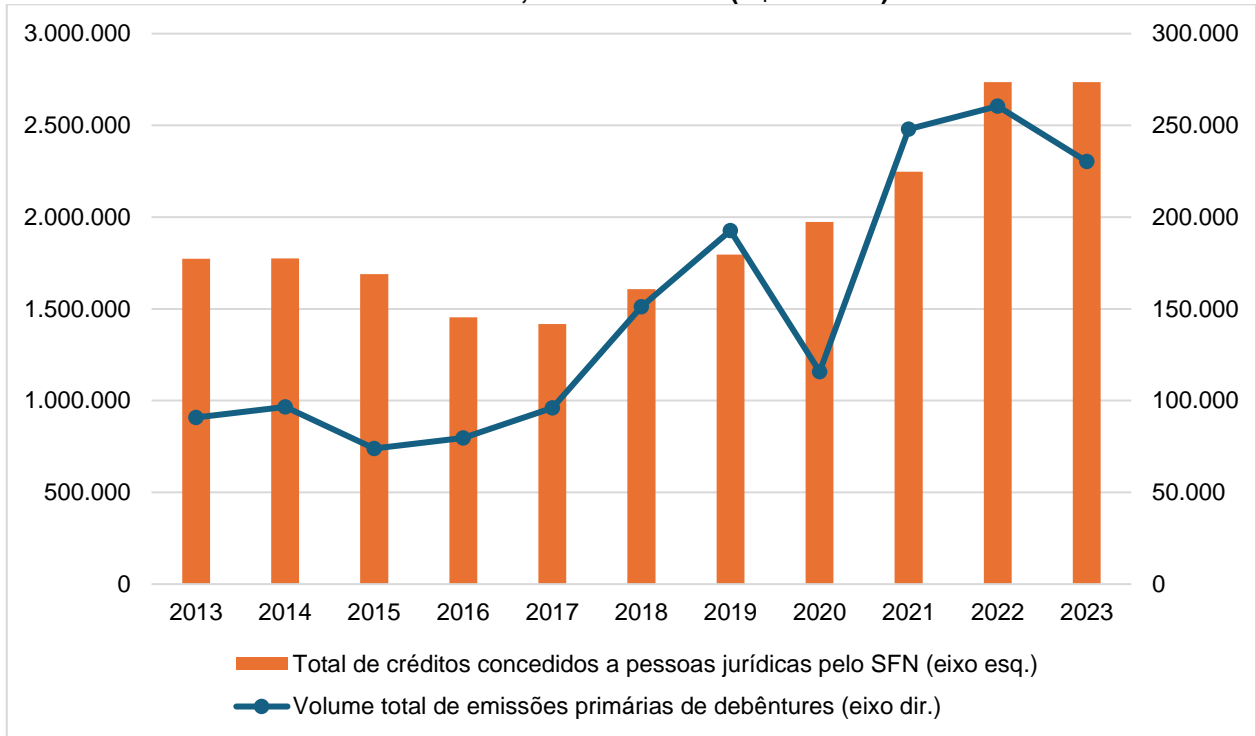
A pandemia da covid-19, iniciada em 2020, trouxe o primeiro grande desafio ao recém-formado mercado de crédito privado brasileiro. De fato, o mercado de capitais como um todo sofreu um impacto sem precedentes. O Gráfico 11 abaixo ilustra a quebra na tendência de crescimento do volume anual de emissões de debêntures no ano de 2020. Como discutido anteriormente, parte importante do crescimento do

mercado se deu após 2018, de forma que grande parte dos investidores atuantes à época do início da pandemia possuía pouca experiência de mercado. Os impactos econômico-financeiros da pandemia a partir do isolamento social levaram a um rápido aumento na necessidade de liquidez dos investidores, de forma que houve fluxo intenso de resgate de ativos diretamente, bem como de cotas de fundos de investimento que detêm estes ativos, os quais tiveram que vendê-los em curto espaço de tempo. A pressão de venda tende a reduzir o preço dos ativos, elevando sua taxa de negociação no mercado e, conseqüentemente, os *spreads* dos títulos.

