

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

LEDSON LUIZ GOMES DA ROSA

**REGULAÇÃO, INOVAÇÃO E COEVOLUÇÃO NOS SISTEMAS FINANCEIROS**

Uma análise do impacto da regulação de ofertas com esforços restritos sobre o financiamento  
de longo prazo no Brasil (2009 – 2019)

Rio de Janeiro

**2021**

## FICHA CATALOGRÁFICA

R788r Rosa, Ledson Luiz Gomes da.  
Regulação, inovação e coevolução nos sistemas financeiros: uma análise do impacto da regulação de ofertas com esforços restritos sobre o financiamento de longo prazo no Brasil (2009-2019) / Ledson Luiz Gomes da Rosa. – 2021.  
89 f.; 31 cm.

Orientador: Norberto Montani Martins.  
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2021.  
Bibliografia: f. 84-89.

1. Financiamento. 2. Debêntures. 3. Bancos. 4. Regulação. I. Martins, Norberto Montani, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 332.1

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

LEDSON LUIZ GOMES DA ROSA

**REGULAÇÃO, INOVAÇÃO E COEVOLUÇÃO NOS SISTEMAS FINANCEIROS**

Uma análise do impacto da regulação de ofertas com esforços restritos sobre o financiamento de longo prazo no Brasil (2009 – 2019)

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

**2021**

LEDSON LUIZ GOMES DA ROSA

**REGULAÇÃO, INOVAÇÃO E COEVOLUÇÃO NOS SISTEMAS FINANCEIROS**

Uma análise do impacto da regulação de ofertas com esforços restritos sobre o financiamento de longo prazo no Brasil (2009 – 2019)

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Rio de Janeiro, 31 de agosto de 2021

---

Prof. Dr. Norberto Montani Martins – Orientador  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Denise Lobato Gentil  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Dr<sup>a</sup>. Paula Marina Sarno  
Universidade Federal Fluminense



“Se o vento se eleva, devemos tentar viver”

Paul Valéry

## **AGRADECIMENTOS**

Ao suporte financeiro dispensado a mim pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).

Ao meu orientador Prof. Norberto Montani Martins, que sempre teve paciência na explicação dos meandros do sistema financeiro nacional, promovendo contínuo apoio e atenção ao longo da elaboração de minha dissertação.

Ao departamento de economia da UFRJ, pelo seu corpo docente de excelência. Ganhando destaque para o Prof<sup>o</sup> Mário Possas, responsável por contribuição ímpar ao meu pensamento crítico e formação intelectual. Que em suas aulas pude encontrar-me enquanto aluno de pós-graduação.

A Prof<sup>a</sup> Susan Schommer, a atenção a mim dirigida como tutor de sua disciplina e em outros projetos, juntamente com o Prof. Adilson, permitiu-me encarar a dinâmica acadêmica do mestrado com um melhor ânimo.

A Prof<sup>a</sup> Sílvia Possas, senhora de amabilidade ímpar, sempre disposta a ajudar e a socorrer um aluno perdido.

Aos meus pais, Ledioson Luiz Gomes da Rosa e Katia Araújo e Araújo, pelo apoio contínuo ao longo de todos os anos de minha formação, me ajudando em minha árdua trajetória. Assim como para meus irmãos Lilian e Luiz, e sua mãe, Vera Prado, que sempre compartilharam de minhas alegrias e me conferiram contínuo incentivo.

A minha avó Maria de Fátima Araújo e Araújo, que foi pedra fundamental para minha constituição moral, sua perda fará perpétua falta.

Aos colegas de minha turma pelo companheirismo e suporte mútuo. Em especial, a Matheus Maciel, Fernanda Almeida e Carolina Muylaert. A vida no Palácio Universitário ganhou cores mais belas em suas companhias, grandes amigos que tive o prazer de partilhar risadas e dicas literárias.

A Katarina Ribeiro, pela companhia nos momentos difíceis, sempre me inspirando a ser uma pessoa melhor e a encarar novos desafios.

A Rafael Simões, Gabriel Floriano e Christiana Rosa, camaradas de longa data no mundo da academia. Sempre presentes para conversar, desde os temas mais banais, até quanto aos rumos do desenvolvimento econômico brasileiro.

A meu amigo Gabriel F. K. Trindade, que me ajudou a obter dados e sempre se provou

ser um bom amigo.

A meu amigo Carlos Augusto Ferreira Jr., que nos deixou cedo.



## RESUMO

Os meios de financiamento privado no Brasil foram, por um longo período, pouco expressivos para a composição do endividamento das empresas: sua oferta era caracterizada pela escassez, assim como limitada quanto aos prazos e às taxas de juros. Por meio da Instrução nº 476 da CVM, de 2009, foi criada a possibilidade de oferta pública de valores mobiliários com esforços restritos, viabilizando a captação das empresas de uma maneira mais simplificada e menos onerosa. O objetivo geral do presente trabalho é analisar como a adoção da regulamentação de oferta de valores mobiliários com esforços restritos impactou a oferta de financiamento de longo prazo no Brasil no período entre 2010 e 2019. Mais especificamente, o trabalho busca avaliar, com base em um marco teórico neo-schumpeteriano e pós-keynesiano integrado, como o setor bancário brasileiro valeu-se da oferta com esforços restritos para promover instrumentos de financiamento de longo prazo, com foco no mercado de debêntures. Além disso, busca-se evidenciar as possibilidades e os limites dessa instrumentalização em termos da oferta de financiamento de longo prazo no país. A hipótese de trabalho é que a adoção do dispositivo da oferta com esforços restritos reconfigurou de forma significativa o modo que as instituições financeiras ofertam e as empresas obtêm financiamentos de longo prazo no Brasil, valendo-se das debêntures como elemento chave. A análise dos dados indica uma diversificação maior do portfólio dos bancos em direção as debêntures por volta de 2012, com a criação de um novo circuito de financiamento através do novo *modus operandi* que os bancos estruturaram em relação as debêntures. A partir de 2017, com uma maior diversificação de agentes no mercado primário de debêntures, resultou em um incremento de suas emissões. Conclui-se que o marco regulatório de 2009 gerou um ambiente institucional propício, aliado a alguns fatores conjunturais e estruturais, para o desenvolvimentismo do financiamento de longo prazo.

**Palavras-chave:** Financiamento; Inovação; Debêntures; Bancos; Regulação.

## **ABSTRACT**

The means of private financing in Brazil were, for a long period, not very expressive for the composition of companies' indebtedness: their offer was characterized by scarcity, as well as limited in terms of terms and interest rates. Through CVM Instruction No. 476, of 2009, the possibility of public offering of securities with restricted efforts was created, making it possible to attract companies in a more simplified and less costly way. The general objective of the present work is to analyze how the adoption of regulations for the offer of securities with restricted efforts impacted the offer of long-term financing in Brazil in the period between 2010 and 2019. More specifically, the work seeks to evaluate, based on an integrated neo-Schumpeterian and post-Keynesian theoretical framework, how the Brazilian banking sector took advantage of the offer with limited efforts to promote long-term financing instruments, with a focus on the debenture market. In addition, it seeks to highlight the possibilities and limits of this instrumentalization in terms of the offer of long-term financing in the country. The working hypothesis is that the adoption of the offer device with restricted efforts has significantly reconfigured the way that financial institutions offer and companies obtain long-term financing in Brazil, using debentures as a key element. Data analysis indicates a greater diversification of the banks' portfolio towards debentures around 2012, with the creation of a new financing circuit through the new *modus operandi* that banks structured in relation to debentures. As of 2017, with a greater diversification of agents in the primary debenture market, it resulted in an increase in its issuances. It is concluded that the regulatory framework of 2009 generated a favorable institutional environment, combined with some conjunctural and structural factors, for the developmentalism of long-term financing.

**Keywords:** Finance; Innovation; Debentures; Banks; Regulation.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Número do Total de Emissões de Valores Mobiliários por Tipo e Total (2009 - 2019).....	60
Gráfico 2: Taxa de Crescimento do Volume Real Emitido de Debêntures ICVM 476 (%) - 2012 a 2019.....	62
Gráfico 3: Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (% a.a.), Selic (% a.a.) e Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (% a.a.) - 2009 a 2019.....	62
Gráfico 4: Indexadores do Total de Debêntures entre 2011 à 2019 – % por Volume.....	63
Gráfico 5: Volume Real da Concessão de Crédito para Pessoas Jurídicas - R\$ (milhões).....	63
Gráfico 6: Taxa de Crescimento do Volume Real da Concessão de Crédito para Pessoas Jurídicas e linha de tendência do crescimento (2012-2019).....	64
Gráfico 7: Proporção das concessões de crédito para pessoa jurídica em relação ao PIB (2011-2012) - %.....	65
Gráfico 8: Prazo Médio das Concessões de Crédito (Recursos Livres, Recursos Direcionados e Total) e da Repactuação do Total de Debêntures (em Anos) - 2012 a 2019.....	66
Gráfico 9: Percentual das empresas com EBITDA/despesa financeira menor que a unidade - 2010 a 2016 segundo trimestre (2016 T2).....	71
Gráfico 10: Distribuição de Ofertas de Debêntures ICVM 476 por Detentor - em %.....	72
Gráfico 11: Evolução do Volume Real de Ofertas de Debêntures ICVM 476 Adquiridas por Investidores Institucionais e Intermediários e demais Participantes Ligados à Oferta (R\$ milhões) - 2012 a 2019.....	72
Gráfico 12: Taxa de Crescimento do Volume Médio Real de Negociação no Mercado Secundário de Debêntures (%) - 2010 a 2019.....	76

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Participação de cada valor mobiliário no número total de emissões por ano - 2010 a 2019.....	60
Tabela 2: Volume real dos valores mobiliários emitidos por ano, média anual e participação média de cada valor - 2010 a 2019.....	60
Tabela 3: Participação das emissões via ICVM 400 e ICVM 476 em cada valor <i>mobiliário</i> por ano - 2010 a 2019.....	61

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO 1 : UMA ARCABOUÇO PÓS-KEYNESIANO E NEO-SCHUMPETERIANO INTEGRADO.....</b>	<b>13</b>
1.1 Introdução.....	13
1.2 Analogia Evolucionária.....	13
1.3 Uma abordagem neo-schumpeteriana das inovações.....	17
1.4 Adaptação, regulação e inovação financeira: uma abordagem pós-keynesiana com ênfase em Minsky.....	20
1.5 Aspectos de uma proposta de integração.....	23
1.6 Conclusão.....	27
<b>CAPÍTULO 2 : MERCADO DE CAPITAIS, OFERTAS PÚBLICAS E SUA REGULAÇÃO NO BRASIL.....</b>	<b>28</b>
2.1 Introdução.....	28
2.2 Uma breve caracterização dos mercados de capitais.....	28
2.3 A regulação da oferta de valores mobiliários no Brasil: breve retrospecto.....	30
2.4 As ofertas públicas com esforços restritos.....	32
2.4.1 A inspiração americana.....	34
2.4.2 Discussões preliminares com agentes do mercado.....	36
2.5 O marco regulatório da oferta com esforços restritos.....	38
2.5.1 Evolução do marco regulatório na década de 2010.....	40
2.6 Conclusões.....	43
<b>CAPÍTULO 3 : OS BANCOS, A INSTRUÇÃO Nº 476 E A OFERTA DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO.....</b>	<b>44</b>
3.1 Introdução.....	44
3.2 Os meios e os instrumentos de financiamento corporativo.....	44
3.3 Um panorama do mercado de crédito de longo prazo no Brasil antes das ofertas com esforços restritos.....	47
3.3.1 Anos 1990.....	47
3.3.2 O período 2000-2009.....	52
3.3.3 O advento das ofertas com esforços restritos (2010-19).....	57
3.4 Regulação, inovação, arbitragem regulatória: uma interpretação da experiência brasileira	

das debêntures 476.....	76
3.5 Conclusão.....	78
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>79</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>82</b>

## INTRODUÇÃO

O mercado financeiro possui a característica *sui generis* de operar sob a influência de uma ampla gama de regulações. Essas regulações constroem-se tanto ao nível nacional, como respondem a determinações mais gerais, as quais são definidas por instituições internacionais (e.g. o Comitê de Basileia). Elas visam, em última análise, a estabilidade do sistema financeiro dentro de suas respectivas esferas de influência. As relações entre as instituições financeiras, as entidades reguladoras e suas diretrizes tornam o mercado financeiro um forte encadeamento de relações institucionais.

Ao deter-se no âmbito da economia nacional, o desenvolvimento de um aparato regulatório é central para a conformação dos mercados e sua evolução. Em uma primeira leitura, a regulação atua essencialmente restringindo a atuação dos agentes nos mercados financeiros, criando uma institucionalidade própria. Porém, ao longo do tempo, por terem seus graus de liberdade subtraídos pelas práticas condicionadas, uma tensão se estabelece entre o ímpeto pela acumulação e as regulações. As diretrizes estipuladas pelas autoridades regulatórias dão forma a um paradigma que as instituições financeiras buscam superar. Esse processo ocorre por meio das inovações financeiras (MINSKY, 1988).

Nos momentos de baixa cíclica, quando a crise já foi deflagrada e suas consequências estão sendo sentidas, as regulações são comumente reajustadas. Nesse contexto, as expectativas de ganhos, revisadas e com confiabilidade oscilante, recebem um novo panorama para lidar. No curto prazo, certos produtos financeiros deixam de ser preferíveis pela aversão ao risco instalada nos agentes, porém, no longo prazo, deve-se lidar com a revisão regulatória que impede a exploração, nos moldes do pré-crise, de determinados mercados (SÁNCHEZ, 2010).

Nesse estado das coisas, a inovação desafia a regulação de outras formas, tendo em mente que a dinâmica geral dos mercados não está voltada para o ritmo crescente da acumulação. Ela se configura no sentido de *explorar*<sup>1</sup> os limites do novo marco regulatório, movimento posto em prática em um momento em que os ganhos de escala e escopo tradicionais da atividade estão fragilizados, mas que a possibilidade de ganhos em mercados diferentes, ou pouco aproveitados, continua se apresentando como atraente.

O mercado, enquanto cenário no qual se desenrola todo o desdobramento das fases

---

<sup>1</sup> Exploração no sentido de levar ao desenvolvimento de inovações financeiras ao limite do paradigma, no caso, da regulação vigente.

cíclicas está continuamente mudando. Esse caráter deve-se justamente às inovações. O mercado encarado enquanto o espaço da concorrência, caracteriza as inovações os agentes de sua mudança. A evolução que o sistema econômico passa está a cargo da geração endógena das variedades que as inovações proporcionam, sendo as mesmas ligadas a simples e característica premissa da obtenção de lucro por parte das firmas, sejam elas financeiras ou não (POSSAS, 2008).

Há a perspectiva do mercado financeiro enquanto lugar propício para arbitragem e ganho especulativo. A partir de outro prisma, ele desponta enquanto possível canal de captação de financiamento, seja de longo ou de curto prazo, pelas empresas (TORRES FILHO & MACAHYBA, 2002). Com efeito, o desenvolvimento dos sistemas financeiros em países desenvolvidos está associado à acessibilidade e diversificação das fontes de financiamento dos investimentos e do desenvolvimento econômico de forma mais geral (HERMANN, 2011).

Nos países periféricos, a situação afigura-se de outra forma. Contando com a experiência brasileira por exemplo, o financiamento de longo prazo para empresas seguiu em linhas gerais as mesmas dificuldades encontradas por outros países em desenvolvimento, quanto à volatilidade das taxas de juros, à falta de interesse do setor bancário tradicional em operações de longo prazo e à instabilidade da moeda nacional (TORRES FILHO & MACAHYBA, 2002).

Desde o Plano Real, em 1994, o sistema financeiro nacional foi consolidado na direção de uma maior participação privada, com presença preponderante de capital estrangeiro. O objetivo dessa mudança era, supostamente, promover uma maior competição bancária, que levaria a um barateamento na oferta dos serviços. Soma-se a isso a possibilidade de desenvolvimento de nichos até então atrofiados ou não explorados por agentes privados, tal como o financiamento de longo prazo. (SOUZA-SANTOS; COSTA, 2014).

Entretanto, o resultado desse processo não entregou os resultados almejados: o início dos anos 2000 foi marcado por elevada concentração bancária e uma redução relativamente pequena das taxas de juros praticadas, seja no curto ou no longo prazo. Até 2009, o financiamento de longo prazo foi sustentado pelos lucros retidos e pelo crédito bancário de bancos estatais, com predomínio da atuação do BNDES; a utilização de outros instrumentos, como emissões de dívida corporativa, na qual os bancos estruturam a operação de emissão, ficava relegada ao segundo plano (TORRES FILHO & MACAHYBA, 2002; PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

A mudança nesse *status quo* começou a partir da crise de 2008, que teve como resultado mais imediato a convulsão do mercado mundial por meio de uma deflação de ativos.

Para além da lenta recuperação da economia mundial, que apresentou desde então taxas de crescimento tímidas, a crise foi marcada pela emergência de novos marcos regulatórios.

No imediato pós-crise, temos uma importante mudança na regulamentação do mercado de capitais brasileiro, a Instrução nº 476, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 2009. A mesma foi projetada como alternativa ao legado institucional da Instrução nº 400, da CVM, normativo que rege a oferta pública de valores mobiliários. Nessa nova instrução tem o intuito de desenvolver o mercado de capitais por meio uma nova regulação de oferta, criando a distribuição com esforços restritos de valores mobiliários e atendendo a anseios reprimidos dos ofertantes quanto à agilidade das emissões e ampliação do escopo das formas societárias que poderiam adentrar o mercado de financeiro (VEIGA & MELLO, 2012).

Ao longo do tempo, o volume de emissões de valores mobiliários com esforços restritos “canibalizou” aqueles regidos sob a regulação de ofertas públicas tradicionais, devido à flexibilidade conferida a todos os agentes envolvidos na operação. Entretanto, a plena utilização do instrumento ganha impulso somente num segundo momento, quando a adaptação do novo aparato regulatório é confrontada com um novo quadro macroeconômico e institucional, entorno de 2011.

Em primeiro lugar, há uma forte mudança no perfil institucional do BNDES após 2008, quando o banco desempenhava o papel de principal fornecedor de crédito de longo prazo. Em função do entendimento do governo federal de que os bancos públicos deveriam deixar de protagonizar o financiamento do crédito de longo prazo. Levando ao redimensionamento desse banco, na direção de contrair substancialmente suas operações. Em segundo lugar, a taxa básica de juros, que no pós-crise se manteve sem direção definida, apresentou uma tendência de baixa a partir de 2015, alcançando sucessivos patamares mínimos históricos nos últimos anos. Esses fatores impulsionaram a instrumentalização da Instrução nº 476 pelos bancos, principalmente quanto as debêntures, o que proporcionou a criação de um novo nicho de financiamento de longo prazo para as empresas.

Essa inflexão curiosa, em direção ao desenvolvimento de um canal de financiamento de longo prazo, compactua como uma mudança no *modus operandi* das instituições bancárias mundo afora (BUCH; DAGES, 2020). No caso nacional, tal mudança reflete-se no desejo dos bancos obterem ganhos na estruturação das operações de emissões, o que amplia os termos nos quais as empresas podem ser financiadas. A compreensão de como as instituições financeiras se adaptaram ao arcabouço da Instrução nº 476 e como este arcabouço foi adaptado por essas instituições – isto é, como ambos coevoluíram ao longo do tempo – é

fundamental para entender quais as possibilidades e os limites desse novo canal.

De ponto de vista objetivo, as debêntures emitidas por meio de esforços restritos podem ser compreendidas, *lato sensu*, como novos produtos bancários; podendo ser enquadrados nos termos de inovações financeiras. Entretanto, tais condições são necessárias, mas não suficientes, para uma explicação detalhada na direção tomada pelos bancos privados. Uma consistência maior para o motivo dessa mudança pode ser obtida através de uma visão *minskyana* do sistema financeiro, somada ao entendimento da relação evolucionária desempenhada entre os bancos e a regulação que orienta suas operações. Partindo desse olhar que o presente trabalho busca analisar essa temática.

O objetivo geral do presente trabalho é analisar como a adoção da regulamentação de oferta de valores mobiliários com esforços restritos impactou a oferta de financiamento de longo prazo no Brasil no período entre 2010 e 2019. Mais especificamente, o trabalho busca avaliar, com base em um marco teórico neo-schumpeteriano e pós-keynesiano integrado, como o setor bancário brasileiro instrumentalizou a oferta com esforços restritos para promover a instrumentos de financiamento de longo prazo, com foco no mercado de debêntures. Além disso, busca-se evidenciar as possibilidades e os limites dessa instrumentalização em termos da oferta de financiamento de longo prazo no país.

A hipótese de trabalho é que a adoção do dispositivo da oferta com esforços restritos reconfigurou de forma significativa o modo que as instituições financeiras ofertam e as empresas obtêm financiamentos de longo prazo no Brasil, valendo-se das debêntures como elemento chave.

Três esforços distintos compõem a metodologia empregada no trabalho. Em primeiro lugar, a partir de uma revisão da literatura, o trabalho estruturará um arcabouço teórico-analítico que integra as contribuições de autores pós-keynesianos, tendo como referência central Minsky, e autores neo-schumpeterianos, com uma abordagem evolucionária. Esse pano de fundo teórico tem como propósito fornecer elementos para a compreensão da interrelação entre regulação financeira e inovação no setor bancário, abrindo espaço para a análise de como a regulação altera o ambiente institucional no qual as instituições financeiras operam e como essas instituições reagem ao novo ambiente. Ao adaptarem suas práticas e rotinas, assim como promovendo a inovação como forma de contornar a própria regulação.

Em segundo lugar, o trabalho se valerá de uma pesquisa que compreende fontes primárias, que permitam contextualizar a adoção da regulamentação da oferta de valores mobiliários com esforços restritos, apontando as motivações e os objetivos por trás da medida, descrevendo o arcabouço regulatório promovido pela própria e analisando sua evolução ao

longo do tempo. Os documentos de consulta pública, os relatórios de audiência pública e as Instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários serão os principais documentos consultados. Complementarmente, fontes secundárias como reportagens e artigos em periódicos de grande circulação poderão ser utilizados.

Em terceiro lugar, será realizada uma análise quantitativa, com base em estatísticas descritivas, fornecidas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. A finalidade é analisar os impactos que as inovações associadas à Instrução nº 476, da CVM, geraram no mercado de crédito de longo prazo no Brasil no período de 2010 a 2019.

## **CAPÍTULO 1 : UMA ARCABOUÇO PÓS-KEYNESIANO E NEO-SCHUMPETERIANO INTEGRADO**

### **1.1 Introdução**

O presente capítulo tem a proposta de apresentar, em linhas gerais, a possibilidade de integração da visão neo-schumpeteriana e pós-keynesiana. Essa aproximação é viabilizada pela coincidência de certos aspectos-chave, tal como o reconhecimento do sistema econômico como um sistema dinâmico. Esse sistema está voltado a uma trajetória em grande parte imprevisível, já que a força motriz de seu movimento, as inovações produtivas e financeiras, possuem desdobramentos insondáveis à primeira vista. Nesse contexto, a incerteza sobre percepção dos agentes quanto ao futuro impera.

O capítulo contará com a primeira seção dedicada a expor como um referencial evolucionário torna-se uma plataforma interessante para a construção da integração que buscamos. As duas seções seguintes apresentaram a visão das inovações produtiva e das inovações financeiras, respectivamente apresentados pela visão neo-schumpeteriana e pelos pós-keynesianos. A última seção trata dos pontos de coincidência de ambas as visões e como elas podem ser integradas.

### **1.2 Analogia Evolucionária**

Antes de tratarmos propriamente da abordagem neo-schumpeteriana e pós-keynesiana, devemos nos ater a uma perspectiva mais ampla na proposta que desejamos referenciá-las. Suas inserções colocam-se dentro de uma visão evolucionária sobre o sistema social, estabelecendo uma universalidade de princípios nas teorias decorrentes do mesmo.

A interação humana é o substrato que permeia todas as ciências sociais, tornando-se o denominador que as coloca sob o mesmo cabedal. Com base nesse princípio comum, Hodgson (2002) apresenta a proposta do Darwinismo Universal, que é uma metateoria, uma teoria de teorias, que colocando-se como umnexo ecumênico entre todas as ciências sociais. Essa possibilidade está aberta diante da coincidência que há nos diversos ramos dessa área da ciência, os quais tratam de sistemas complexos, não-herméticos e em evolução (HODGSON, 2002).

A contrapartida da adesão da proposta do Darwinismo Universal é tomar como

propriedades decorrentes a variabilidade, hereditariedade e seleção darwiniana. Contudo, as causalidades específicas devem ser buscadas respeitando as particularidades de cada linha de pesquisa, sem abrir mão desses preceitos mais gerais (HODGSON, 2002). Dado o referencial biológico dessa abordagem, temos como sua mecânica principal a seleção natural e a evolução à la Darwin, caracterizada pela variedade e pela seleção, o que inclui a visão contemporânea do paradigma do gene. A variedade gerada por mutações, mudanças aleatórias nos membros de uma população, enquanto a seleção ocorre pelo ambiente em que a população está inserida. Determinada variedade persiste ao longo do tempo quando é selecionada pelo ambiente, o que se consubstancia no processo chamado de seleção natural (VANBERG, 1993).

Nesse contexto, apresenta-se a teoria neo-schumpeteriana evolucionária de Nelson e Winter, esses autores tomaram a inovação como elemento central da concorrência, que tem como decorrência a geração de firmas com comportamentos e características distintas, uma heterogeneidade que retroalimenta aspectos da própria dinâmica competitiva – um processo dinâmico e endógeno, em que a diversidade no sistema mantém-se ao longo do tempo. Esses autores assumem a perspectiva evolucionária darwiniana enquanto uma analogia, a qual deverá ser constituída em cima de relações causais que respeitam a idiosincrasia da intencionalidade das firmas, que, por terem ações tomadas de forma consciente e reflexiva, não sofrem passivamente frente aos mecanismos de seleção, se adaptando conscientemente aos mesmos (NELSON; WINTER, 2012).

O mercado é encarado como ambiente seletivo. Cada firma é um indivíduo, carrega diferentes genes, sendo a população um conjunto formado por indivíduos que guardam semelhanças entre si<sup>2</sup>. Por exemplo, no mercado financeiro temos os bancos como os indivíduos de uma população; o setor bancário como um todo forma a população.

Quanto ao gene, ele deve qualificar-se como uma categoria chave dentro da estrutura da analogia, pois é a unidade que deve possuir persistência entre as gerações e condiciona o potencial comportamental. O problema é justamente achar qual elemento possui essa característica, que envolve persistência ao longo do tempo em um ambiente dinâmico, como aponta Hodgson (2002). Nelson e Winter (2012) definem seu análogo como a rotina, que fica a cargo de um limiar tênue entre o geral e o generalista, sendo composta por uma ampla gama de elementos, tais como:

[...] rotinas técnicas bem especificadas para a produção de coisas, procedimentos

<sup>2</sup> Como na biologia existe uma separação sistematizada das firmas em grupos, uma taxonomia das firmas que foi apresentada por Pavitt (1984), que se referencia na inovação, quanto a sua invenção e difusão.

para contratações e demissões, encomendas de novos estoques, ou aumentar a produção de itens de alta demanda, até as políticas relativas ao investimento, à pesquisa e desenvolvimento (P&D) ou publicidade, e estratégias empresariais relativas à diversificação da produção e ao investimento no exterior. (NELSON; WINTER, 2012, p. 32-3)

Possas (2008) sugere que a solução de tomar as rotinas como gene serve justamente para escapar da limitação de uma categoria que muda frequentemente ao longo do tempo. Assim, pelo caráter amplo que as rotinas assumem, conjugadas com um certo grau de perenidade, se enquadrariam com o melhor análogo.

Há três mecanismos básicos em nossa analogia: mutação, seleção e replicação. Primeiramente temos que o processo de busca é o equivalente à mutação na biologia, respondendo a uma combinação de processos de rotinas e fruto das rotinas modificadas. A relação da busca com a rotina pretende manter a proporcionalidade que a relação entre o gene e a mutação guarda na biologia, a qual se apresenta como parcialmente determinística, já que o gene é a base sobre a qual ocorre a mutação. Contudo o tipo de mutação que ocorrerá e suas consequências sofrem efeitos estocásticos, impossíveis de determinar *ex-ante*. À busca pode ser atribuído o seguinte rol de características: irreversibilidade no tempo, incerteza fundamental procedimental e no resultado; ser função da possibilidade de alternativas existentes desconhecidas (NELSON; WINTER, 2012).

Podemos contar como mecanismo de seleção das empresas a competitividade, que em última análise, reflete a lucratividade auferida pelas mesmas. Isso implica que empresas menos competitivas obtêm lucratividade menor, tendendo a serem expulsas do mercado por meio da concorrência (POSSAS, 2008). O entendimento desse fato pode ser amplificado ao ter em mente a estrutura dos balanços das unidades. Uma parte considerável dos seus recursos são voltados à pesquisa e desenvolvimento (P&D) em função de processo de competição através da inovação. Seu sucesso inovativo não dialoga somente com ganhos de participações de mercado e quase-rendas<sup>3</sup> extraordinárias, mas com os fluxos de renda que podem saldar as gestações das inovações a serem desenvolvidas, impedindo alcançar uma situação de fragilidade financeira (MINSKY, 1988).

Há de se pesar quanto ao setor financeiro, principalmente sobre os bancos, se eles encaram de fato esse problema frente à intervenção da autoridade monetária, que, por razões

---

<sup>3</sup> Pode ser entendida como lucros brutos. As quase-rendas são obtidas pela escassez do ativos de capital que estão aptos a participar do processo de produção, dentro de cada período, não tendo nenhuma relação com qualquer propriedade abstrata relacionada aos mesmos. Implicando, por sua vez, que bens que eles produzem, sejam insumos, bens de capital ou bens finais; tornem-se igualmente escassos, mesmo sendo amplamente reprodutíveis (MINSKY, 2010).

sistêmicas, atua de modo a impedir sua falência (TORRES FILHO; MARTINS, 2020). Contudo, mesmo que não se tome seriamente a situação de falência de um banco, a concorrência entre os capitais não deixa de existir, podendo uma firma ser absorvida por outra, por meio de compra de sua totalidade operacional ou de um ramo específico.

Quanto aos mecanismos de replicação, há dois tipos principais apresentados por Nelson e Winter (2012). Um deles passa pela noção da construção de novas plantas ou franquias de uma dada empresa, as quais herdam os genes das empresas matrizes. O processo de replicação estaria ligado à expansão da firma, quanto a geração de novas unidades produtivas (NELSON; WINTER, 2012). Há de se pensar que a dimensão da replicação não faria sentido quando relacionado ao setor bancário, já que a elasticidade da oferta de serviços financeiros não está ligada a nenhuma restrição material, como a de oferta de bens de consumo ou de investimento (KEYNES, 1982). Entretanto, existe um significativo efeito da ramificação de agências bancárias dada a não-ubiquidade da distribuição de seus serviços no território<sup>4</sup>, que mesmo com o desenvolvimento dos serviços de telecomunicação, tal como a telefonia e a internet, enfrenta limitações, as quais se devem ora pela abrangência desses serviços, ora pelas políticas do setor como um todo (DIAS & LENZI, 2009).

A replicação também pode ter uma dimensão relativa ao envolvimento entre diferentes firmas do setor, que seria dado pela relação entre a firma inovativa e a imitadora, pela difusão por meio da imitação. A característica do fenótipo que torna-se atrativa nas firmas inovadoras seria os lucros obtidos e seu tamanho, de modo que as demais firmas ao serem atraídas por essas características promovem o processo de imitação<sup>5</sup> (NELSON; WINTER, 2012).

Um conceito adicional que deve ser apresentado é o de coevolução, que pode ser descrito como: “uma mudança evolutiva em uma característica dos indivíduos de uma população em resposta a outra característica dos indivíduos de uma segunda população, seguida de uma resposta evolutiva na segunda população pela mudança produzida na primeira.” (SOLER; 2020, p. 222, tradução de autoria própria). A coevolução se caracteriza enquanto um processo associado à interligação de trajetórias evolutivas de duas ou mais populações distintas por meio de um processo cumulativo de interferência mútua entre essas trajetórias. Para o escopo proposto do presente trabalho, a coevolução configura-se a partir da interação entre o setor bancário e o conjunto de normas regulatórias a que este setor é sujeito.

<sup>4</sup> O setor produtivo, a preocupação de alcançar seu público passa pela existência de canais de venda e distribuição, que representa uma grande quantidade de bens que podem ser negociados no atacado ou no varejo. Enquanto bens de investimento, com destinação e parâmetros específicos, tendem a serem produzidos sob demanda, tal como aborda Minsky (2010).

<sup>5</sup> Possas (2008) indica que uma forma de verificar o sucesso da replicação ao longo do tempo seria lançando mão de uma “*market share*”, estilizado para essa proposta, que verificaria a dominância de certa rotina sob a totalidade da população.

Destaca-se a corrida de armamentos evolutiva, em que uma população gera intensa pressão seletiva sobre outra, fazendo com que esse efeito assimétrico promova o aparecimento mais rápido de uma mutação, sobre a população em que a seleção atua de sobremaneira (SOLER, 2002). Um exemplo para essa situação se verifica entre as agências reguladoras e as empresas, de certo setor, afetadas por ela. A prática das reguladoras ao promover impactos sobre a prática das empresas, por vezes, restringe seus lucros. Tal impacto tende a ser muito maior que os efeitos negativos que as empresas podem gerar sobre as reguladoras, estando dispensado às mesmas a fiscalização e, em caso de alguma infração, punição. Ou seja, a atuação dos órgãos reguladores afeta as empresas reguladas em uma magnitude maior que as operações dessas empresas com relação aos reguladores<sup>67</sup>. Essa assimetria de pressões seletivas promove um “armamento coevolutivo” (SOLER, 2002, p. 224), em que o ritmo das inovações (mutações) das empresas seja mais rápido do que aqueles desenvolvidos pelos reguladores, enquanto modificação de seu arcabouço regulatório.

Dessa forma, concluímos a apresentação dos elementos básicos da analogia, assim como contextualizamos os mecanismos evolucionários com seus correspondentes processos de mercado e institucionais. Na próxima seção vamos apresentar alguns detalhes de como os neo-schumpeterianos enquadram a inovação em seu processo de concorrência, frisando a sua importância como processo de transformação econômica.

### **1.3 Uma abordagem neo-schumpeteriana das inovações**

A base dos teóricos neo-schumpeterianos para entender o papel da inovação remonta à visão do próprio Schumpeter (1991), entendendo que as estruturas de mercado longamente descritas pelos teóricos da competição imperfeita, de aspiração neoclássica, estariam enquadradas em duas situações: ou seriam casos extremos que obedeceriam a hipóteses altamente restritivas, seguindo as prescrições da teoria do monopólio ou oligopólio descrito por autores como Chamberlin, Cournot e Marshall, atuando assim como um exercício prolífico de lógica, mas que nada se ateriam a situações concretas; ou seriam descrições de situações reais, tal como arranjos de cartéis, monopólios e práticas de fixação de preços, que descreveriam situações eventuais de análises de curto prazo. Arranjos temporários dentro da “tempestade da destruição criadora”, quanto referenciados no longo prazo e analisando a

<sup>6</sup> Obviamente que no caso amplo dos efeitos da regulação deve-se considerar suas implicações para o sistema econômico como um todo, mas o intuito aqui é de ressaltar o papel da interação somente entre essas duas populações; deixando em suspenso as implicações no nível sistêmico.

<sup>7</sup> Esse fator é intensificado pela forma que o órgão público é selecionada por uma lógica que foge ao mecanismo de mercado, mesmo que não inteiramente. Caso ele o seja frequentemente disfuncional em relação as diretrizes a que se propõe, o mesmo pode ser eliminado.

tendência do desenvolvimento industrial seriam meros retratos transitórios.

Para Schumpeter (1943) o capitalismo é um sistema que está em constante evolução, sendo que a fonte dessa evolução é atribuída à destruição criadora, que se baseia na inovação *lato senso*, contado com inovação de métodos, processos, técnicas de produção, produtos, etc. O conjunto dessas inovações é caracterizado como o motor que modifica a estrutura econômica ao longo do tempo. Sua motivação se dá pela constante perseguição de lucros extraordinários, que são dispostos para os empreendimentos que buscam obter vantagens competitivas por meio da diferenciação em vários prismas do processo de competição, seja técnico, tecnológico ou relativo ao mercado (POSSAS, 2002).

Assim sendo, a essência do sucesso de uma firma está na sua capacidade inovativa. Como apresentou Schumpeter (1991), uma firma que possui em primeira mão a inovação torna-se monopolista temporária sobre a mesma, seja ela relativa a uma tecnologia ou processo novo, permitindo-se desfrutar de um fluxo de quase-rendas extraordinárias, típicas dessa concentração de mercado.

O capitalismo caracteriza-se, como um sistema em evolução e dinâmico, em que essas inovações e sua difusão ocorrem de modo contínuo ao longo do tempo, modificando o mercado na qual as empresas operam. A concorrência schumpeteriana se processa por meio da diferenciação contínua entre os agentes, através da promoção de estratégias que visam obter lucros monopolistas temporários. Esses monopólios são frutos das inovações, que podem existir por um período de tempo indeterminado *a priori*, tendo em vista os ganhos cumulativos relacionados a retornos crescentes de escala que promovem sua manutenção ao longo do tempo (POSSAS, 2002).

Consoante a isso, temos que a evolução das indústrias está pautada na modificação de suas rotinas, por meio de buscas que sobrevivam à seleção. O incentivo de maiores lucros faz com que as empresas busquem a inovação. As inovações na indústria moderna dão-se por meio de departamentos voltados ao P&D. Nelson e Winter (2012) relacionam o investimento nas áreas de P&D como uma certa fração da receita da firma, fato que por si só não determina o sucesso inovativo para o investimento, já que esse sucesso responde a dimensões mais amplas do que somente a pesquisa. Contudo, tais fatores mantêm uma relação estreita.

Em um plano menos imediato, pode-se achar efeitos cumulativos analisando as características do progresso técnico. O processo de busca permite a construção de um conjunto de possibilidades tecnológicas, em que poderá haver uma inovação a ser escolhida. Contudo, a varredura deste espaço gera conhecimento, muitas vezes parcial, sobre diversas alternativas tecnológicas. No âmbito de um projeto, quanto mais inovador ele seja em relação

à gama de alternativas tecnológicas existente, maiores serão os aprendizados únicos. Quando o projeto é constituído por vários subprojetos, em que há processos de busca encadeados, há efeitos de interação entre esses e o projeto geral. Essa interação proporciona a sinalização de soluções para problemas do projeto base, além de poderem guardar consigo alternativas de solução (NELSON; WINTER, 2012).

Uma composição de projetos de buscas, paralelos ou sequenciais, servirão de pontos de referência para as pesquisas futuras. O conhecimento adquirido e seu sucesso no mercado da inovação estabelece um horizonte de referência delineado para as buscas posteriores, tendo em vista que há uma “vizinhança” inovativa a ser explorada, no sentido de haver inovações menores, de caráter incremental (NELSON; WINTER, 2012).

A perspectiva que Nelson e Winter (2012) tomam como guia para a direção da inovação incremental é uma visão estilizada das trajetórias naturais. Elas apresentariam o caminho dos avanços tecnológicos seguintes para uma dada tecnologia de referência. Em que os avanços são perseguidos em vista da exploração máxima das potencialidades envolvidas nessa tecnologia, ponderados pelas possibilidades consideradas factíveis e prolíficas pela equipe associada aos projetos.

Havendo também trajetórias naturais para o conjunto das tecnologias em geral. No século XIX, elas foram relativas às economias de escala latentes e à mecanização da produção, tendo em vista os benefícios que se ganha com padronização, eficiência e homogeneização da qualidade ao substituir o trabalho manual pelo emprego de máquinas. O século XX apresentou novas trajetórias, que dizem respeito ao paradigma eletroeletrônico e os desenvolvimentos da indústria química, principalmente ligados à área farmacêutica (NELSON; WINTER, 2012).