Além do patamar mais elevado de taxas – o que, para as empresas emissoras, se traduz em um custo de captação mais alto, as incertezas em relação ao ambiente econômico à época dificultavam a emissão de títulos com vencimentos mais longos, especialmente considerando o objetivo mais comum para os recursos levantados em emissões de crédito privado, qual seja, o investimento em expansão dos negócios.

A partir do Gráfico 11, fica claro que o mercado de crédito bancário, por meio do qual as empresas têm acesso mais fácil ao crédito de curto prazo (como o capital de giro, essencial em momentos de crise e conseqüente incerteza), não apresentou a mesma quebra no período, continuando a suprir a demanda das empresas.

Gráfico 11 - Concessões de crédito a empresas via SFN e volume de emissões primárias de debêntures, de 2013 a 2023 (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos do Banco Central do Brasil e do SND (2024).

O mercado de crédito privado, no entanto, superou rapidamente a quebra de tendência provocada pela pandemia, retomando, já em 2021, o ritmo anterior de aumento nas emissões anuais, superando o volume registrado em 2019. Neste momento, o mercado já se mostrava consolidado, com uma base formada de investidores, tanto pessoas físicas quanto institucionais, que absorviam as emissões primárias e proviam liquidez ao mercado secundário. Do ponto de vista dos investidores, o cenário a partir da pandemia tem sido marcado por alta volatilidade nos mercados de renda variável, a partir da rápida retomada da inflação e das altas sincronizadas de juros nas principais economias do mundo. Por conta disso, houve forte dos investidores por aplicações mais seguras no mercado de renda fixa, o que novamente estimula o crédito privado.

As discussões desse capítulo trouxeram à tona a importância de três fatores para o desenvolvimento recente do mercado de crédito privado brasileiro: a alteração realizada pelo BNDES nas taxas aplicadas em seus financiamentos, em 2018, o

aumento da participação das pessoas no mercado de capitais e a conjuntura macroeconômica observada no país desde então. Primeiramente, a mudança na postura do BNDES implicou a adoção da TLP como referência para as suas concessões, uma taxa atrelada à remuneração da NTN-B. Por conta disso, a instituição, que anteriormente concedia créditos subsidiados, agora mantém suas taxas em linha com o custo de captação do Tesouro Nacional, de forma a reduzir a competitividade relativa de seus créditos, abrindo espaço para o crédito privado.

Em outra frente, a democratização do acesso a investimentos no mercado de capitais permitiu ampliação da participação das pessoas físicas no crédito privado, tanto na subscrição de títulos diretamente quanto na compra de cotas de fundos de investimentos que participam ativamente deste mercado.

Além disso, o cenário macroeconômico a partir de 2018 também contribuiu para o aumento da participação relativa do mercado de crédito privado brasileiro. A redução na taxa básica de juros, a partir de um cenário de inflação controlada, incentiva a busca por títulos de crédito privado, aumentando a liquidez nas emissões primárias.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi analisar o processo de evolução do mercado de crédito corporativo privado brasileiro no período 2013-2023, visando identificar os impactos do aumento da participação relativa desta modalidade de crédito no custo de captação das empresas, comparativamente ao tradicional crédito bancário. Além disso, buscou-se compreender os fatores que permitiram o crescimento deste mercado no período observado. A hipótese da pesquisa era de que, a partir da desintermediação trazida pelo crédito privado (uma vez que nesta modalidade os títulos de dívida são colocados diretamente nas mãos dos credores, com a participação das instituições financeiras limitadas ao processo de subscrição dos ativos), o custo do crédito para as empresas seria mais baixo do que no crédito bancário. A importância do tema está associada à importância de um mercado de crédito sólido e eficiente, com estruturas de custo competitivas, para o desenvolvimento econômico do país.

Para alcançar as finalidades do trabalho, foram analisadas as estatísticas gerais de crédito ampliado disponibilizadas pelo BACEN e os dados específicos de crédito privado fornecidos pelo SND. No geral, as séries foram observadas dentro de seu contexto macroeconômico, comparativamente ao comportamento de variáveis como taxa básica de juros, PIB e inflação.