Daí podemos inferir uma relação cumulativa, em que as empresas que inovam proporcionam um maior fluxo de quase-rendas, que são em parte revertidas para a pesquisa em inovações, que, dadas as pesquisas progressas, têm maiores chances de ser bem-sucedidas, o que leva as firmas a desfrutar de novas inovações (NELSON; WINTER, 2012).

Ao mesmo tempo, outro fator ressaltado por Schumpeter (1991) é que há uma relação cumulativa que envolve o lucro, as inovações e o tamanho da empresa. Empresas que lucram excepcionalmente frente às quase-rendas da inovação tendem a crescer mais. O maior tamanho da empresa permite que ela experimente de forma mais ampla os benefícios da inovação, pois há economias de escala relativas ao P&D fornecidas pelo tamanho da empresa envolvida, potencializando a aquisição de lucros pela mesma. Essa cumulatividade claramente está interconectada com os mecanismos descritos acima, indicando a magnitude da

complexidade do processo.

Expressando o aspecto de *path depende* na relação entre sucessos de amanhã se ligarem às conquistas presentes. A cumulatividade do processo descrita acima deixa isso bastante claro: a ideia é apresentada em termos evolucionários ao se referenciar na rotina (gene) o processo de busca, ou seja, a mutação, implicando uma qualidade não puramente estocástica. Apresentando-se de muitas formas, uma das quais é a própria ideia de trajetórias naturais: as firmas de um determinado ramo têm seu sucesso aliançado a essa tendência geral, criada pelas próprias inovações geradas no ramo, que condicionam os avanços evolutivos futuros.

Com isso podemos ter o entendimento dos aspectos gerais da inovação produtiva, que como afeta os rumos de uma firma específica, mas seu papel nos desdobramentos sobre a tendência de crescimento de um ramo, assim como a constituição de uma trajetória tecnológica. As inovações financeiras, porém, respondem à uma dinâmica própria do segmento, em especial, do setor bancário.

#### **1.4 Adaptação, regulação e inovação financeira: uma abordagem pós-keynesiana com ênfase em Minsky**

Cabe a essa seção tratar sobre a natureza das inovações financeiras, assim como suas repercussões na econômica. Dentro dessa discussão, ganha-se destaque a abordagem de Minsky (2010), que mostra como o entendimento do ciclo econômico é mediado pelo desempenho e adoção das inovações financeiras.

Antes de adentrarmos propriamente ao assunto devemos fazer algumas considerações. Keynes (1982) pode ter apresentado as implicações gerais da moeda e da incerteza dos agentes, mas Minsky (2010) é o autor que apresenta a firma bancária enquanto instituição de destaque dentro da dinâmica econômica (CAVERZASI; TORI, 2018). Essa posição não deve ser subestimada, já que a mesma é responsável pela criação de novo poder de compra (moeda), que se torna imprescindível para a realização planos de investimento crescente. Qualifica-se o crédito como fluído vital para o sistema capitalista, uma vez que ele permite, dentro de certos limites, a continuidade da valorização ampliada dos capitais.

Minsky (2010) tem como ponto de partida da sua análise o entendimento de que todos os agentes do sistema econômico podem ser encarados enquanto balanços financeiros, tendo que gerenciar suas posições passivas e ativas de forma dinâmica. Nesse sentido, as decisões de qualquer firma passam pela tentativa de alinhar seus fluxos de rendimentos, que podem ser

expressos em termos de quase-rendas esperadas, e suas obrigações – inclusive as despesas financeiras oriundas de operações de crédito (tanto o principal como o juros) ou da distribuição de lucros e dividendos.

Nesse sentido, as firmas podem ser classificadas dentro de uma “taxonomia de fluxos de caixa”, que responde a três estados: *hedge*<sup>8</sup>, especulativo<sup>9</sup> e *Ponzi*<sup>10</sup>. Esses estados descrevem diferentes níveis de comprometimento das quase-rendas com o pagamento das posições passivas, respectivamente da situação mais sólida, *hedge*, para a mais frágil, *Ponzi*.

A Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky postula que as posições financeiras dos agentes vão ficando mais frágeis<sup>11</sup> ao longo do ciclo, principalmente em decorrência da redução consciente das margens de segurança dos agentes (MINSKY, 2010). Minsky (2010), consoa com Schumpeter (1992), ao assinalar que o principal objetivo das firmas, financeiras e não-financeiras, é a procura por lucros: esse tipo de busca é o principal responsável<sup>12</sup> pela transição entre estruturas mais robustas, para aquelas mais frágeis.

Para entendermos o processo, cabe uma breve apresentação de como se desenrola o ciclo econômico para o autor. Na sua fase inicial, temos uma economia tomada por firmas com estruturas financeiras robustas. No caso em que existe uma diferença na estrutura a termo da taxa de juros, sendo os juros de um financiamento de curto prazo mais baixos que aqueles presentes em um financiamento de longo prazo, as firmas começam a tomar empréstimos de curto prazo para aplicar em ativos de capital, que são ativos de longo prazo, com maturidade longa e pouco líquidos (MINSKY, 2010).

Esse comportamento dá-se pelo uso de crédito de curto prazo, o qual mais que compensa os ganhos de quase-rendas esperadas relativas dos bens de capital quando instalados. A ânsia pelos lucros faz com que as firmas comecem a riscar o descasamento de prazos, entre suas contas ativas e passivas, aumentando a proporção de capital de terceiros em relação aos seus próprios. Elas começam a reduzir suas margens de segurança, adentrando em uma situação especulativa (MINSKY, 2010).

Da parte dos bancos, os mesmos estão ávidos para obter lucros referentes aos ganhos

<sup>8</sup> Na situação *hedge*, o fluxo de caixa operacional, advindo por geração de fluxo de quase-rendas do capital ou derivados de compromisso contratuais de ativos financeiros, mais que permitem o saldo dos passivos atuais; que ao manter a constância do fluxo, também permite saldar com folga aos compromissos futuros já acordados. Residindo sua vulnerabilidade em mudanças dos elementos intrínsecos da atividade (variação das receitas comerciais, variação no valor do insumos, etc...) (MINSKY, 2010).

<sup>9</sup> Guardam a possibilidade que seu fluxos caixa sejam em dados períodos sejam menores que as parcelas da dívida, mas tendo a possibilidade de arcar com seus respectivos juros. Promovem o refinanciamento de sua dívida, esperando que os fluxos de caixa futuros sejam o suficiente para compensar as dívidas correntes. Vulnerável além da variação das receitas da atividade, as condições do mercado financeiro, como valor de taxas de juros e demais condições do crédito (MINSKY, 2010).

<sup>10</sup> Transitoriamente as rendas não conseguem ser suficientes para cobrir nem os juros da dívida, fazendo com que o saldo devido aumente ao longo do tempo. Depende de financiamento em condições constantes ou ampliadas (MINSKY, 2010).

<sup>11</sup> Em relação a participação do capital de terceiros e ao casamento dos prazos do ativo, de mais longo prazo, com o passivo, de curto prazo.

<sup>12</sup> Temos por exceção os bancos como instituições especulativas por natureza.

da concessão de crédito. Havendo uma oportunidade dupla de ganho, financiar os ativos de capital com crédito de curto e longo prazo, assim como financiar posições de longo prazo com ativos de curto prazo. À medida que as firmas continuam a adentrar, cada vez mais, em uma situação do tipo especulativa, a demanda por recursos pressiona o setor bancário a alterar as condições da oferta de crédito. Essa alteração se relacionam com as margens de segurança dos próprios bancos, que estão dispostas a reduzi-las (MINSKY, 1988, 2010).

Com o tempo, os planos de investimento tornam-se cada vez mais vultuosos, sejam em magnitude ou complexidade, assim como algumas firmas são levadas a adentrar em uma situação *Ponzi*. Esses fatores levam os bancos a criarem e implementarem inovações financeiras, tal como a criação de quase-moedas, baseada nas suas inclinações em obter ganhos extraordinários a partir delas (CAVERZASI; TORI, 2018; MINSKY, 2010). Essas inovações viabilizam planos de investimento pouco usuais e posições financeiras mais frágeis. A adoção é intensificada pela redução gradativa da preferência pela liquidez, que implica na redução das margens de segurança, modificando a estrutura de portfólio na direção de ativos cada vez menos líquidos (MINSKY, 1988, 2010).

A migração da predominância de agentes em situações *hedge* para especulativa responde a alguns fatores de contra-tendência, que são: a expectativa e a incerteza dos agentes frente aos riscos da posição de tomador e ao prestador<sup>13</sup>; assim como a falta de disposição dos bancos, a despeito do valor da taxa de juros, de estarem inclinados a emprestar; por terem expectativas pessimistas sobre o lucro das empresas (MINSKY, 2010).

Outros fatores dialogam diretamente com as inovações financeiras, que a despeito de sua difusão no mercado, encontram resistência das instituições frente a sua nova prática; dado certo grau de conservadorismo entre as mesmas. Isto é, certas inovações somente são criadas ou se generalizam em determinados momentos do ciclo, pois os requisitos para a sua adoção pelas firmas e criação pelos bancos só se processam conforme certas estruturas financeiras se tornam preponderantes na economia (MINSKY, 2010).

Uma economia dominada por empresas em situação especulativa ou *Ponzi* degrada o estado de confiança geral no crescimento contínuo da atividade econômica. As empresas são confrontadas com a revisão de suas quase-rendas esperadas, assim como a validade de seus planos de investimento; tanto aqueles prospectivos, quanto os colocados em curso (MINSKY, 2010). Da parte dos bancos, a manutenção de uma margem de segurança mínima desejada faz com que essas instituições comecem a restringir a rolagem das dívidas e a abertura de novas linhas de financiamento. A desconfiança sobre o *default* generalizado se instala, promovendo

<sup>13</sup> Respectivamente, esses riscos respondem a possibilidade do devedor de não poder arcar com sua dívida, ao passo que o risco do credor está na não efetivação de seu projeto de investimento (KEYNES, 1982).

uma profecia autorrealizada (KEYNES, 1982; MINSKY, 2010). O intrincado sistema de integração entre balanços por meio de contratos financeiros desmorona, levando a crise

A atuação dos agentes do setor bancário dá-se em meio à fiscalização da autoridade monetária, o banco central, que por vezes promove intervenções discricionárias pontuais no setor, como alterações de taxas de redesconto, das alíquotas de depósitos compulsórios e operações de *open market*. Frente a esses instrumentos, os bancos acabam apresentando um caráter parcialmente adaptativo, já que parte dessas intervenções pressionam uma mudança em seu comportamento, voltada para a evitar transgressões as regulações do setor. Enquanto o processo de criação de inovações financeiras dialoga com a intenção dos bancos em tergiversar as restrições da regulação vigentes, para ficarem livre em sua busca por maiores lucratividades (CAVERZASI; TORI, 2018; MINSKY, 1988, 2010).

Kregel e Tonveronachi (2014) parte da perspectiva de que o sistema financeiro é fruto de uma parceria entre entidades públicas e privadas. Por um lado o governo cede a capacidade de criar moeda, inicialmente exclusiva ao mesmo, e gerar certificados de dívida para o setor privado, especificamente para os bancos. A contraparte desse acordo é que essas entidades privadas devem assegurar a estabilidade do sistema financeiro, assim como auxiliar no objetivo maior do crescimento econômico. Ao passo que a regulação existe tanto referenciada no nível da instituição privada individual, como visando a totalidade do sistema financeiro. Respectivamente, sendo cada uma dessas regulamentações denominadas de prudencial e macroprudencial; ambas focadas na estabilidade das suas esferas de influência correlatas

A medida que a mesma instituição incorpora uma série de atributos, como o caso dos bancos universais, mais intrincado é a contextualização das regulamentações prudenciais. Por vezes, poucas instituições tem grande preponderância no sistema financeiro nacional, gerando uma dificuldade para o regulador atribuir a devida legislação que garanta a estabilidade. Já que a estabilidade de poucas instituições confunde-se com a estabilidade do sistema (KREGEL; TONVERONACHI, 2014).

Mesmo que as inovações financeiras sejam encaradas dentro de uma discussão de ciclo, podemos entender seus desdobramentos de uma forma mais ampla. Do ponto de vista do comportamento tendencial do sistema econômico, Minsky (2010) chama atenção para a transição dos balanços dos agentes, em meio fragilidade financeira, que tende a tornar-se mais rápida à medida que os ciclos vão se sucedendo. Levando a amplitude de cada novo ciclo a ser encurtada, reduzindo os períodos de recuperação e crise.

Nesse sentido, o sistema financeiro tem uma memória persistente das práticas criadas ao longo do tempo, que amplificam sua instabilidade de forma estrutural a medida que se

assentam como práticas e de uso comum. Ocasionado pelo efeito cumulativo que as inovações financeiras desempenham, ao munirem ao longo do tempo os agentes com formas mais arriscadas de se financiar. Ao mesmo tempo, são reiteradas suas limitações pela atuação dos bancos centrais ou demais reguladores, com a revisão de sua legislação e atuações pontuais (CAVERZASI; TORI, 2018; MINSKY, 1988, 2010).

Podemos assim entender que as inovações financeiras não são meras respostas aos projetos de investimento das firmas não-financeiras, mas condizem com o objetivo próprios das firmas bancárias em obter novas fontes de lucros, que não sejam restritas pelos reguladores. As inovações tornam as estruturas financeiras das firmas endógenas ao comportamento da dinâmica econômica, tanto no ciclo quanto na tendência. Findo o retrato do panorama amplo das inovações nos setores financeiros e não-financeiros, podemos apresentar a proposta de integração entre as duas teorias.

## **1.5 Aspectos de uma proposta de integração**

No início do capítulo, expusemos os motivos para o sistema econômico ser encarado enquanto um sistema complexo em evolução. Porém, de maneira sumária devemos criar conexões mais íntimas, assim como ressaltar os elementos que promovam nexos causais, ao permitam entender as duas visões enquanto sistemas de pensamentos que se integram um ao outro, mais do que somente teorias com elementos coincidentes. Essa proposta de integração será o tema abordado nesta seção.

Macedo e Silva (1994), dentro da tradição pós-keynesiana, apresenta que um possível nexos de aproximação entre essas teorias seria pela noção de instituição compartilhada entre elas. Por instituição compreende-se:

Instituições econômicas são regularidades de comportamento, social e historicamente construídas, que moldam e ordenam as interações entre indivíduos e grupos de indivíduos, produzindo padrões relativamente estáveis e determinados na operação do sistema econômico. (PONDÉ, 2005, p.126)

O reconhecimento das instituições enquanto das estruturais sociais que atuam baseadas em rotinas, as quais estão inseridas em uma sociedade e em tempo histórico específico, dando tônica a sua formatação e conduta, é algo por si importante. Burlamaqui e Kregel (2005), absorvem parte da tradição institucionalista e de organização industrial, ao afirmarem que a formação de instituições serve para dar forma a uma estrutura organizativa que permite

reduzir a incerteza interna, ao se basear em regras e hábitos, e promover uma resposta coordenada às adversidades externas. Contemplando as instituições dentro de uma abordagem fundada na *knowledge base* (base de conhecimento), em que o conhecimento é a chave da criação de estratégia gerencial.

Mas a instituição por si própria é um elemento de aproximação fraco. Pois dessa mesma noção podem ser derivados entendimentos completamente diferentes, tal como o contraste que se apresenta entre os novos institucionalistas e os neo-schumpeterianos evolucionários, que partem desse princípio e divergem amplamente dos motivos que guiam o comportamento dos agentes (HODGSON, 2004).

O verdadeiro nexos dá-se pela incorporação da incerteza enquanto categoria-chave da análise, assim como sua implicação para o processo de decisão. A fonte da incerteza para as duas está fundamentada na forma insondável sobre os desdobramentos dos acontecimentos futuros. Para os neo-schumpeterianos a mesma se baseia nos efeitos inesperados das inovações sobre o sistema econômico, recebendo a alcunha de “incerteza knightiana” (NELSON; WINTER, 2012).

Para aqueles de tradição keynesiana, a fonte dessa incerteza remonta à independência do gasto sobre a renda como causa primeira<sup>14</sup> (KEYNES, 1982; POSSAS, 1987). A partir desse ponto, os agentes formulam estratégias para lidar com essa incerteza, como a variação da preferência pela liquidez, que trata da composição do seu portfólio entre ativos de diferentes tipos de liquidez, ou o emprego de padrões e convenções para decisões de consumo e produção<sup>15</sup> (KEYNES, 1982; POSSAS, 1987; MACEDO E SILVA, 1999). Enquanto isso, na tradição neo-schumpeteriana evolucionária temos o foco sobre as rotinas, sobre métodos e processos de produção, formatos distintos de decisões que respondem a incerteza fundamental (NELSON; WINTER, 2012). Obviamente, o caráter instável da economia capitalista não permite que esses arranjos persistam incólumes, sendo frustrados ao longo do tempo por erros de decisão e surpresas que os agentes se deparam, que por sua vez são originadas ou pelos desdobramentos imprevisíveis das decisões de suas próprias decisões ou em função das de decisão de outros agentes.

A economia ganha contornos de um sistema não-ergódico, onde todos os estados

---

<sup>14</sup> Possas (1987) a afirmar que: “Em qualquer ato de compra tomado isoladamente, produz-se um fluxo monetário [...] decorrente de uma única decisão autônoma: a de efetuar determinado dispêndio” (p. 51). Anunciando a demanda efetiva como princípio que emerge dessa relação microferenciada. Existindo daí uma incerteza que é construída pela processualidade básica da economia capitalista, que é a de que os bens e serviços postos a venda em mercado não necessariamente serão comprados, implicando que fluxos de rendas previstos não serão necessariamente realizados.

<sup>15</sup> Há também a parcela do investimento que assume um arranjo desse tipo, o investimento induzido. Que responde ao pressionamento da capacidade ociosa, para além de determinados limites do nível considerado “normal” pelo empresário. Uma outra visão desse tipo de investimento, dá-se sobre o pressionamento frente ao estoque de produtos ou sobre o nível de vendas (POSSAS, 1987).

passados não podem se apresentar como dotados da informação necessária para predizer as ocorrências nos momentos futuros do tempo. O motivo para isso é que as decisões tomadas pelos agentes econômicos, principalmente as de gasto, possuem caráter disruptivo e suas decorrências são imprevisíveis. A forma como a expectativa é formada na mente de cada agente possui graus de divergência consideráveis sobre como proceder quanto ao futuro, resultando em um efeito líquido *ex-post* imprevisível (DAVIDSON, 1982).

Ambas teorias encaram que as relações dentro do sistema capitalista estão voltadas para a busca por lucros crescentes, por meio da obtenção de quase-rendas extraordinárias (SCHUMPETER, 1961). Que são geradas, como no supracitado, por inovações; tão pouco restritas ao mercado de bens e serviços, estando presentes também no lado financeiro da economia (MINSKY, 1988). Minsky (2010) chama atenção para esse fator, que é um comportamento endógeno a própria dinâmica econômica, o de criar inovações financeiras.

A integração de ambas as visões promove um ganho em vários pontos, completando “pontos cegos” que cada uma possui individualmente<sup>16</sup>. Um exemplo da consistência de uma explicação que pode ser ampliada é sobre a recorrência da assunção da retomada das posições de fragilidades financeira das firmas a cada ciclo econômico. Minsky (2010) apresenta essa questão como se os agentes tivessem um esquecimento sobre essa trajetória passada, tendo em mente as influências de um passado mais recente. Um modo alternativo de entender a questão está em considerar vieses comportamentais por parte dos agentes, tal como tratado por Kahneman e Tversky (1979), incorporado-se no marco neo-schumpeteriano evolucionário. Assim, é possível fazer uma releitura das observações de Minsky (2010) a partir de uma tendência comportamental, que é a migração para posições financeiras mais frágeis, tendo em vista a percepção pessoal do agente que não se atenta pela forma que a busca por lucros envia sua percepção.