A análise dos dados indica que, de fato, no período de análise o crédito privado apresentou um custo inferior para as empresas tomadoras de recursos do que o crédito bancário. Uma vez que as debêntures, títulos mais representativos do mercado de crédito privado, possuem taxas geralmente atreladas ao DI e ao IPC-A, foram realizadas comparações entre as taxas praticadas nos dois mercados utilizando ambos os indicadores como base comum de conversão. Tanto observando as taxas como *spread* sobre o DI quanto sobre o IPC-A, o crédito privado apresentou custos consistentemente mais baixos.

No período de análise, o crescimento de participação do mercado de crédito privado foi muito expressivo, passando de cerca de 14% do total de crédito ampliado concedido a empresas não financeiras para quase 30% do total. Previamente ao período de análise, uma série de medidas tomadas pelo governo contribuíram para o

desenvolvimento do mercado, com efeitos observados em maior grau já a partir de 2013. Estas medidas foram principalmente no âmbito regulatório, com a desregulamentação fornecida pela Instrução CVM-476 de 2009 e a criação das debêntures incentivadas pela Lei nº 12.431 de 2011, que rapidamente ganharam espaço no mercado e impulsionaram o crédito privado. A partir de 2018, o ritmo de emissões primárias acelera, em grande parte em decorrência da mudança promovida pelo BDNES na estrutura de taxas aplicadas nas suas concessões, vinculando o custo dos novos créditos às taxas das NTN-Bs por meio da TLP, eliminando os subsídios da antiga TJLP. À mesma época, o cenário macroeconômico do país serviu como fonte adicional de impulso para o crédito privado. A combinação de uma taxa Selic mais baixa e inflação controlada, ao mesmo tempo em que os investidores pessoa física passavam a ter acesso cada vez simplificado ao mercado de capitais, levou essa parcela de investidores ao mercado de crédito privado em busca de retornos mais elevados e benefícios fiscais, tanto de forma direta quanto por meio de fundos de investimentos.

Desta forma, observa-se que o rápido crescimento do mercado de crédito privado observado nos últimos anos é positivo para as empresas não financeiras do Brasil, provocando o efeito de redução expressiva no custo do crédito. O aumento no volume de emissões primárias e sua resiliência em momentos de crise fornecem indícios da maior abertura do mercado às empresas, com liquidez elevada por parte dos compradores dos títulos e melhorias no acesso ao crédito.

Além disso, tem-se que essa trajetória de ascensão deve prosseguir nos próximos anos, com crescimento ainda maior da participação relativa do crédito privado frente ao total de crédito ampliado da economia brasileira. Recentemente, uma nova onda de melhorias regulatórias trouxe novas perspectivas a este mercado, com efeitos ainda não sentidos no volume de emissões. Em 2023, um novo decreto – que ainda não entrou em vigor – foi publicado, ampliando o escopo de setores abrangidos pelas debêntures incentivadas. Além dos projetos de infraestrutura, já contemplados pela regulamentação atual, setores como saúde, educação e segurança pública, entre outros, serão beneficiados pelo decreto, podendo as empresas atuantes nos mesmos levantarem recursos por meio das debêntures incentivadas para executar projetos

nessas áreas. No início de 2024, foi publicada a Lei 14.801/24, que busca complementar as debêntures incentivadas ao criar as Debêntures de Infraestrutura, as quais alteram o destinatário do benefício fiscal dos ativos. No lugar de conceder isenção de IR aos rendimentos dos investidores do título, as debêntures de infraestrutura reduzem o IR a pagar pelas empresas emissoras, ao deduzir da base de cálculo os juros pagos aos detentores dos títulos. Desta forma, estes títulos devem novamente promover redução no custo de captação das empresas. Até a finalização deste trabalho, ainda não havia emissões de debêntures de infraestrutura no mercado brasileiro.

Portanto, a rápida expansão do mercado de crédito privado no Brasil – que deve se manter em ritmo acelerado nos próximos anos – é muito positiva para o país. Esta modalidade de crédito deve continuar suprindo a demanda das empresas nacionais com recursos para o financiamento de novos projetos, contribuindo para o desenvolvimento econômico do país.