Uma proposição apresentada pelo próprio Minsky (1988) é que o entendimento das inovações produtivas passa por reconhecer sua dependência com as inovações financeiras. Planos de P&D, à medida que são desenvolvidas pelas indústrias mais dinâmicas, para dado ritmo de inovação, são onerosos. Portanto, necessitam de uma estrutura financeira inovadora, a qual comporte esse tipo de aplicação; a despeito das quase-rendas esperadas envolvidas, tomadas como projeção de pouca confiança e altamente especulativa. Pois, diferentemente de um método produtivo que gera um capital que tenham algum similar no mercado, esses processos tem resultados imprevisíveis e sem preço definido.

<sup>16</sup> A pretensão de poucas teorias é tentar estabelecer uma causalção geral dentro do campo de estudo em que é formulada, um contraexemplo está na tentativa dos físicos de encontrar uma “teoria de tudo”, que passa pela integração em um único sistema teórico das teoria da relatividade geral e da mecânica quântica. Ao passo que nossa presente pretensão é mais humilde, mas não deixa de ser desafiadora.

Um outro nível desse processo decorre na relação entre os bancos e os reguladores. Em que os bancos tentam inovar tendo por base o paradigma regulatório, que pode ser superado; caso os bancos tenham a expectativa de maiores ganhos e a inovação disruptiva, frente a regulamentação, se difunda. Implicando em uma constatare revisão da atuação por parte dos reguladores, promovendo mudanças regulatórias exógenas. O efeito de *feedback* sobre as firmas bancárias induz a novas rotinas, que podem subverter novas alterações na regulação. De modo a obter lucros extraordinários e ampliação controle dos mercados.

Outro fator de interesse, está em entender como a instabilidade financeira é potencializada em um ambiente permeado por projetos de P&D, inovações e processo de imitação. Ao surgir uma inovação que comece a se destacar em determinado ramo da indústria, ganhando espaço no mercado, por meio de sua difusão, torna gradativamente os métodos ou tecnologias até então empregados ultrapassados (ROSENBERG, 1983). Um resultado bastante conhecido, mas que ganha contornos um pouco diferentes quando pensamos em termos de instabilidade financeira. As inovações financeiras viabilizaram o desenvolvimento, criação e implementação de uma gama de inovações produtivas ao longo do tempo (MINSKY, 1988, 2010), o grau de disrupção de uma delas, ou de um conjunto específico, implica que gerar uma degradação das quase-rendas presentes e esperadas para os detentores dos métodos antigos (SCHUMPETER, 1991).

Em um segundo momento, a magnitude do sucesso dessa inovação pressiona as empresas do setor a adotarem a mesma para se adequarem ao novo *status quo*, mas elas já se encontram em uma situação que suas expectativas de ganhos estão fragilizadas. Ao passo que as quase-rendas da inovação, extraordinárias para o inovador e seus adotantes iniciais, são decrescentes à medida que ela domina o mercado (SCHUMPETER, 1991). Mesmo para a parcela final daqueles que a adotam seja mais barata, o custo do protelamento de sua adoção seria a perda de mercado. Um dos poucos elementos favoráveis para as empresas imitadoras seria o grau de convergência de seu capital instalado, P&D e base de conhecimento com a inovação, que permitiria aderir mais rapidamente à nova direção da trajetória tecnológica (ROSENBERG, 1983).

Essas circunstâncias nubliariam as expectativas, dada a incerteza sobre os desdobramentos dos lucros do ramo e da forma como a adesão a inovação seria implementada. Colocando um elemento adicional na migração entre as posições financeiras dos agentes, que é o efeito da inovação sobre as quase-rendas esperadas e a parcela do financiamento de P&D que estava voltado para a inovação.

Ou seja, as inovações financeiras, ao financiarem uma inovação no setor não-

financeiro com certo grau de disrupção, promovem um cenário da deterioração das condições de pagamento das firmas no geral. Que ocorre pelos capitais e métodos empregados tornarem-se antiquados frente as novas condições de mercados geradas pela própria inovação, que dificultam a capacidade de pagamento de seus possuidores.

Podemos concluir que o exposto nos permite uma caracterização segura da economia enquanto um sistema complexo, que a partir da interação de suas partes promovem-se propriedades coletivas. Ao passo que a classificação do mesmo como um sistema em evolução passa pelo entendimento de como dão-se os processos de inovação e decisão, que ambos os marcos aceitam. O apresentado está longe de esgotar todas as esferas de integração entre as duas abordagens, a seção pretende somente esboçar alguns tópicos de fundamental importância para sua aproximação, pontuando como torna-se prolífico buscar um arcabouço que integre as mesmas.

## **1.6 Conclusão**

Podemos entender que a busca de integração entre diferentes matrizes teóricas sempre se apresenta enquanto uma tarefa complexa, já que a busca por essa conexão atravessa vários níveis de acoplamento, desde o reconhecimento de características básicas do sistema, passando por suas propriedades emergentes e noções sobre o comportamento de suas unidades.

Quanto a complementariedade entre a visão neo-schumpeteriana e pós-keynesiana dá-se por meio de importantes focos, como o entendimento que a incerteza desempenha um papel central na percepção dos agentes. Abrindo o caminho para compreender a formação de um sistema complexo em evolução, que é o sistema econômico. Ao passo que no desenrolar da dinâmica podemos entender a interatuação dos elementos de inovação; tanto das firmas no setor real, como as atuantes no setor financeiro, para criar a instabilidade do sistema e a constante transformação de sua estrutura.

## **CAPÍTULO 2 : MERCADO DE CAPITAIS, OFERTAS PÚBLICAS E SUA REGULAÇÃO NO BRASIL**

### **2.1 Introdução**

No presente capítulo temos como objetivo apresentar e analisar as ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil, contando sua trajetória de evolução recente. Buscando destacar seus principais elementos, explorando a caracterização do ambiente concorrencial que estes enfrentam frente aos empréstimos bancários.

Quanto às seções que compõe esse capítulo, começamos por uma breve ilustração sobre as características do mercado de capitais e seus principais agentes. Segue-se um retrospecto da regulação do mercado de capitais no Brasil, que se baseia principalmente nas normas de ofertas públicas editadas no início dos anos 2000. A terceira seção trata em específico das discussões em torno da regulação da oferta com esforços restritos. A quarta seção contextualiza a influência-chave para esse arcabouço, que foi a legislação americana. Nas duas últimas sessões temos a apresentação da formulação original da instrução nº 476, que regula a oferta pública com esforços restritos e na sequência apresentamos suas alterações ao longo do tempo.

### **2.2 Uma breve caracterização dos mercados de capitais**

O mercado de capitais é convencionalmente definido como o espaço em que há transferência direta de recursos de agentes superavitários para deficitários, em contraponto à intermediação financeira, onde essa transferência ocorreria de forma indireta (e.g. CVM, 2019, p. 34). As mercadorias transacionadas no mercado de capitais são os valores mobiliários, sucintamente definidos como os títulos ou contratos de investimento coletivo que geram direito de participação, parceria ou remuneração que são objetos de oferta pública<sup>17</sup>. Na prática, porém, o conceito de mercado de capitais se refere a um conjunto de práticas, ações e instituições que envolve a criação e a negociação de ativos, que permite a gestão da riqueza.

Os mercados em que os valores mobiliários são negociados podem ser classificados

---

<sup>17</sup> “São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (CVM, 2019, p. 69). Instrumentos jurídicos de natureza similar alvo de negociação exclusivamente privada não são considerados valores mobiliários e, portanto, não estão sujeitos à regulamentação da CVM.

como mercados primário e secundário; essa distinção torna-se fundamental para entender a questão da liquidez dos títulos. O mercado primário é onde se estabelece a venda direta entre o emissor, assessorado por uma instituição financeira que atua como intermediária, e o público que compra esses títulos – os subscritores. Já o mercado secundário é onde esses títulos, depois de realizados sua compra no primário, podem ser negociados e revendidos por seus detentores.

Vale notar que um mercado secundário necessariamente não precisa existir. Por exemplo, pode ser o caso de inexistirem compradores interessados em determinado ativo; ou que haja restrições legais ou regulatórias à revenda. A importância de ter um mercado secundário estabelecido para qualquer título está ligada à sua liquidez e a seu risco. Tendo em mente que a liquidez é a potência de transformar um ativo em moeda, se o mercado secundário for restrito ou inexistente, a capacidade de revender esse ativo fica prejudicada, ou mesmo, num caso extremo, impossível. A consequência direta é que esse ativo se torna relativamente menos desejado nos portfólios, em vista daqueles que têm maior liquidez, além da percepção do risco envolvendo o papel ser maior (KEYNES, 1982).

Cabe compreender ainda, que os valores mobiliários podem ser negociados em diferentes ambientes, dentre os quais destacam-se a bolsa de valores e o mercado balcão.

A bolsa de valores se caracteriza por um sistema de negociação centralizada de contratos padronizados, em que a bolsa é o *nexus* dessas transações. Sendo a própria bolsa uma entidade que é referenciada como uma contraparte nos contratos, responsável fiscalizar o cumprimento dos mesmos e, no caso de necessidade, se colocando para viabilizar a liquidação dos contratos.

Enquanto o mercado balcão, normalmente, não tem lugar físico específico, sendo destinado às transações entre instituições financeiras<sup>18</sup>. Ele tem como relação característica a negociação direta entre as instituições envolvidas, com contratos personalizados em função das aspirações tanto dos *dealers*, quanto dos usuários finais. A necessidade de garantias das transações é opcional, ao passo que o registro das transações tipicamente consta nos balanços das instituições envolvidas (CVM, 2008a).

No âmbito nacional, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia, relacionado ao Ministério da Economia, que dentre as funções está a de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, assim como zelar pela fiscalização, normatização das relações financeiras no âmbito das ofertas públicas de valores mobiliários e

---

<sup>18</sup> Esse tipo de mercado ganha o status de organizado quando o espaço está sob a administração de instituições autorreguladas, autorizadas e fiscalizadas pelas CVM, que fornecem canais e ditam regras para a negociação de títulos. Havendo também os não-organizados no qual não há a presença das instituições autorreguladas.

de seus agentes relacionados. A CVM também tem papel disciplinador em caso de ilicitude (CVM, 2008a, 2019b).

É importante também descrever o perfil dos principais tipos de agentes nesses mercados. A figura do ofertante possui diferenciação se temos em mente o mercado primário e secundário. Respectivamente, no primeiro caso temos que o único ofertante é a firma emissora, enquanto no segundo o papel do ofertante pode ser assumido por uma ampla gama de tipos de investidores (PALMITER, 2014).

Os intermediários financeiros assumem diversas funções nos mercados de capitais, a noção mais geral que podemos apresentar aos mesmos é que eles servem como mediadores para um público amplo, tanto pessoas físicas e jurídicas, acessarem o mercado de capitais. Ao passo que os intermediários também prestam serviços, recorrentemente exigidos pelas entidades reguladoras, às empresas que desejam proceder com algum expediente de natureza financeira, como emissão de valores e fiscalização de conduta. Entretanto, o seu papel, a despeito da titulação que recebem, vai para além da mera intermediação, podendo assumir a forma de subscritores, ao negociarem títulos ou enquanto depositários, se colocando como uma figura de ampla ramificação de atuação no sistema financeiro (MARTINS, 2019).

Tendo apresentado os principais agentes do mercado, a instituição central que regula as relações financeiras em âmbito nacional, a CVM, assim como os âmbitos de negociação e suas instâncias. Na próxima seção, podemos então adentrar na reflexão sobre a legislação contemporânea que rege as ofertas públicas de valores mobiliários.

### **2.3 A regulação da oferta de valores mobiliários no Brasil: breve retrospecto**

A determinação contemporânea da oferta pública de valores mobiliários no Brasil tem como regulação de referência a Instrução nº 400, da CVM, de 2003, amparada na Lei nº 6.385, de 1976. As regras que antes eram fragmentadas foram consolidadas nessa Instrução. A determinação mais geral dessas normas, presentes na lei nº 6.385, é que somente empresas que assumem o formato societário de sociedades anônimas<sup>19</sup> e com registro na CVM podem realizar oferta pública de valores mobiliários, sendo necessária a prestação de informações com certa regularidade e sempre quando exigida pela Comissão. O objetivo dessas exigências, assim como consequentes análises prévias à emissão, consiste em desenvolver um ambiente de mercado no qual as relações sejam sustentáveis e não fraudulentas, assegurando a legalidade e segurança para os compradores e subscritores.

<sup>19</sup> Podendo ser definida por: “A sociedade anônima é uma sociedade de capital. Os títulos representativos da participação societária (ação) são livremente negociáveis. Nenhum dos acionistas pode impedir, por conseguinte, o ingresso de quem quer que seja no quadro associativo. Por outro lado, será sempre possível a penhora da ação em execução promovida contra o acionista.” (COELHO, 2002, 116).

Essa política se enquadra em um plano mais geral que a é política de *disclosure*, na qual o órgão regulador maneja os requisitos informacionais para que se viabilize o acesso das sociedades anônimas ao estoque de riqueza do grande público, ponderado pela oferta de informações que embasa a conduta dos investidores. Implicando que a lógica de registro, tanto da companhia como da oferta em questão, não tem um fim autocontido, mas como o meio de fornecer aos investidores um ferramental para construir sua noção de risco sobre os negócios em que se investe (EIZIRIK et al., 2011).

Os requisitos informacionais consistem na prestação periódica de informações sobre a situação financeira da empresa, por meio de demonstrações contábeis, assim como a caracterização dos valores a serem emitidos no formulário de registro da oferta<sup>20</sup>. A comunicação com o grande público, mesmo podendo se valer de diversos meios publicitários, têm como cerne da prestação de dados o prospecto da oferta, que pode ser definido da seguinte forma:

[...] o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento. (CVM, 2004)

As instituições intermediárias, estando ou não organizadas como um consórcio para a mesma distribuição, independente das obrigações acordadas em contrato, compartilham os deveres das emissoras com o público em geral e com a CVM, no tocante à fidelidade das informações apresentadas, devendo apresentar à Comissão qualquer irregularidade ou divergência constatada.

Tendo em vista a criação de um ambiente de mercado propício para o desenvolvimento saudável entre as relações entre o público e as ofertantes, o estudo de viabilidade torna-se fundamental. Quanto aos emissores, existe a possibilidade da consulta sobre a viabilidade da oferta, servindo como uma pesquisa de intenções do mercado, para entender como o mesmo receberá o novo papel, restrito a avaliação de poucos investidores e de caráter confidencial<sup>21</sup>. Por parte da CVM, o estudo da viabilidade das firmas emissoras tem o objetivo de evitar ações fraudulentas por parte das mesmas, assim como promover a emissão de valor de firmas que tenham condições mínimas de se manterem no mercado de

<sup>20</sup> Dentro dessa legislação, a dispensa de requisitos informacionais é possível somente por meio de uma requisição especial, podendo ou não ser cumulativa, restringida a condições de negociação ou revenda a serem decididas *ad hoc* pela própria CVM. A qual tem em mente a dispensa de tais exigências se envolvessem investidores qualificados, devendo sempre fornecer uma declaração de aquisição a ser firmada pelos subscritores ou adquirentes.

<sup>21</sup> Havendo a possibilidade de reserva antes da distribuição ocorrer de fato, mas sem ser caracterizada como uma pré-compra.

forma sustentável, para que seus respectivos valores promovam um ambiente de negociação saudável e de confiança.

Quanto aos prazos de análise das emissões, desde o pedido de emissão até a resposta final da CVM, salvo situações de irregularidade do registro ou as informações da empresa estejam desatualizadas, prevê-se de 30 dias<sup>22</sup>. Enquanto possui um período de 60 dias, para adequação das exigências, a empresa pode interromper o processo de registro por 60 dias, caso haja uma prerrogativa que a Comissão considere válida.

A flexibilidade na emissão é limitada, seja quanto à data da emissão ou ao volume emitido originalmente fixados. Cada oferta de um lote de valores mobiliários de mesma natureza tem a obrigação de esperar um período de quatro meses para que o ofertante possa solicitar nova dispensa desse tipo. O período da emissão pode ser reajustado de forma voluntária, por requisições da companhia durante o processo da análise da emissão, que contaria como um ajuste fino na data, ou por meio da distribuição programada de valores mobiliários dentro de um horizonte de tempo de dois anos. Quanto ao volume, o mesmo pode ser expandido em até 25% do volume inicialmente planejado para a oferta, ou até 35%, se for permitido após análise da CVM. Há, ainda, a necessidade de ampla divulgação das novas condições da oferta por meio dos meios utilizados para o Anúncio de Início da Distribuição.

Esses pontos levantam a preocupação clara que a CVM tem com a transparência das emissões e do conjunto de informações necessárias para a mesma, promovendo isonomia entre os agentes do mercado. Contudo, algo que se torna patente do ponto de vista das emissoras e intermediárias são os custos referentes à emissão<sup>23</sup>, assim como a demora no desenrolar do processo de permissão dos valores irem ao mercado, resultando na impossibilidade de aproveitar momentos específicos do mercado para a captação de recursos.

#### **2.4 As ofertas públicas com esforços restritos**

Dados os anseios das firmas por captação de recursos de forma mais célere, a CVM iniciou uma discussão sobre a possibilidade de realização de ofertas públicas com “esforços restritos” de colocação<sup>24</sup> (CAMPOS, 2018). A proposta de criação desse novo regime, apresentada por (CVM, 2008b), teve como objetivo tornar menos custosa e mais rápida a oferta de valores mobiliários, ao dispensar o registro na CVM e ao modificar o regime

<sup>22</sup> Atualmente esse valor foi ampliado para 44 dias úteis, podendo o prazo chegar a 90 dias úteis.

<sup>23</sup> De caráter burocrático temos os referentes a compilação das informações a serem prestadas, como as eventuais revisões de documentos para se adequar a requisitos adicionais. Outro custo é o de armazenagem e estocagem dos documentos referentes aos processos de pedidos de oferta de valores por cinco anos; revogando a necessidade de manutenção das cópias físicas aproximadamente 10 anos depois da edição do texto original da instrução 400.

<sup>24</sup> Edital de audiência pública SDM nº 05, da CVM, de 2008.

informacional, com a necessidade de apresentar uma quantidade reduzida de informações. Dentre os valores mobiliários inicialmente passíveis de emissão por meio desse regime, destacam-se os títulos de dívida<sup>25</sup>, as cotas de fundos de investimento<sup>26</sup> e os certificados de recebíveis imobiliários<sup>27</sup>.

A Comissão não pretendia, com a nova norma, estabelecer os contornos de uma oferta privada<sup>28</sup>, ao definir o contorno como “restrito” devido à procura de investidores restringir o número daqueles que poderiam efetivamente adquirir os ativos. A modificação do regime informacional, por sua vez, se baseia na restrição associada aos investidores que podem participar da oferta, restritos àqueles que têm a capacidade de ponderar as informações – ou mesmo tenham a capacidade de obtê-las diretamente dos emissores – e o risco potencial, os chamados investidores qualificados (ou profissionais na nomenclatura atual).

As questões levantadas pela Comissão ao apresentar a formulação preliminar do regime mencionado foram três: (i) a possibilidade de conversão dos valores mobiliários em ações; (ii) a viabilização da oferta por diferentes formas societárias; e (iii) questões informacionais.

Quanto ao primeiro tópico, a dúvida residia se haveria interesse e compatibilidade da formulação inicial da Instrução para que os valores ofertados com esforços restritos fossem conversíveis em ações; assim como possíveis extensões da instrução para adequação dessa possibilidade ao arcabouço regulatório vigente.

O segundo ponto, trata da extensão das formas societárias alcançadas pela norma. Mesmo que não houvesse limitação a princípio, a CVM indicou o desejo de limitar o escopo dos emissores às sociedades por ações.

Por fim, a questão informacional trazia a preocupação com a possibilidade de os valores mobiliários serem comercializados em mercados secundários caso o emissor não fosse registrado junto à CVM. A questão é se seria o caso de prescindir ou não da apresentação de fato relevante, ou se isso levaria a um custo desnecessário. Aceitando de antemão a possibilidade caso houvesse registro do emissor<sup>29</sup>.

As seguintes subseções analisam melhor o regime proposto pela CVM, primeiramente apresentando a legislação americana usada como referência para sua elaboração, e, em

<sup>25</sup> Serão definidos no do Capítulo III.

<sup>26</sup> São participações em uma carteira de investimento coletiva, regidas pela Lei 6.385/76, na qual o dinheiro de seus participantes são aplicadas em valores disponível tanto no mercado financeiro e de capitais; sendo divididos em categorias dependendo da natureza da composição de sua carteira.

<sup>27</sup> É um título securitizado, ou seja uma transformação de um passivo em título negociável, baseado em crédito imobiliário; seguem a Lei 9.514/97.

<sup>28</sup> Segundo a legislação brasileira, as ofertas privadas estão fora da competência da CVM, sequer sendo classificadas como valores mobiliários, ao passo que as leis que regem as distribuições públicas são tão gerais que somente algumas exceções podem ser enquadradas como privadas. Ver Eizirik et al. (2011, p. 151-153).

<sup>29</sup> De acordo com o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.

segundo lugar, avaliando como o debate com os agentes de mercado no processo de audiência pública moldou a forma final do regime, editado a partir da Instrução nº 476, da CVM, de 2009.

#### 2.4.1 A inspiração americana

Na legislação americana, o *Securities Act*, de 1933, estabelece as disposições gerais de subscrição e requisitos informacionais para emissão de valores mobiliários. A linha mestra dessa determinação está em estabelecer condições justas de negociação nos mercados, tanto primário como secundários. Ao colocar os emissores e subscritores (*underwriters*) com a responsabilidade de disponibilizar informações, por meio de um *registration statement*, que conteria tanto informações relativas às finanças dos emissores como os prospectos dos ativos transacionados, os demandantes seriam munidos de uma base de informação confiável para realizar suas transações<sup>30</sup> (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012; PALMITER, 2014).

A forma como o *Securities Act* foi constituído faz com que os trâmites relativos à oferta tornem as operações custosas, não somente na questão monetária, mas na burocracia envolvida, que gera um grande custo de tempo<sup>31</sup>; sendo necessário de um *registration statement*, que deve ser submetido à análise da *Securities and Exchange Commission* (SEC). Na prática o que ocorria é que os valores mobiliários eram, por vezes, estruturados de forma a escapar de todas as determinações impostas, valendo-se dos regimes especiais previstos em lei, tal como apresentados pela *Regulation D* e a *Rule 144A* (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012; PALMITER, 2014).

A exceção criada por esses regimes envolvem a figura dos *accredited investors*<sup>32</sup>, que por disporem de recursos próprios e tendo preponderância ao conduzirem a negociação dos valores, possuem a capacidade de exigir informações precisas para a transação, por terem

<sup>30</sup> Ao passo que no caso dos requisitos informacionais não estejam em conformidade com o *Securities Act*, seja por falseamento das informações apresentadas ou por estarem incompletas, de forma intencional ou não, responderem civilmente a essa infração.

<sup>31</sup> Há a obrigatoriedade dos subscritores cumprirem o processo de *due diligence*, que implica responsabilizar ao mesmo de averiguar as informações quanto aos valores subscritos. Ao valer-se da *due diligence defense* evitam essa necessidade, da verificação pessoal da informação, que oneraria os custos totais referentes a emissão e comercialização dos valores mobiliários (EIZIRIK et al., 2011).

<sup>32</sup> “Segundo a regra, são considerados *accredited investors*, dentre outros, bancos, entidades de poupança, seguradoras, sociedades de investimento (as chamadas “*investment companies*”), administradoras de planos de previdência privada, trusts, membros do conselho de administração, diretoria e acionistas dos emissores, companhias de certo porte e indivíduos com grandes fortunas, com conhecimento e experiência em negócios e finanças suficientes para julgar os méritos e os riscos inerentes à colocação.” (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012, p. 4, nota de rodapé)

métodos de análise sofisticados<sup>33</sup>. Em contrapartida, a norma dispensa de registro em bolsa para as companhias emissoras dos valores. A *Regulation D* estabelece as normas para valores mobiliários negociados em mercados privados. Por serem negociados nesses termos, há a isenção de alguns requisitos das ofertas públicas, no quesito da disponibilização da informação. A necessidade dessa regulação surge da imprecisão apresentada pelo *Securities Act*, que levou a determinações mais finas por meio da construção de uma jurisprudência, que culminou na criação da *Rule 146*, que tinha limitações maiores que o próprio *Securities Act*, sendo substituída pela *Regulation D* (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012; PALMITER, 2014).

Para se enquadrar na *Regulation D*, atuando de forma cumulativa a SEC, para caracterizar-se a oferta enquanto privada e isenta, deve-se respeitar os seguintes critérios: restrições a revenda, número de investidores restritos, disponibilidade a informações relevantes<sup>34</sup> da firma, oferta de caráter sigiloso<sup>35</sup>, e caracterização dos investidores como *accredited* – e restrito ao máximo de 38 investidores não classificados como *accredited*. Quando o grupo de investidores for composto somente por *accredited investors*, há o requisito de informações serem apresentadas, contudo, a qualidade dessas informações fica a cargo de acordo circunstancial entre esses investidores e os ofertantes. No caso do conjunto misto de investidores, a exigência é próxima de uma oferta pública (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012; PALMITER, 2014).

Outro problema estava na falta de liquidez de papéis classificados como *restricted securities* em mercados secundários, que eram impedidos de terem negociação pública ou irrestrita, dentro do formato estabelecido pela SEC. Mesmo mantendo essa restrição, a *Rule 144A* autorizou a sua revenda para um número restrito de investidores que atendiam a requisitos preestabelecidos, os compradores institucionais qualificados, *qualified institutional buyers*<sup>36</sup> (QIBs) (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012; PALMITER, 2014).

Desse modo, a *Rule 144A* estabelece que um mercado secundário somente pode ser

<sup>33</sup> Nessa visão está subjacente a ideia que as informações requeridas são exigidas por um juízo que é capaz de tomar uma decisão ponderada sobre o panorama geral do investimento, baseado em seu histórico passado ou na natureza de seu tipo de instituição.

<sup>34</sup> Tanto quanto a situação financeira da firma, assim como características detalhadas da oferta.

<sup>35</sup> Tendo sua comunicação direcionada unicamente a um grupo restrito de possíveis demandantes, excluindo terminantemente o uso de qualquer veículo de comunicação de massa.

<sup>36</sup> Sendo enquadrados nos seguintes casos: “(i) de maneira geral, instituições que tenham mais que US\$100 milhões em investimentos financeiros (cujos títulos e valores mobiliários sejam oriundos de emissores não-afiliados); (ii) corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários agindo de maneira independente que tenham mais que US\$10 milhões em investimentos financeiros (cujos títulos e valores mobiliários sejam oriundos de emissores não-afiliados); (iii) corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários agindo por conta e ordem de um QIB, independentemente da quantidade de investimentos financeiros que possuam; ou (iv) investment companies que tenham mais que US\$100 milhões em investimentos financeiros (cujos títulos e valores mobiliários investidos sejam oriundos de emissores não-afiliados).” (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012, p. 6).

constituído pelos QIBs e seus representantes, enquanto os vendedores devem sinalizar que a *Rule 144A* é a legislação que origina a não necessidade de registro. Ao passo que a classificação dos valores mobiliários vendidos valendo-se dessa legislação não podem ser congêneres daqueles negociados em bolsa e mercados de balcão (organizados) dentro do território americano. No caso de se facultar a prestação regular de informações definidas pela SEC, tendo em vista *Securities Exchange Act of 1934*, devem ser prestadas, casos solicitados, informações dos termos de negociação e de caráter financeiro; não podendo ser facultadas casos solicitados (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012; PALMITER, 2014).

De tal forma a combinação da *Securities Exchange Act of 1934*, com a *Regulation D* construíram regulamentação da emissão de valores que obedecem a condições restritas, pela forma de divulgação não poder utilizar meios massificados; contando com o escopo restrito sobre potenciais investidores, que devem se enquadrar como *accredited investors*. Tendo em vista viabilizar o desenvolvimento do financiamento privado, que não necessariamente dialogue com os meios tradicionalmente difundidos, tal como a bolsa de valores (GODKE VEIGA; DE MELLO PEDREIRO, 2012; PALMITER, 2014).

A instrução nº 476 da CVM compartilha de tal inspiração, com a proposta de emissões com difusão restrita, baseada em limitações de publicidade e público-alvo como na legislação americana, mas adaptada para o contexto nacional. Na seguinte seção traremos as reflexões iniciais para esse proposta, com a discussão com as partes do mercado interessadas na forma como a regulação seria construída.

#### **2.4.2 Discussões preliminares com agentes do mercado**

Inspirada pelo regime americano, a CVM procedeu então a uma ampla discussão com os agentes de mercado para que se refletisse sobre os impactos, tanto positivos como negativos, e as possibilidades criadas a partir da nova regulamentação. A discussão girou em torno de três pontos principais: as formas societárias passíveis de oferta, a obrigatoriedade do fornecimento de informações e a capacidade de conversibilidade dos valores emitidos pela referida instrução (CVM, 2008c).

Quanto à questão informacional, a dúvida que se instaurou se dá pelo requisito da definição de que conjunto mínimo de informações seria prestada pelo emissor, transparecendo o *trade-off* entre proteção do investidor e o custo da informação para o emissor. Composto o alinhamento favorável à proteção dos investidores, entidades que defendem que há a

necessidade de que mesmo tendo em vista a capacidade dos investidores informacionais exigirem informação, deveria existir a obrigatoriedade quanto a prestação de informações mínimas, as quais não teriam custo elevado. Ao passo que a posição contrária entendia que certos tipos de informações não poderiam ser disponibilizados, ou seriam demasiados custosos, para determinadas formas societárias (CVM, 2008c) . A CVM faz uma observação em cima das propostas dos interlocutores:

[...] a exigência de obrigações informacionais não só se mostra conveniente como também necessária à proteção dos investidores, posto que qualificados, tendo em vista, especialmente, a possibilidade de distribuição com esforços restritos de valores mobiliários de emissão de companhias fechadas. (CVM, 2008c, p. 6)

Sendo cautelosa a posição à favor da possibilidade de valores conversíveis ou permutáveis em ações, os valores emitidos pela nova forma não poderiam ter essa possibilidade de conversão. Tendo em vista que o intuito da CVM criar esse tipo de emissão é constituir um passo intermediário antes dessas empresas abrirem o capital, ao propiciar a habituação das mesmas com os investidores e as regulações vigentes no mercado. Ampliando a emissão e proporcionando rapidez na captação daquelas que já emitem. A oposição a essa possibilidade está relacionada ao conflito com o direito de preferência dos acionistas, possivelmente acarretando um cenário de exclusão dos próprios (CVM, 2008c). Apresentando a questão como passível de reavaliação:

Após um período inicial de familiarização, por parte dos participantes do mercado, dos investidores e do próprio órgão regulador, com a aplicação prática da instrução, poderá ser reavaliada a conveniência de incluir tais valores mobiliários no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. (CVM, 2008c, p. 4)

A possibilidade dessas emissões ocorrerem por diferentes formas societárias, gerou um questionamento quanto a instrução em elaboração não confrontaria a instrução 400 e a Lei nº 6.385/76, que por essas determinações vigentes só poderiam ser emissoras sociedades anônimas. Contudo, dado que a nova instrução tem como orientação principal tornar o mercado financeiro mais acessível, tanto para a facilidade de captação, como finalidade de aprendizado para as empresas visam a abertura de capitais, não caberia a presença de tal restrição a determinada forma societária, ou conjunto das mesmas (CVM, 2008c),

Considerando as manifestações recebidas, a CVM não se convenceu da necessidade de

restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários. Portanto, na opinião da CVM, que se baseia na jurisprudência de seu colegiado, a forma de organização societária é irrelevante para se verificar a competência desta autarquia quanto à aplicação das penalidades estabelecidas no art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976 (CVM, 2008c).

Em segundo plano, requisitou-se a classificação de qualificados fosse estendida para todos os fundos de investimento, assim como para os administradores de carteiras, mesmo os quais não que não compõem-se inteiramente de investidores qualificados; ao passo que todas foram aceitas. Também entrando em acordo que para os emissores só seriam cobradas demonstrações financeiras anuais (CVM, 2008c).

Ademais, houve requerimento quanto a expansão dos tipos de valores mobiliários cobertos pela instrução, sendo que o consenso de ampliar, em menor ou maior grau, os originalmente escolhidos. A posição da CVM foi contrária, com exceção dos CRAs. Algo que pode ser interpretado tendo em vista os possíveis ganhos cumulativo obtidos por títulos já consolidados, o que geraria um efeito retroalimentação na preferência desses mesmos valores, facilitados pela disposição da presente instrução, acarretando um hiato maior entre as competição desses valores com os títulos que potencializariam a difusão e a densidade das práticas financeiras na economia nacional (CVM, 2008c).

No tocante a limitação da quantidade de demandantes que a oferta poderia contemplar, as partes ligadas ao mercado buscavam tornar ilimitados os adquirentes, ao passo que uma parcela conservadora gostaria que o número fosse o dobro do que proposto na minuta, que era de 50. O regulador não aceitou nenhuma das alterações. Unicamente revisando as condições do tratamento equitativo entre os investidores, que da forma que foi descrita gerava uma incompatibilidade entre a discrepância oportuna entre o número de adquirentes e a quantidade dos agentes sondados na oferta (CVM, 2008c).

Houve a tentativa de redução do prazo entre as ofertas para menos dos 120 dias estipulados, para viabilizar a flexibilidade das oportunidades de mercado que surgiriam por um curto espaço de tempo. Ao passo que a modificação implementada contava com o caráter de supressão, permitindo ausência de intervalo para valores distintos de um mesmo emissor, enquanto valores de igual natureza continuariam restritos (CVM, 2008c).

Finda a apresentação dos debates mais pertinentes para alterar as características da minuta, teremos na seguinte seção o formato final que a regulação tomou, incorporando as reflexões supracitadas.

## 2.5 O marco regulatório da oferta com esforços restritos

A instrução nº 476 da CVM, publicada em 16 de Janeiro de 2009, surge como resposta da Comissão pelos anseios dos agentes do mercado, por uma flexibilidade maior de meios de captação, amplitude das formas societárias que podem emitir valores mobiliários e custos reduzidos de emissão.

Quanto ao escopo dos tipos de valores que podem ser emitidos através da instrução, temos: notas comerciais, cédulas de crédito bancário (excluindo aqueles a instituição financeira tenha responsabilidade sobre), debêntures<sup>37</sup>, cotas em fundos de investimento fechados e certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio. As ofertas emitidas por meio desta instrução são classificadas como públicas, pois elas são ofertadas a uma variedade de investidores e dizem respeito a valores mobiliários sujeitos ao perímetro regulatório da CVM. Contudo, elas são consideradas restritas dado que não se pode ter publicidade da intenção de oferta por meios de comunicação de massa, ficando limitada a sua divulgação a um determinado número de investidores de maior capacidade financeira. Notadamente, o público-alvo foi limitado a um número pequeno de investidores, 50 no máximo, podendo ser adquirida somente por 20 – posteriormente, esse número subiu para 75 e 50, respectivamente –; sendo que todos eles deveriam respeitar a classificação como *investidores qualificados*.

Para que um investidor se qualifique enquanto tal, os mesmos devem ser fundos de investimento, não importando os investidores de destino; se enquadrando também, pessoas naturais ou jurídicas que subscrevam ou adquiram valores no montante de 1 milhão de reais.<sup>38</sup>

Quanto às condições de negociação, os valores adquiridos por essa instrução só poderão ser transacionados entre investidores qualificados, os quais devem respeitar um intervalo de 90 dias, para iniciarem qualquer negociação nos mercados secundários. Transcorrido esse período, os valores podem ser negociados em mercados balcão organizados e não organizados, excluindo bolsa de valores; exceto no caso de o emissor ter registro na CVM.

Para ofertas desse tipo, há dispensa do registro de distribuição na CVM, mas a regulamentação dos valores ainda está sob o escopo da Comissão. Havendo a necessidade dos compradores ou subscritores atestar, por declaração escrita, que aceitam as condições

<sup>37</sup> Não conversíveis ou não permutáveis por ações.

<sup>38</sup> A instrução nº 539 da CVM, de 2013, previu que para pessoas jurídicas enquadradas como investidores qualificados não possuem a obrigatoriedade de verificar a compatibilidade com o produto, serviço ou operação; excluindo o caso das pessoas físicas, como previsto pela instrução nº 593, de 2017. Enquanto a instrução nº 554, de 2014, modifica a instrução nº 539 ao ampliar o conceito de investidores institucionais, considerando pessoas naturais que tenham cumprido requisitos para serem agentes autônomos voltados para o mercado financeiros, clubes de investimento, desde que tenham seu administrador classificado como qualificado; também contando com regimes próprios previdenciários, de qualquer esfera do governo, desde que sigam a regulamentação do Ministério da Previdência Social.

especiais da obtenção desses papéis.

Os intermediários da oferta têm uma obrigação sutilmente adicional, se comparado ao apresentado na Instrução nº 400, quanto à possibilidade de omissão de informações. A Instrução nº 476 apresenta que a informação a ser prestada por esses agentes deve ser “suficiente”, para balizar uma escolha consciente sobre as condições da oferta. Além de ter a incumbência de analisar se os investidores possuem as características para uma tomar uma decisão reflexiva, ao terem conhecimento e experiência, e medir a compatibilidade quanto ao seu perfil de investimento e sofisticação. Ficando estes responsáveis sobre as negociações nos mercados, quanto ao cumprimento das exigências previstas na instrução.

A norma ganhou seu formato de publicação menos conservadora do que a proposta original, caminhando em direção ao maior facilitamento das condições de emissão, contando com redução de custos somada a agilidade promovida pela menos burocracia, e da promoção do ingresso de novos agentes no mercado financeiro. O novo ponto de problematização dos valores emitidos pela nº 476 é o problema de liquidez reduzida, já que sua negociação nos mercados secundários só podem ocorrer após três meses a partir da data venda no mercado primário; com a comercialização fica restrita aos investidores qualificados.

A falta de liquidez desses títulos e demais restrições a sua comercialização ainda limitavam o potencial total que esse novo tipo de oferta poderia alcançar, assim como seu escopo restrito dos valores admitidos por essa instrução.

### ***2.5.1 Evolução do marco regulatório na década de 2010***

Antes de adentrarmos na evolução regulatória ao longo da década, de 2010 à 2019, torna-se necessário esclarecer um ponto que até então não foi diretamente tratado. No entanto, para que o entendimento do desenrolar da trajetória da regulação fique claro, deve então ser abordado.

Quanto a economia de custos está ligada a requisições informacionais sob demanda pelo motivo que segue: um investidor que possui característica de qualificado ao estabelecer um diálogo para adquirir valores mobiliários de um emissor, e.g. debênture, o mesmo tem a possibilidade de negociar as condições de aquisição, dentre as quais está a informação necessária para balizar a obtenção. Caso os requisitos gerais do pedido sejam razoáveis com as condições de obtenção de recursos que a empresa deseja, a venda é celebrada. A vantagem, quanto ao assunto em destaque, está que pela exigência de informações ser reduzida a um

certo volume de dados, que dialoga com o escopo das empresas ofertadas e da sua própria disponibilidade, se circunscreve a uma gama menos volumosa, leia-se onerosa, se comparado aos requisitos informacionais amplos apresentados pelas emissões pública tradicionais, tal como a oferta em ações em bolsa; pois seus compradores potenciais respondem por perfis de variabilidade ampla. De modo a garantir a isonomia e o aparelhamento para conduzir a uma escolha ponderada, temos a Comissão com suas amplas exigências (EIZIRIK et al., 2011).