REFERÊNCIAS

AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. C. Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil? Uma avaliação empírica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 32, n. 4, p. 557-579, 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/gQxyFRQ68k6YFjnVbLvcjzS/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20 fev. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Mercado de capitais encerra 2023 com emissão de R\$ 463,70 bilhões**. Rio de Janeiro, 2024. Disponível em: https://data.anbima.com.br/publicacoes/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2023-com-emissao-de-46370-bilhoes?_ga=2.192234028.728769436.1721079043-12086591.1704282454. Acesso em: 05 jul. 2024.

APARECIDA, L. B.; BORTOLUZZO, A. B.; LAZZARINI, S. G. Financiamento de Longo Prazo: Explorando o Avanço Recente do Mercado de Debêntures Brasileiro. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro v. 26, n. 2, e210076, 2022. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/mk3nfmBPhkZWwKsKgCD7ygB9D/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20 fev. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Brasília, 2024. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 10 abr, 2024.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP**. Rio de Janeiro, 2024. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp>. Acesso em: 07 jul. 2024.

BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. **Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas**. Brasília: IPEA, 2015. (Texto para Discussão, n. 2158). Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6506/1/td_2158.pdf. Acesso em: 22 fev. 2024.

BRANCO, R. S.; PAULA, L. F. O Impacto da Dívida Pública sobre o Spread Bancário: uma Avaliação Empírica. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, ano 33, n. 63, p. 109-138, 2015. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/43632>. Acesso em: 20 fev. 2024.

CARVALHO, A. G.; MARQUES, F. T. A microestrutura do mercado brasileiro de títulos privados. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 22, p. 482-500, 2020. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rbgn/a/xwmvTmBnWTWRBKNXnrVSVXv/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em: 21 fev. 2024.

JOAQUIM, G.; DOORNIK, B.; ORNELAS, J. R. H. **Bank competition, cost of credit and economic activity**: evidence from Brazil. Basel: BIS, 2023. (BIS Working Papers, n. 1134). Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work1134.pdf>. Acesso em: 23 fev. 2024.

LEVINE, R. **Finance, Growth, and Inequality**. Washington, DC.: IMF, 2021. (IMF WP/32/164). Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/06/11/Finance-Growth-and-Inequality-460698>. Acesso em: 21 fev. 2024.

PAULA, L. F. **Fintechs, Bancos Digitais e Open Banking e seus efeitos sobre o setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2022. (Texto para Discussão, n. 14). Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2022/TD_IE_014_2022_PAULA.pdf. Acesso em: 22 fev. 2024.

PAULA, L. F.; FARIA JÚNIOR, J. A. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, p. 107-137, 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/a/RpNpQbPXwqLp3vHfHYcxq6M/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 23 fev. 2024.

SANT'ANNA, A. A.; BORÇA JÚNIOR, G. R.; ARAÚJO, P. Q. Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 31, p. 41-60, jun. 2009. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8561/2/RB%2031%20Mercado%20de%20Cr%20c3%a9dito%20no%20Brasil_Evolu%20c3%a7%20c3%a3o%20Recente%20e%20o%20Papel%20do%20BNDES%202004-2008%29_P_BD.pdf. Acesso em: 22 fev. 2024.

SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES. **Banco de dados**. [s.l.], 2024. Disponível em: <https://www.debentures.com.br/exploreosnd/exploreosnd.asp>. Acesso em: 09 mar. 2024.

TORRES, E. F.; MACAHYBA, L. (org.). **O elo perdido**: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e proposta. São Paulo: Iedi; Instituto Talento Brasil, 2012. Disponível em: https://www.iedi.org.br/anexos_legado/4ff6e4934e2d3070.pdf. Acesso em: 24 fev. 2024.

TORRES, E. F.; MACAHYBA, L. **Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos**. Brasília: Confederação Nacional da Indústria, 2017. Disponível em: https://static.portaldaindustria.com.br/media/filer_public/54/3b/543b4649-be08-4b23-b7ae-b6845df5de0f/os_mercados_brasileiro_e_britanico_de_titulos_corporativos_2014.pdf. Acesso em: 24 fev. 2024.