O problema enfrentado pela CVM (2008), tanto durante a apresentação da minuta e da audiência pública em relação a 476, reflete o receio dela sobre a capacidade dos investidores qualificados terem a clareza para, durante a negociação, exigirem as informações-chave por si mesmos. Algo que será paulatinamente relaxado ao longo do tempo, pela forma que o mercado lidou com as novas emissões e visando maior facilidade para tratar essas emissões.

Primeiramente trataremos quanto a Instrução nº 488, publicada no final de 2010, que serve para facilitar o Programa de Distribuição Contínua (PDC) de valores mobiliários ao alterar a instrução nº 400, conseqüentemente também refletindo sobre a 476. O foco principal está sobre a redução das informações prestadas; contando a redução da prestação periódica de informações, com a desobrigação da formatação de um prospecto completo, tal como uma distribuição regular, em cada oferta programada. Somando-se a restrição do escopo da publicidade total a ser feita sobre a mesma, obrigando unicamente a disponibilização na internet e para com os repositórios da Comissão. No caso em que o emissor e o distribuidor forem a mesmo agente, fica dispensado da elaboração do contrato de distribuição<sup>39</sup>.

A flexibilização também dialoga com isenção dos efeitos negativos de uma distribuição parcial dentro PDC, também permitindo que negociação fosse feita do Anúncio de Encerramento da Distribuição. Tendo como feito geral da instrução nº 488 uma considerável redução de custos, tanto monetários quanto de tempo, para as distribuições inclusas no PDC.

Promovendo a facilitação de distribuições contínuas, acarretando em facilitar a inclusão de emissões por esforços restritos dentro dessa dinâmica, permitindo o financiamento planejado por longos períodos desses valores.

Quanto a instrução nº 500, publicada em 2011, expande os valores mobiliários que eram permitidos serem emitidos pela Instrução nº 476. Incluindo assim os certificados recebíveis de agronegócio e imobiliário, letras financeiras<sup>40</sup>, warrants agropecuários, certificados de direitos creditórios do agronegócio e cédulas de produto rural<sup>41</sup>. Tornando

<sup>39</sup> Esse tipo de observação, dentre outras da mesma instrução, se preocupam em adequar alguns aspectos do arcabouço regulatório as recém-criadas Letras Financeiras.

<sup>40</sup> Excetuando aquelas relacionadas a operações ativas vinculadas.

<sup>41</sup> Constando aquelas de natureza financeira, que não sejam as possuídas por instituições financeiras.

maior seu escopo e promovendo facilitação de emissão para valores até então não inclusos.

A mais robusta modificação deu-se por meio da Instrução nº 511, de 2014, a qual modificou várias outras instruções de uma só vez. Quanto as modificações ocorridas na nº 400, temos que os investidores institucionais seriam os únicos a obterem a permissão de adquirirem a primeira oferta pública, com registro, de uma companhia em fase pré-operacional<sup>42</sup>; restrito aos mesmos a negociação desses valores em mercados secundários, pelo prazo de 18 meses.

Nas mudanças na nº 476, temos que houve uma nova expansão dos valores mobiliários inclusos na emissão por esforços restritos, como certificados de operações estruturadas, certificados de depósito de valores mobiliários. Desde que sejam emissores específicos, a instrução passa a incluir ações, debêntures conversíveis em ações, debêntures permutáveis em ações e bônus de subscrição. As ofertas com reforços restritos passam a responder às limitações que as ofertas públicas de distribuição parcial, no mercado primário e secundário, respondem. Enquanto o período de *lock-in* não é válido para certificado de depósito de ações, ações e bônus de subscrição.

Elevou-se a quantidade máxima de investidores para serem sondados antes da oferta, de 50 para 75, e do número máximo de compradores, de 20 para 50. Compatibilizando esse limite com o direito de preferencial ou de prioridade dos investidores, dada a adição das ações, ao excluir esses da restrição estipulada.

Aumentou a transparência das condições que em que foi ofertada os investidores procurados, tendo a necessidade dessas informações de ser compartilhadas com todo mercado. Reduzindo o custo de retenção do histórico das informações relativas à oferta.

A nova norma retirou também o tempo de intervalo entre ofertas de mesma natureza, destinado a contas de fundos de investimento direcionadas unicamente a cotistas do próprio fundo, para certificados de recebíveis do agronegócio ou imobiliário, desde que a base da securitização seja de patrimônios diferentes; assim como certificados operações estruturadas, desde que com referência em ativos e índices diferentes.

Com relação à negociação entre investidores institucionais não se aplicaria restrições em caso de ações que tenham tido negociação em bolsa pelo período de 18 meses da mesma e que tenha encerrado ou tendo vistas ao encerramento de uma oferta pública com distribuição registrada na CVM; para ambos os casos.

De tal forma podemos entender que as modificações na instrução nº 476 se

<sup>42</sup> Essa definição foi adicionada pela mesma instrução, que a define com: “[...] enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.” (CVM, 2011),

encaminharam para um formato que visa privilegiar instrumentos já consagrados do mercado, como as ações, promovendo um esforço contínuo em adequar os mesmos a emissão com esforços restritos. Retirando em muitos casos as limitações mais draconianas para os mesmos, tal como a limitação de negociação somente entre investidores institucionais e o tempo entre diferentes emissões. Mas esse movimento também permitiu que aspectos como abrangência dos investidores institucionais, redução da burocracia e aumento do número máximo dos compradores; concedeu um benefício amplo a todos os valores envolvidos. Tornando esse tipo de emissão cada vez mais atraente aos emissores e investidores, mesmo que o desenvolvimento de mercado secundário ainda permanecesse com poucos avanços.

## **2.6 Conclusões**

Pode-se afirmar que o mercado financeiro doméstico passou por substanciais reformulações desde a publicação da instrução nº 400, em 2003. Ampliando o escopo das relações financeiras com a instrução nº 476, para um público de não teria acesso ao tradicional âmbito das ofertas públicas. A necessidade do mercado por meios de viabilizar emissões mais rápidas e menos custosas foram respondidos tendo dois marcos principais, a própria instrução nº 476 e os adendos feitos a essa pela instrução 551.

Por um lado, a legislação caminhou para o desenvolvimento de setores até então atrofiados, como as debêntures, ao passo que reforçou instrumentos financeiros já consagrados, tal qual os créditos imobiliários e de agronegócio. Refletindo a correlação de força pendente entre o regulador, a CVM, e as ofertas e os intermediários, entre incentivar novas práticas no mercado ou explorar os limites das práticas conhecidas, com os incrementos regulatórios postos em prática.

A própria CVM não está isenta de influência da própria esfera do governo federal e da conjuntura do período. Tanto a instrução nº 476 como seus desdobramentos, estão circunscritos em um período histórico pós-crise de 2008. Onde se buscou promover, por um esforço conjunto em vários âmbitos, meios de financiamento privado, seja através do crédito bancário, como do mercado de capitais. Retirando a preponderância do papel que o BNDES e demais bancos públicos desempenharam.

Necessitamos agora entender a interconexão entre os movimentos regulatórios frente ao desenlace histórico do período de interesse o presente trabalho, entre 2010 à 2019. Ganhando destaque para como as debêntures tornaram-se relevantes no financiamento privado, em decorrência dos novos marcos regulatórios, e como as entidades financeiras já

consolidadas. Algo que será presentado no próximo capítulo.

## **CAPÍTULO 3 : OS BANCOS, A INSTRUÇÃO Nº 476 E A OFERTA DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO**

### **3.1 Introdução**

Até então tratamos de como a integração entre as visões pós-keynesianas e neo-schumpeteriana evolucionária torna-se prolífica para um entendimento amplo das relações econômicas. Ao passo que no segundo capítulo discutimos como a regulação sobre valores mobiliários construiu-se nos últimos anos, ao avançara na formação dos instrumentos de financiamento fácil manejo para as firmas.

O presente capítulo tem a finalidade de discutir os desdobramentos contemporâneos (2010-2019) das condições de financiamento no Brasil, baseado nos efeitos da instrução nº 476 da CVM. Entretanto devemos dar um passo atrás, para construir um panorama amplo dos condicionantes do mercado nacional de crédito de longo prazo, tendo em conta a estrutura do setor bancário e das particularidades referentes à estrutura da dívida pública. Para, por fim, interpretar os eventos recentes a partir da proposta do arcabouço teórico integrado.

A primeira seção do capítulo terá como objetivo informar sobre o formato e as características básicas dos instrumentos de financiamento das empresas, para contextualizar a importância relativa das debêntures entre as demais formas de financiamento. As duas seções subsequentes apresentaram o panorama geral da Economia Brasileira, dando destaque ao desenvolvimento da estrutura de financiamento nacional vis-à-vis os grandes marcos regulatórios, institucionais e de mudança estrutural decorridos. A quarta e quinta seção exploram o desenvolvimento das debêntures como instrumentos de financiamento, tendo por base os efeitos gerados pela instrução nº 476. Concomitantemente, visa apresentar o papel desenvolvido pelas instituições bancárias nesse período.

### **3.2 Os meios e os instrumentos de financiamento corporativo**

A expansão de uma firma pode ser viabilizada tanto com recursos próprios, através de lucros retidos<sup>43</sup>, ou por recursos captados de terceiros. Esta seção se dedica a traçar um breve

<sup>43</sup> Os lucros retidos podem ser entendidos, de maneira geral, como lucros que não foram distribuídos para os investidores. O montante de lucros não distribuídos pode ser enquadrado nas contas do balanço das instituições destinados a uma gama de finalidades, tal como: para pagamento de despesas de exercícios anteriores, contingências, expansão, etc. Nosso presente interesse está focado na parcela do lucro retido tendo em vista o investimento relacionado a máquinas, equipamentos e estruturas; essa é a destinação de interesse no presente trabalho: os lucros retidos para investimento em capital (SALOTTI;

apanhado explicativo sobre os meios recorrentes de financiamento corporativo.

Dentre os meios de obter recursos dos demais agentes, uma das opções em destaque é o crédito bancário, sendo a concessão de empréstimos realizada por um banco a uma empresa com prazos e taxas de juros pactuados entre as partes. Além dessa opção, a dívida corporativa pode também assumir a forma de papéis emitidos por firmas para promover seu financiamento. Esses títulos têm sua remuneração, prazos e demais condições acordados entre as firmas emissoras e os investidores credores; o processo de estruturação dessas operações envolve a presença de intermediários financeiros e está sujeito à fiscalização por autoridades competentes, no caso brasileiro, a CVM, como forma de assegurar a devida transparência e proteção aos investidores (COELHO, 2002). Não obstante, há os títulos de propriedade, como as ações.

Dentre os instrumentos de financiamento corporativo, é possível destacar as notas promissórias e as debêntures<sup>44</sup>. A nota promissória é uma promessa de pagamento firmada entre um devedor e um credor, o qual receberá o valor; ela se estabelece sem condições ou encargos; normalmente com um prazo de pagamento (vencimento), definido<sup>45</sup>. As notas promissórias podem estar vinculadas a contratos legais ou financeiros, os quais não mudam sua natureza enquanto título de crédito, mas podem alterar algumas características, como a possibilidade de outro agente, que não é credor original, resgatar o valor ou sobre as condições que possibilitam o resgate (COELHO, 2002).

Já as debêntures se enquadram como uma promessa de pagamento de uma companhia, emitidas com a intenção de obtenção de fundos. Tornando a firma uma devedora e tendo o comprador deste papel como seu credor, também conhecido como debenturista. Esse título possui remuneração estipulada, sendo a mais comum a obtenção de juros, com condições e prazos definidos<sup>46</sup>, tanto quanto à remuneração e seu resgate<sup>47</sup>; sendo possível em alguns casos a reputação das condições do ativo<sup>48</sup>. Ao longo de sua trajetória, uma empresa pode realizar várias emissões<sup>49</sup> em momentos distintos, as quais podem ser enquadradas dentro de

SANTOS, 2010).

<sup>44</sup> Há várias outras possibilidades, contempladas na própria definição de valor mobiliário utilizada pela CVM. Entretanto, enfocaremos nesses dois ativos por serem os mais representativos no mercado brasileiro. Entre 2015 e 2020, em média, as notas promissórias e as debêntures representaram cerca de 75% do total de emissões de ativos de renda fixa (dívida) no mercado de capitais brasileiro – as debêntures, exclusivamente, representaram cerca de 60% do total, conforme dados da Anbima (2021).

<sup>45</sup> Caso não apresente no documento referente a nota promissória o vencimento, a mesma deve ser encarada como à vista.

<sup>46</sup> Todos as informações relativas à debênture estão descritas por extenso na escritura de emissão.

<sup>47</sup> Resgate pode ser definido como o ato de receber do emissor do título o valor pago pelo mesmo, podendo estar sujeito a reajuste, desconto ou ser incluída outra condição. Havendo uma categoria especial de debênture, a debênture perpétua, sem data de vencimento acordada previamente e pagando juros por um período indeterminado.

<sup>48</sup> É uma revisão das características contratuais ligadas a debênture, promovida pelas companhias emissoras e previamente descrita na escritura de emissão, de modo a readequar as condições de mercado. Caso o possuidor da debênture não aceite os termos da repactuação, a emissora é obrigada a recomprar os títulos.

<sup>49</sup> As emissões possuem a intervenção de um agente fiduciário dos debenturistas, podendo ser tanto uma instituição financeira como pessoa jurídica, fiscalizando o cumprimento das condições acordadas nos títulos, preparar relatórios sobre

séries; as debêntures pertencentes a uma série possuem o mesmo valor nominal e direito entre seus possuidores. Em meio aos vários tipos de debêntures, há as debêntures conversíveis, que possuem a possibilidade de serem convertidas em ações de uma companhia, em conformidade com prazo pré-estabelecido para a conversão ocorrer (COELHO, 2002; TOMASTE, 2017).

Na experiência brasileira, por algum tempo, instituiu-se um circuito financeiro de destaque, que formou-se em torno das debêntures; as quais foram usadas de forma sintética para captação bancária. Por meio da triangulação entre empresas de *leasing* coligadas aos bancos, as tesourarias e os fundos de investimento da própria instituição; as emissões de debêntures serviram à captação de recursos para as instituições financeiras. Esse procedimento ocorria por que empresas financeiras não eram autorizadas a emitir debêntures, mas com a criação das letras financeiras (LFs) e com a regulação do Conselho Monetário Nacional coibindo a prática, esse expediente se tornou obsoleto<sup>50</sup>.

No tocante as ações, que são títulos que conferem ao seu possuidor uma fração da sociedade da empresa, definida na mesma a participação do capital social que responde a posse de cada papel. Algumas ações permitem que seus possuidores tenham direito a participar de decisões administrativas da empresa, ao poderem votar nas assembleias da empresa, elas são chamadas de ordinárias. Enquanto outras revestem seus possuidores de prioridade na distribuição dos lucros, chamando-se de ações preferenciais (COELHO, 2002).

A despeito da categorização de cada um desses instrumentos, devemos ainda nos perguntar: o que faz a firma captar recursos de terceiros em vez de usar seus próprios? Há varias teorias a esse respeito, a primeira pode ser reconhecida como Modigliani-Miller, que possui inspiração neoclássica, a qual apresenta essa escolha em termos do benefício fiscal obtido pela contratação de um financiamento, que sempre torna vantajoso obter recursos de terceiros para se financiar. O contraponto estaria ligado a possibilidade do risco de falência, que aumentaria proporcionalmente a maior participação desse tipo de recursos. Levando as firmas a promoverem uma maximização para obterem o benefício fiscal marginal, visando uma composição de capital de terceiros ótima (CARVALHO; HERMANN; SOBREIRA, 2009).

Enquanto a teoria da *pecking-order* enuncia que as firmas estabelecem uma sequência processual para estrutural seu capital, preferindo recurso próprios em primeiro lugar. Caso necessite de recursos de terceiros, a firma dialoga com instrumentos mais seguros de dívida, primeiro emitindo de renda fixa, depois híbrida, para ao fim emitir títulos de propriedade

---

esse monitoramento e zelando pelo interesse dos possuidores das debêntures.

<sup>50</sup> A coibição dessa prática começou em 2009, contudo houve uma série de medidas graduais até 2016.

como ações. Essa condução dos instrumentos de financiamento não propõe *a priori* nenhuma estrutura de capital, somente diz respeito a como as firmas lidam com seu capital próprio. Dentro do presente trabalho, essa visão é adotada. As firmas se deparam, a cada momento, com diferentes necessidades, que juntamente aos fatores expressos anteriormente no Capítulo 1, as levam a reavaliar frequentemente sua estrutura de financiamento/capital (CARVALHO; HERMANN; SOBREIRA, 2009).

Finda a apresentação das formas e instrumentos de financiamento das empresas, nos deteremos sobre a evolução do mercado de financiamento corporativo no Brasil, começando com um breve panorama dos anos 90 do século XX, década definidora da estrutura creditícia contemporânea no Brasil.

### **3.3 Um panorama do mercado de crédito de longo prazo no Brasil antes das ofertas com esforços restritos**

#### **3.3.1 Anos 1990**

Para compreender melhor a relação entre regulação, inovação e a evolução estado da concorrência no sistema financeiro brasileiro, será desenvolvida uma breve recapitulação histórica do desenvolvimento desse sistema, com foco no mercado de crédito, ao longo das últimas décadas. Essa caracterização será importante para que futuramente seja possível identificar as principais mudanças e desdobramentos associados à introdução da regulação de ofertas com esforços restritos.

Quando se trata dos anos 1990, três fatores na economia brasileira podem ser considerados importantes: (i) os efeitos do plano Real; (ii) as reformas do sistema bancário e financeiro; (iii) as políticas de cunho liberalizante. Ainda que os três fatores sejam intimamente relacionados, analiticamente serão tratados em separado.

Nos primeiros anos da década de 1990, o cenário era de abundante liquidez internacional, com taxas de juros em média mais baixas em relação à década anterior (OLIVEIRA, 2020). Para ter acesso a esses capitais, porém, uma série de reformas liberalizantes foi levada a cabo. O Plano Real foi concebido enquanto plano de estabilização que dialoga intimamente com essa abordagem liberalizante. Ao apresentar a nova moeda em 1994, logrou êxito e garantiu a obtenção do controle inflacionários tantas vezes almejado nos programas de estabilização anteriores. A estruturação da política econômica está para além da simples emissão de uma nova moeda, dialogando com a “adequação” da economia nacional

ao receituário internacional. Com a liberalização, esperava-se um aprofundamento da presença do mercado de capitais, assim como a redução do papel do Estado nas atividades econômicas em geral, o que, nessa concepção, engendraria um processo de crescimento e uma maior estabilidade econômicos.

A estabilização da inflação esteve diretamente associada ao comportamento dos fluxos de capitais e da taxa de câmbio no período (FILGUEIRAS, 2000; ROSSI, 2016). Entre 1994 e 1999, as autoridades brasileiras administraram a taxa de câmbio, fixando a paridade do real com o dólar americano. A taxa de câmbio foi fixada de tal forma que se sobrevaloriza o real frente ao dólar, buscando obter um efeito estabilizador no nível de preços. Com a sobrevalorização e a abertura comercial do período, promoveu-se um choque de competitividade entre produtos produzidos internamente e os importados, para impedir que o efeito da inflação inercial se propagasse (FILGUEIRAS, 2000). Contudo, essa estratégia encontrou limites a partir da deterioração do cenário externo no final da década, marcado pelas crises das economias emergentes asiáticas e russa, levando o Banco Central do Brasil a adotar um regime de câmbio flutuante a partir de 1999<sup>51</sup>.

Na busca de alcançar uma integração maior com o mercado financeiro internacional, estava aliado à adequação do sistema bancário nacional em seguir as diretrizes internacionais, assim como desenvolver certas competências até então deixadas de lado. No plano regulatório, a principal adequação que os bancos nacionais enfrentaram foi a adesão ao Acordo de Basileia de 1988 (Basileia I)<sup>52</sup>, o arcabouço de regulação internacional formulado com o intuito de nivelar a competição bancária nos países de atuação no G10, por meio de requerimentos mínimos de capital exigidos aos bancos, posteriormente estendido a outras nações como parte das “condicionalidades” para integrar o sistema financeiro global (MENDONÇA; DEOS, 2020).

A visão normativa sobre a caracterização de um sistema bancário desenvolvido vislumbrava que setores até então atrofiados, tal como o crédito para pessoas físicas e o crédito de longo prazo para empresas, deveriam se expandir<sup>53</sup>. Esse objetivo estava aliado à estratégia de estabelecer bancos privados como protagonistas centrais do financiamento, dialogando, assim, com a estratégia de atrair capital bancário externo, que por sua magnitude

<sup>51</sup> A flutuação do real não seria totalmente livre de interferência da autoridade monetária, sendo caracterizada como flutuação suja. De modo que haveria uma gestão das reservas das divisas estrangeiras tendo como finalidade atingir os objetivos de política econômica consolidados pelo tripé macroeconômico, apresentado mais à frente.

<sup>52</sup> O processo de adequação a Basileia I ocorreu de forma paulatina, tendo se concretizado integralmente no final da década de 1990, após a reestruturação do sistema em vários níveis.

<sup>53</sup> Mesmo que o projeto da estruturação do sistema bancário entre 1964-1965 tenha se destinado a segmentar o sistema bancário em bancos distintos para funções distintas, houve fracasso desse projeto, ao não desenvolver segmentos como os supracitados. A reforma de 1988 fez com que desse origem aos bancos universais ou multibancos, os quais agregaram diversas funções dentre de uma única entidade financeira.

e “experiência”, conduziriam o mercado interno em direção ao desenvolvimento do crédito, tanto para pessoas e empresas, com maiores prazos e menores taxas. Importante notar que esse processo tinha como requisito, em particular, que o mercado crédito se desenvolvesse em moeda nacional, de modo a evitar eventuais problemas de endividamento em moeda estrangeira que respondiam à condição de economia periférica do Brasil (PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

Da perspectiva dos bancos privados, a estabilização econômica fez com que eles perdessem receitas inflacionárias, também chamadas de ganhos de *floating*<sup>54</sup>, que eram de importância central para algumas instituições. Entre 1994 e 1995, o crescimento econômico proporcionado pelo ambiente econômico mais estável, rendeu aumento das receitas derivadas da concessão de crédito, contrabalançando os efeitos da perda do *floating* por algumas instituições. Contudo, a situação foi arrefecida com a restrição na política monetária e creditícia em resposta à Crise Mexicana (ALEM; CAVALCANTI, 2005; PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

Com isso, concretizou-se da perda de volumes expressivos de receita para os bancos privados, o que debilitou a estrutura de seus balanços. Pressionado pela eliminação dessa fonte de receitas, pela adequação do sistema financeiro nacional às normas internacionais e pela competição direta com instituições bancárias internacionais, que começaram a se instalar no Brasil nesse período, o sistema financeiro nacional se deparou com uma necessidade de reestruturação profunda.

Com efeito, a coordenação desses fatores, ao somarem-se, demandou a implementação de uma série de programas do governo federal, que buscavam alcançar as necessidades e anseios de sua própria agenda e fornecer novas bases de operação para o sistema. Foram criados, assim, o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Regime de Administração Especial Temporária (RAET); este último foi o meio pelo qual o BCB para viabilizar sua discricionariedade para atuar no sistema financeiro e liquidar instituições.

O PROER teve como objetivo garantir a liquidez e a solvência do sistema financeiro brasileiro, viabilizando linhas de crédito especiais para instituições que passassem por um reordenamento administrativo, operacional e de sua formação societária, isto é, que tivessem seu controle transferido ou sua finalidade social alterada (LEITE JUNIOR, 2016). Ademais, as instituições estariam livres, de forma temporária, dos requisitos referentes ao Acordo de

<sup>54</sup> Dá-se pela disparidade entre a remuneração abaixo da inflação dos depósitos junto aos bancos comerciais e o reajuste feito sobre o valor dos empréstimos, fazendo com que o *spread* seja, numa situação de contínua ascensão da inflação, crescente (CARVALHO, 2003).

Basiléia, não necessitando implementar as modificações na instituição alvo da aquisição, pelo prazo de cinco anos.

Quanto aos bancos públicos, estes desempenharam um papel na dinâmica do processo de estabilização econômica, relacionado com o processo de liberalização da economia. A estabilização da economia passou por uma série de ações correlatas ao Plano Real, dentre elas estava o controle da dívida pública, inclusive a dívida estadual então associada aos bancos dos respectivos estados como financiadores (FILGUEIRAS, 2000; PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

Na esteira desse processo, foi formulado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), que, tal como ilustra seu nome, teve o objetivo de reduzir a presença dos bancos estaduais do sistema financeiro. Para viabilizar o saneamento dessas instituições, o governo federal se comprometeu com o aporte integral de recursos, desde que os mesmos fossem voltados para a liquidação, privatização, transferência para o Governo Federal, com fins de privatização ou transformação em uma agência de desenvolvimento (LEITE JUNIOR, 2016).

O BNDES alinhado às demais estratégias do período, pós-1994 ficou responsável por gerir o Plano Nacional de Desestatização, em todos os âmbitos da esfera governamental. Com isso, ganhou destaque ao financiar os projetos de infraestrutura privatizados, dando suporte à reestruturação industrial<sup>55</sup> e ao financiamento das exportações. Ao longo desse período, ampliou-se a gama de instituições que o banco poderia financiar para além, da indústria de transformação, podendo ser passível de financiamento os setores de comércio e de serviços. Ademais, com a modificação da legislação em prol da isonomia das condições do capital nacional e internacional<sup>56</sup>, o BNDES começou a financiar empresas multinacionais (ALEM; CAVALCANTI, 2005; PUGA, 1999).

A concessão de crédito pelo BNDES passou por uma reformulação a partir de 1994: um comitê ficou responsável por avaliar as condições administrativas e financeiras das empresas de capital nacional antes de prosseguir aos trâmites da concessão, sendo que em 1997 esse comitê obteve poder de veto de operações. Com isso, aproximou-se a prática da concessão do financiamento do BNDES àquela seguida pelos bancos privados (PRATES; CINTRA; FREITAS, 2000). Além disso, a instituição foi também submetida ao Acordo de Basileia, apesar de não receber depósitos do público e gozar de status particular no sistema financeiro nacional (SOBREIRA; MARTINS, 2011).

---

<sup>55</sup> De forma marginal também deu suporte aos setores de tecnologia da informação e de engenharia de software por meio do BNdespar (PRATES; CINTRA; FREITAS, 2000).

<sup>56</sup> Movimento que ocorreu tanto para as firmas financeiras como para as firmas não-financeiras.

A política de juros da instituição foi a de tornar a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) a taxa básica de suas linhas de financiamento<sup>57</sup>. Contudo, com a crise da Rússia em 1998, ocorreu uma significativa fuga de capitais do Brasil<sup>58</sup>. Pressionando a elevação dos juros da dívida pública, para obtenção de divisas para sustentar o câmbio e saldar as contas externas, acarretando na elevação da TJLP, a qual teve sua metodologia revista no final de 1998 e em 1999. Assumido em 1999 um cálculo em função da expectativa de inflação e do risco país, conectando as possibilidades de financiamento do BNDES com as condições de liquidez internacional (PRATES; CINTRAM; FREITAS, 2000).

No âmbito das demais políticas neoliberais, temos as diretrizes do Consenso de Washington<sup>59</sup>, o qual estabelece recomendações de um conjunto de políticas econômicas de cunho liberalizante para economias subdesenvolvidas e países anteriormente sob o regime socialista. Essas medidas visavam, conforme a teoria que orientou sua elaboração, a promoção de um crescimento econômico assentado sobre a estabilidade de preços e fluxos sustentáveis das transações externas. A necessidade de adoção dessas políticas pode ser compreendida a partir do processo de formação do sistema financeiro globalizado contemporâneo, que “exigiu” dos países mais atrasados uma série de mudanças institucionais que moldariam sua forma de se relacionar com o centro do sistema global, o sistema financeiro americano.

Do ponto de vista das firmas não-financeiras brasileiras, a abertura econômica ampla estava em um horizonte não tão distante. Essas empresas se beneficiaram, historicamente, de uma reserva de mercado, mas a abertura implicava uma nova situação, a qual configurava uma competição acirrada das firmas instaladas no país frente aos produtos internacionais (MOREIRA, 1999a). Com o encaminhamento gradual abertura comercial, que chegou em seu clímax em 1994 (até então), fez com que as empresas começassem a encaminhar uma reestruturação produtiva no âmbito gerencial, em relação a métodos e processos. Aumentando a eficiência organizacional e reduzindo os custos, via redução de pessoal e da quantidade de plantas. As companhias transnacionais instaladas, transferiram tecnologia, seja através de técnicas ou importação de capital. Rapidamente suprimindo o *gap* existente da defasagem de produtividade e qualidade frente aos novos concorrentes internacionais. Já as empresas nacionais, muitas delas encerraram as atividades, ou passaram por um processo de aquisição

<sup>57</sup> Sendo calculada a partir da rentabilidade nominal média dos títulos da dívida pública, tanto interna como externa, contabilizada em reais. Essa metodologia de cálculo da TJLP estava fundada na expectativa de uma convergência de médio e longo prazo da taxa de rentabilidade desses títulos com os juros praticados no mercado internacional.

<sup>58</sup> Esse elemento participava do binômio das condições necessárias para a visada convergência internacional, junto com saldos positivos na balança comercial.

<sup>59</sup> Termo cunhado por Jonh Washington em 1989, mesmo que suas recomendações originais se descolassem da forma da implementação ocorrida, o mesmo tornou-se um sinônimo da implantação da agenda neoliberal em diversos países do mundo, havendo uma contenda intelectual particular sobre a abrangência e aplicabilidade real dessas recomendações (OLIVEIRA, 2020).

por grupos estrangeiros e nacionais de maior porte, compraram seus congêneres de menor dimensão (MOREIRA, 1999b; SIFFERT FILHO; SOUZA, 1999).

O efeito líquido de todos os fatores aqui elencados<sup>60</sup> foi que, ao final da década, a concentração das instituições bancárias havia aumentado substancialmente, ganhando importância a participação do capital privado no mercado, com uma pronunciada participação de capital estrangeiro, seja por meio de participação societária nos bancos domésticos, seja através de empreendimentos próprios. Enquanto que o espaço de manobra para políticas públicas voltadas ao financiamento privado foi sistematicamente reduzido, eliminando a capilaridade e diversificação de atuação presente nos bancos estaduais, para uma abordagem voltada para uma centralidade de decisão dos bancos federais e do BNDES. Por outro lado, não verificou-se uma extensão do prazo médio das operações de crédito, tampouco uma redução expressiva das taxas de juros.

Com efeito, as condições de financiamento pelos bancos públicos foram também alteradas, uma vez que muitos bancos estaduais foram privatizados e o BNDES passou por uma reformulação de sua política de juros e critérios de concessão que tornaram mais difícil a obtenção do financiamento. Havendo frustração da condução da política econômico liberal voltada para o crédito de longo prazo, nesse contexto, não floresceu. Verificando-se seus substanciais desdobramentos na década seguinte, a qual será abordado na próxima subseção. Tendo o enfoque na análise sobre o sistema financeiro, principalmente quanto as práticas de concessão de crédito privado por parte dos bancos públicos e privados.

### **3.3.2 O período 2000-2009**

No final da década de 1990, a política econômica doméstica foi reformatada, com o fim da âncora cambial e a adoção do chamado tripé macroeconômico, caracterizado pelo regime de metas de inflação, por um regime de câmbio flutuante e por uma gestão fiscal pautada em metas de superávit primário. A mecânica dessa política visava a, conforme o receituário do Novo Consenso Macroeconômico, estabilidade da taxa de inflação, manter o balanço de pagamentos equilibrado e tentar obter a redução da relação dívida pública em

---

<sup>60</sup> Por parte do setor real da economia, também se processou nos diferentes nichos a concentração de mercado, ao passo que os setores responsáveis pelo P&D gestado na fragilidade de uma economia protegida por décadas, logo encontraram seu fim com os projetos de produtos mais avançados e baratos, agora facilmente importados, em grande parte na forma de produtos finais. Enquanto a transição ao novo milênio foi facilitada para as transnacionais, pela importação de um aparato técnico e tecnológico já desenvolvido, o choque de competitividade foi rápido demais para uma adequação plural pelas firmas nacionais, fomentando a concentração de seus espaços. Mesmo que se desenrola-se o padrão da desindustrialização nas décadas seguintes, até então o processo ocorrido não se qualificava propriamente enquanto tal.

relação ao PIB (OREIRO, 2015).

Os primeiros anos da década de 2000 foram tumultuados. Em 2001 foi deflagrada a Bolha da Internet nos Estados Unidos, cujas consequências no mercado brasileiro foram atenuadas pelo seu comparativamente baixo nível de informatização; os efeitos sentidos foram, majoritariamente, indiretos. Houve também uma passageira instabilidade do fluxo de capitais, afetando o câmbio e os juros, entre 2002 e 2003, como reação ao aumento da fragilidade externa do país e aos “riscos” atribuídos às eleições presidenciais do período, que levaram ao poder o Partido dos Trabalhadores<sup>61</sup>.

Na primeira metade da década, o processo de concentração do setor bancário se reforçou com a absorção por grupos maiores das tentativas eufóricas de instalação de alguns bancos estrangeiros, que, diante das crises internacionais do final dos anos 1990 e dos novos rumos tomados pela economia brasileira, reviram suas expectativas e decidiram vender parte de suas operações locais. Nesse processo, reforçou-se um padrão competitivo que permitia o fornecimento de serviços bancários com custo elevado e, no mercado de crédito, com prazos curtos (PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

Entre 2004 a 2008 a economia brasileira vivenciou um período de crescimento, inaugurado a partir do superciclo das *commodities* em 2004, no qual a demanda por essas mercadorias estava aquecida, liderada pela China em meio a um período de pujante crescimento. Do ponto de vista interno, a política econômica foi marcada por uma taxa básica de juros elevada, que, conjugada com a grande liquidez no mercado internacional, resultou em um câmbio valorizado. Nesse contexto, consolidou-se a tendência de especialização na produção de *commodities* e em bens correlatos, um desdobramento originalmente associado aos impactos da concorrência internacional pós-abertura comercial, mas que foi reforçado por essa atmosfera (GALEANO; FEIJÓ, 2012; RODRIGUES; FILHO; PEREIRA, 2017).

Assim sendo, o período ficou marcado pela reprimarização da pauta exportadora e o ganho de destaque no PIB ficou por conta da participação do setor agrícola, setor cujas empresas dispõem de linhas de financiamento próprio, incentivos distintos e formas de financiamentos específicas, tal como as letras de crédito do agronegócio (OREIRO; FEIJÓ, 2010). Mesmo a indústria de transformação não sendo o setor dinâmico desse período de crescimento, houve transbordamentos de um maior dinamismo para ela, o que inflou o ânimo empresarial para realizar investimentos em capital, algo que tinha tangenciado as decisões empresariais na década passada (GALEANO; FEIJÓ, 2012; OREIRO; FEIJÓ, 2010).

---

<sup>61</sup> Com a preponderância de Lula na disputa e sua consequente vitória, houve receio do mercado internacional quanto à condução da política econômica e sua postura frente à dívida externa.

É nesse contexto que o país vivenciou um aquecimento no mercado de dívida corporativa, principalmente relacionado ao aumento na oferta de debêntures. Ao longo desse período, captar recursos de terceiros por debêntures era comparativamente mais barato que o crédito bancário, marcado pelos elevados *spreads*, mas seu mercado estava então limitado para empresas de capital aberto e necessitando de uma quantidade e volume mínimos elevados a cada emissão para compensar o custo de emissão (PAULA; FARIA JR, 2012).

Além disso, persistia uma situação de competição entre os títulos públicos e privados – a configuração como produtos complementares não se apresentava no mercado brasileiro. Há uma predação sensível, que se mostra clara na dominância dos títulos públicos sobre os privados, um resultado das vantagens notáveis maior liquidez e dos elevados retornos oferecidos pelos primeiros. Algo que se apresenta enquanto elementos contraditórios dentre os mercados mundo afora, no Brasil tem sua quimera construída às custas do desenvolvimento do mercado privado de capitais (PAULA; FARIA JR, 2012).

A partir de 2002 os títulos públicos indexados ao câmbio perderam importância, saindo de cerca de 30% do total da dívida pública mobiliária interna em 2002 para aproximadamente 2% em dezembro de 2009; nesse mesmo período, as Letras do Tesouro Nacional (LTN) ganharam espaço, chegando a 17% da composição da dívida pública. Mesmo que na composição da dívida pública tenha ganhado maior destaque para títulos prefixados, títulos indexados são predominantes na composição da dívida. Destacando-se as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) indexadas à taxa Selic, responsáveis por aproximadamente 36% em dezembro de 2009.

Nessa configuração, a complementaridade de títulos públicos e privados visível em outros países, e por vezes desejada no âmbito nacional, não foi alcançada (PAULA; FARIA JR, 2012). Além disso, pela falta da constituição de um grupo de ativos diversificados na relação risco-retorno, a formação de um mix de ativos que possibilitassem maior granularidade e possibilidades acabava por comprometer a formação de uma curva de rendimentos de referência para a construção de portfólio dos demandantes de ativos, como sustentam por Paula e Faria Jr. (2012).

Outra questão marcante é o estado das expectativas contaminado pela incerteza quanto os desdobramentos e a magnitude da crise instalada. Essa contaminação iniciada com a elevada inflação e a indexação, abriu portas para a obtenção de retornos nos mercados financeiros de curto prazo, algo que se intensificou com a abertura da conta de capitais e a manutenção na oferta de títulos públicos indexados. Os aspectos da demanda e da oferta, portanto, coincidiram para a manutenção de um *status quo* de títulos de curto prazo com

elevada rentabilidade – ou quando possuíam prazos mais longos, estavam associados a algum tipo de indexação.

Esse arranjo acabou por promover um ambiente adverso para as firmas que desejavam financiar seus empreendimentos por títulos de dívida no mercado de capitais, já que a concorrência com os títulos públicos afunilava as possibilidades que a dívida privada pode tomar. As opções ficavam restritas aos títulos prefixados com prazo curto e alto custo/elevada remuneração, e.g. *commercial papers*; ou títulos de médio prazos indexados, tal como as debêntures indexadas a taxa dos depósitos interfinanceiros (DI)<sup>62</sup> (TORRES FILHO, 2006).

Com isso, o núcleo dos financiamentos de prazos mais longos encontrava-se no mercado de empréstimos bancários concedidos pelos bancos públicos e de desenvolvimento, em particular, o BNDES. Até esse momento o BNDES, que atuava diretamente ou através de seus repasses para bancos privados, tinha como principal fonte de *funding* o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). A participação de seus desembolsos em relação ao PIB flutuou em torno de 2% durante o período de 2000 a 2006– com exceção de 2002 em vista de desembolsos excepcionais do financiamento da infraestrutura da rede elétrica para mitigar a crise energética do período (ALÉM; GIAMBIAGI, 2010).

Um ponto de inflexão no período, pondo fim ao ciclo de crescimento econômico, foi a crise financeira internacional de 2008, deflagrada pela turbulência do mercado americano de hipotecas *subprime* e a consequente falência do Lehman Brothers. Com a quebra do banco americano, propagou-se um efeito contágio ao redor dos mercados globais, marcado pela redefinição das posições dos agentes na direção de uma versão aos riscos, assumindo uma postura de maior conservadorismo quanto às negociações dos ativos e elevada preferência pela liquidez, reduzindo a concessão de crédito por parte dos bancos (LIMA; DEUS, 2013).

No cenário doméstico essa repercussão se concretizou na atuação conservadora das entidades financeiras no país, dentre elas as firmas bancárias. Também promoveu uma revisão do setor produtivo quanto ao investimento planejado e ao ritmo da produção, que foram reduzidos frente à adversidade. Ademais, com a fuga de capitais das economias periféricas, se afigurou no Brasil uma significativa desvalorização cambial, implicando e tornando mais caro os projetos de investimento. Contudo, comparativamente a outros países, o ritmo de desaceleração da atividade econômica foi menor, contando com o fator que mesmo com a crise mundial o superciclo das *commodities* ainda estava se desenrolando em sua fase final, sustentando o desempenho do produto (FREITAS, 2009; LIMA; DEUS, 2013).

<sup>62</sup> Taxa de juros das negociações feitas no mercado interbancário.

Os bancos privados se retraíram fortemente ante a esse cenário, restringindo o crédito, ao sobredimensionar o *spread* das suas linhas de financiamento, fazendo com que atingisse a marca de 40% em dezembro de 2008; além de sufocar as linhas de refinanciamento. Mesmo com movimentos do BCB para viabilizar o aumento de liquidez nesse período, liberando recursos por parte dos depósitos compulsórios e alterando a taxa de redesconto, os bancos privados praticaram “empçoamento de liquidez”, ao aplicar os recursos em folga com títulos indexados à Selic. Agindo de forma pró-cíclica, ao potencializar os efeitos recessivos da crise pela sua postura em relação ao financiamento e a destinação de seus recursos (LIMA, 2015).

A atuação do BNDES desde 2007 foi de incrementar o montante financiado, passando de 2% do PIB em 2006, para 2% e 3% em 2007 e 2008, respectivamente. Tal elevação coincidiu com a exaustão do manejo do *funding* utilizado até então, por meio do FAT, necessitando da utilização pronunciada de fundos advindos do Tesouro Nacional. Esses recursos alcançaram 40% do passivo do BNDES em 2009, contra somente 17% no ano anterior. Esse movimento foi necessário para viabilizar a continuidade dos investimentos realizados, que tiveram que ter seus planos para o período imediato e próximo assegurados por uma participação massiva do banco de desenvolvimento (PEREIRA; SIMÕES, 2010). A participação tímida do BNDES no período contrasta com o ganho proeminência da liderança dos agentes privados, entre 2004 e 2008 (pré-crise) (Torres Filho; Macahyba, 2014).

Com a manutenção dos investimentos após o período mais agudo da crise e o papel de destaque do BNDES como ator anticíclico, reacendeu-se o debate sobre a sustentabilidade do financiamento de grande parte do investimento nacional pelo banco de desenvolvimento. Contando com uma projeção da relação entre formação bruta de capital fixo e o PIB em torno de 25%, o argumento principal colocava que seria insustentável, do ponto de vista dos *policy makers*, que o BNDES continuasse a ser preponderante como ofertante de crédito, o que colocava em pauta o desenvolvimento de instrumentos que fomentassem o financiamento por meio do mercado de capitais (TORRES FILHO, 2006). Referente ao triênio 2007-9, verificou-se que os projetos de investimento eram financiados em 40% com recursos próprios, ao passo que 31% vieram de aportes do BNDES; minoritariamente respondendo a fontes relativas ao mercado de capitais, contando somente com 24% de recursos advindos do mesmo (ALMEIDA et. al., 2013).

Em 2009, em meio à falta da concretização do mercado de capitais como uma fonte consistente para a obtenção de recursos de terceiros a CVM, como discutido no Capítulo 2, apresentou uma mudança regulatória em aquiescência às demandas de uma significativa gama de empresários, que desejavam se financiar por meio dos instrumentos existentes, mas não

poderiam viabilizar o enquadramento sob a forma de sociedade anônima (S.A.) e nem os demais requisitos relativos ao registro na CVM. Essa demanda refletia também o momento de dificuldade que as empresas estavam enfrentando ao terem suas receitas retraídas, somada a restrição de crédito pelos bancos privados. Como mostrou-se no capítulo anterior, foi promovida então o aparato das ofertas públicas com esforços restritos como um meio de viabilizar o financiamento com requisitos menos draconianos, ajustados a perfis de investidores mais refinados.

Podemos concluir que os efeitos que se cristalizaram na primeira década dos anos 2000 foi das consequências de um setor bancário concentrado, somada a um perfil da dívida pública extremamente líquida, que perpetuou a situação de abandono de meios de financiamento privado de longo prazo. Enquanto o seguimento de curto prazo desenvolveu de forma pró-cíclica a partir de 2004. Em meio ao pós-crise a atuação estatal, tanto pelo BCB como pelo BNDES, foi ativa no gerenciamento de contingências; principalmente na sustentação dos planos de investimento em curso. Ao passo que os bancos privados desempenharam um comportamento de manada para posições conservadores, presando por um “empoçamento de liquidez” e descontinuando ou restringindo suas linhas de financiamento e refinanciamento. A alternativa gerada para a gestão de instrumentos de longo prazo, de baixo custo e que não pressionasse o financiamento público, foi a criação da nova modalidade de emissão.

### ***3.3.3 O advento das ofertas com esforços restritos (2010-19)***

Os movimentos dos agentes e os padrões de mercado desse período têm um eixo focal diferente dos acontecimentos dos anos 2000. No presente período já havia uma integração íntima do mercado financeiro nacional ao mundial, permitindo que a autoridade monetária e a reação da economia como um todo conseguisse lidar com os impactos da instabilidade financeira internacional. Contando com redução tendencial do IPCA e da taxa básica de juros, a regulação financeira colocou as relações domésticas do sistema financeiro em um nível de segurança e robustez ímpar, ao estabelecer um aparato regulatório muito mais conservador (TORRES FILHO; MACAHYBA; MARTINS, 2021).

A partir de 2010, o mercado de crédito privado apresentou uma fase de destaque na sua trajetória de desenvolvimento com o rompimento gradual da situação de escassez de recursos disponibilizados, que remonta as características da oferta de um setor bancário

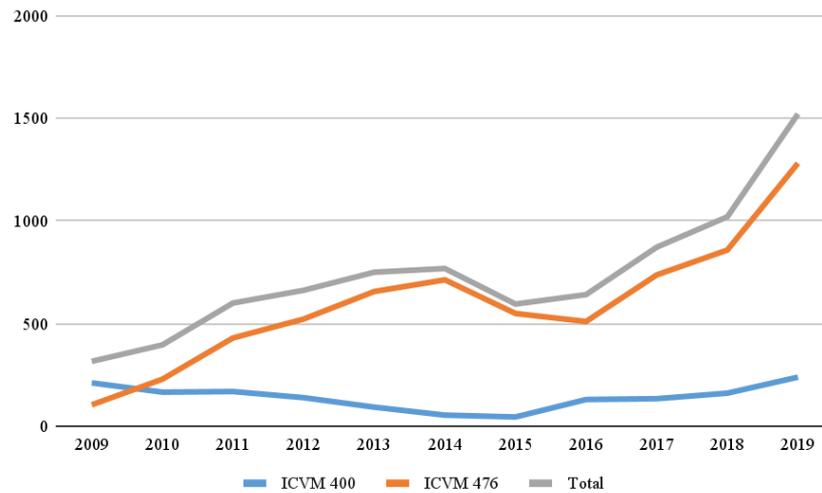
concentrado, operando sobre uma legislação mais restrita que o padrão internacional, referenciada por Basileia I e II. Um quadro agravado pela concentração em atividades de curto prazo, com a prática de juros em um patamar que desestimula a demanda (TORRES FILHO; MACAHYBA; MARTINS, 2021).

O financiamento público ganhou destaque em um primeiro momento, com a continuidade da participação do BNDES nos primeiros anos, obtendo progressivo espaço para atuação do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, com a redução de suas taxas de juros, em suas linhas básicas, ampliando também sua oferta de serviços. Apesar disso, o efeito líquido desses fatores foi a deterioração gradual das condições de financiamento bancário, principalmente a partir de 2015, em que os bancos públicos reverteram fortemente sua atuação, somada a posição de viés conservador dos bancos privados.

Seu contraponto estava no movimento das empresas pela obtenção de recursos através do mercado de capitais. A tentativa de constituição de instrumentos que viabilizassem o financiamento corporativo por esses meios ganhou alguma robustez, mesmo que menos intensa, nos primeiros anos do período. Algo que foi progressivamente facilitado pela evolução da legislação relativa à emissão de valores por esforços restritos.

Esse movimento pode ser percebido pela tendência de crescimento no volume total das emissões de títulos privados, como mostra a Gráfico 1. Quanto ao desempenho dos diferentes valores mobiliários (Tabela 1), nos início da década (2010-2019), havia uma participação similar do número de emissões entre as debêntures e o CRI, ambos em torno de 30%. Ao passo que as debêntures tiveram uma média de 33% de participação ao longo dos anos, com o apogeu do instrumento foi em 2014, tendo a participação de 38%. Refletindo a adesão desse título frente as opções tradicionais, tal qual o próprio CRI e as NPs, que respectivamente tiveram média de participação de 22% e 16%. Do ponto de vista do volume transacionado no mercado primário, o padrão de dominância das debêntures se confirma, tendo a participação média dos volumes (deflacionados) de 44% (Tabela 2), seguido pelas NPs com 14%.

*Gráfico 1: Número do Total de Emissões de Valores Mobiliários por Tipo e Total (2009 - 2019)*



*Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

*Tabela 1: Participação de cada valor mobiliário no número total de emissões por ano - 2010 a 2019*

Período	Debêntures	NPs	LFs	CRA	CRI	FIDC	Ações
2010	32%	13%	0%	0%	30%	18%	6%
2011	28%	16%	0%	1%	30%	14%	4%
2012	37%	17%	1%	1%	19%	11%	2%
2013	37%	23%	1%	2%	19%	8%	2%
2014	38%	23%	2%	3%	20%	10%	0%
2015	36%	16%	1%	3%	25%	10%	1%
2016	27%	11%	1%	7%	21%	20%	1%
2017	30%	12%	1%	10%	18%	19%	3%
2018	34%	8%	1%	7%	14%	26%	1%
2019	24%	6%	1%	6%	24%	23%	3%

*Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

*Tabela 2: Volume real dos valores mobiliários emitidos por ano, média anual e participação média de cada valor - 2010 a 2019*

Ano	Debêntures	Notas promissórias	Letras Financeiras	CRA	CRI	FIDC	Ações	FII	Total
2010	RS 82.515,43	RS 30.612,05	-	-	RS 12.251,85	RS 21.823,66	RS 240.192,49	-	RS 387.395,48
2011	RS 79.614,63	RS 30.845,04	RS 863,23	RS 274,13	RS 21.006,62	RS 27.448,11	RS 29.797,89	RS 25.365,53	RS 215.215,18
2012	RS 134.033,56	RS 33.735,76	RS 3.072,92	RS 378,68	RS 15.557,99	RS 10.437,15	RS 21.296,60	RS 23.452,27	RS 241.964,94
2013	RS 98.825,48	RS 29.599,35	RS 5.539,58	RS 1.660,91	RS 22.285,52	RS 11.571,59	RS 33.509,05	RS 17.853,02	RS 220.844,50
2014	RS 98.430,89	RS 40.596,63	RS 4.948,39	RS 2.590,10	RS 21.201,57	RS 11.938,35	RS 19.781,26	RS 4.053,39	RS 203.540,58
2015	RS 74.587,14	RS 15.672,87	RS 1.451,67	RS 5.745,33	RS 12.125,41	RS 7.073,80	RS 22.177,23	RS 9.028,67	RS 147.862,11
2016	RS 71.287,85	RS 9.713,71	RS 2.278,77	RS 14.179,27	RS 18.771,62	RS 5.632,13	RS 9.742,29	RS 9.176,84	RS 140.782,47
2017	RS 96.120,60	RS 30.255,86	RS 3.231,42	RS 15.810,65	RS 8.642,50	RS 17.707,72	RS 42.722,23	RS 7.097,72	RS 221.588,69
2018	RS 156.836,61	RS 30.040,84	RS 6.188,97	RS 6.922,43	RS 9.568,08	RS 23.421,76	RS 14.126,97	RS 11.787,87	RS 258.893,52
2019	RS 184.667,12	RS 36.608,96	RS 9.974,66	RS 12.478,14	RS 17.231,70	RS 40.210,82	RS 90.016,44	RS 41.402,18	RS 432.590,03
Média	RS 97.275,75	RS 30.433,95	RS 3.231,42	RS 5.745,33	RS 16.394,85	RS 14.823,03	RS 25.987,56	RS 11.787,87	RS 221.216,60
Média (%)	43,97%	13,76%	1,46%	2,60%	7,41%	6,70%	11,75%	5,33%	

*Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

\* Deflacionado a preços de 2019 com base no IPCA

Esse movimento pode ser percebido pela tendência de crescimento no volume total das emissões de títulos privados, como mostra a Gráfico 1. Quanto ao desempenho dos diferentes valores mobiliários (Tabela 1), nos primeiros anos da década (2010-2019), havia uma participação similar do número de emissões entre as debêntures e o CRI, ambos em torno de 30%. Ao passo que as debêntures tiveram uma média de 33% de participação ao longo dos anos, com o apogeu do instrumento foi em 2014, tendo a participação de 38%. Refletindo a adesão e aceitação desse título frente as opções tradicionais, tal qual o próprio CRI e as NPs, que respectivamente tiveram média de participação de 22% e 16%. Do ponto de vista do volume transacionado no mercado primário, o padrão de dominância das debêntures se confirma, tendo a participação média dos volumes (deflacionados) de 44% (Tabela 2), seguido pelas NPs com 14%.

As emissões via ICVM 476 superaram as emissões tradicionais via ICVM 400 já a partir de 2010, como pode ser visto na Gráfico 1. Esse novo formato de emissão encontrou seu apogeu em 2013-14 ao alcançar 92% do total de emissões. Sustentando a tendência de crescimento global, ao passo que as emissões ICVM 400 apresentaram uma queda acentuada até 2015. Ao analisar cada um dos valores individualmente, as emissões ICVM 476, em média, dominam todos os diferentes instrumentos (Tabela 3).

*Tabela 3: Participação das emissões via ICVM 400 e ICVM 476 em cada valor mobiliário por ano - 2010 a 2019*

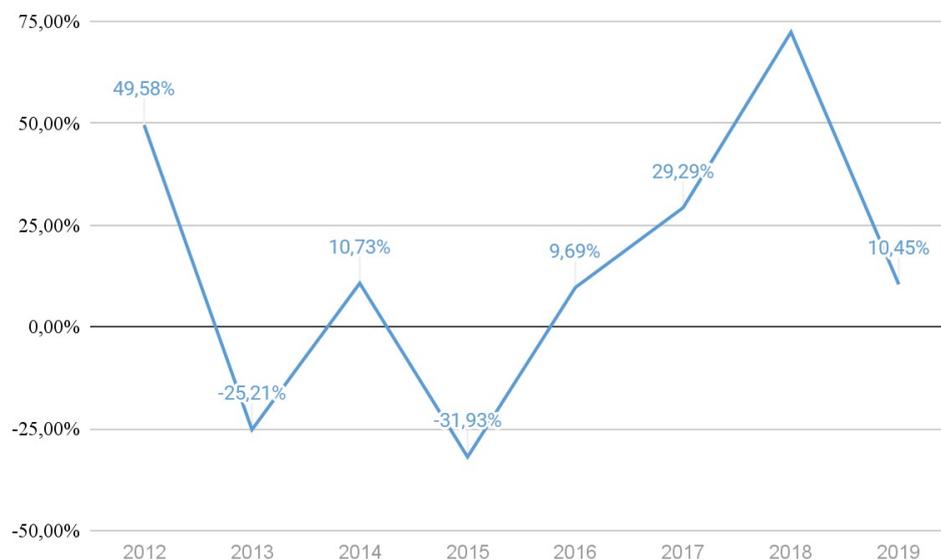
Período	Debêntures		NPs		LFs		CRA	
	ICVM 400	ICVM 476	ICVM 400	ICVM 476	ICVM 400	ICVM 476	ICVM 400	ICVM 476
2010	16%	84%	0%	100%	-	-	-	-
2011	5%	95%	1%	99%	50%	50%	0%	100%
2012	7%	93%	2%	98%	13%	88%	44%	56%
2013	6%	94%	0%	100%	14%	86%	20%	80%
2014	3%	97%	0%	100%	0%	100%	32%	68%
2015	4%	96%	0%	100%	0%	100%	59%	41%
2016	3%	97%	0%	100%	0%	100%	47%	53%
2017	4%	96%	0%	100%	13%	88%	35%	65%
2018	1%	99%	0%	100%	0%	100%	24%	76%
2019	3%	97%	0%	100%	0%	100%	32%	68%
Média	4%	96%	0%	100%	0%	100%	32%	68%
Período	CRI		FIDC		Ações		FII	
	ICVM 400	ICVM 476	ICVM 400	ICVM 476	ICVM 400	ICVM 476	ICVM 400	ICVM 476
2010	52%	48%	83%	17%	100%	0%	-	-
2011	39%	61%	37%	63%	100%	0%	77%	23%
2012	21%	79%	40%	60%	100%	0%	62%	38%
2013	7%	93%	28%	72%	100%	0%	52%	48%
2014	5%	95%	18%	82%	100%	0%	44%	56%
2015	4%	96%	18%	82%	33%	67%	18%	82%
2016	13%	87%	51%	49%	22%	78%	26%	74%
2017	7%	93%	28%	72%	46%	54%	33%	67%
2018	9%	91%	33%	67%	71%	29%	34%	66%
2019	2%	98%	33%	67%	24%	76%	36%	64%
Média	8%	92%	33%	67%	86%	15%	36%	64%

*Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

Ao nos determos sobre as debêntures ICVM 476, temos que a taxa de crescimento de suas emissões apresentou grande volatilidade, sendo que nos primeiros anos houve um ritmo

de crescimento reduzido (Gráfico 2), atingindo valores negativos em biênio 2013 e 2015; para depois crescer em 2016 e seguir crescendo até o fim do período. As taxas negativas refletem o comportamento dos principais indexadores de custo das emissões, o IPCA e a taxa DI (Gráfico 3), que tiveram aumentos substanciais, encarecendo o financiamento por essas fontes. A Selic, que mantém uma relação direta com a taxa DI, aumentou, no biênio 2014-2015, 2,5 p.p. Concomitantemente a esse último, o IPCA aumentou aprox. 3 pontos percentuais.

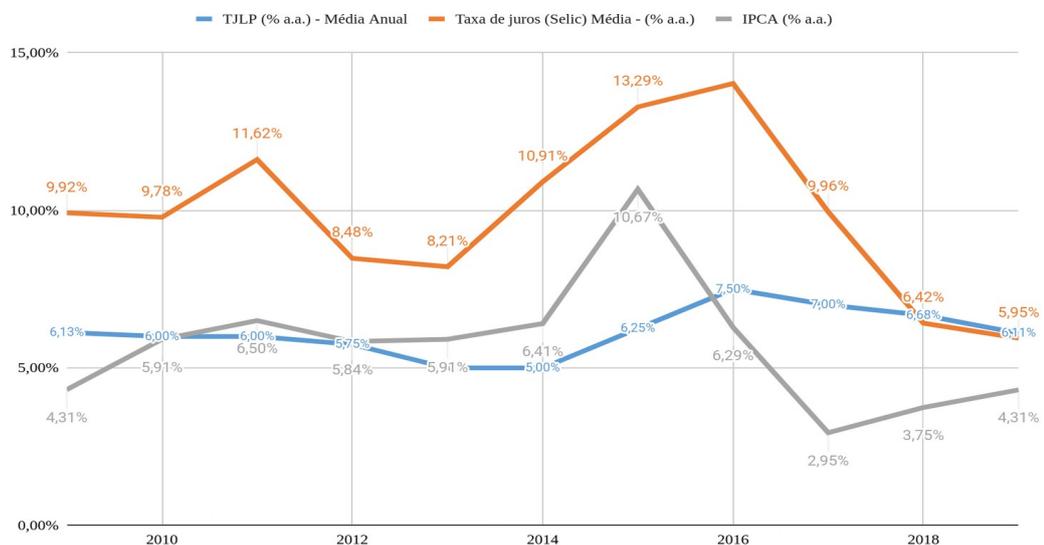
*Gráfico 2: Taxa de Crescimento do Volume Real Emitido de Debêntures ICVM 476 (%) - 2012 a 2019*



*Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

*\* Deflacionado a preços de 2019 com base no IPCA*

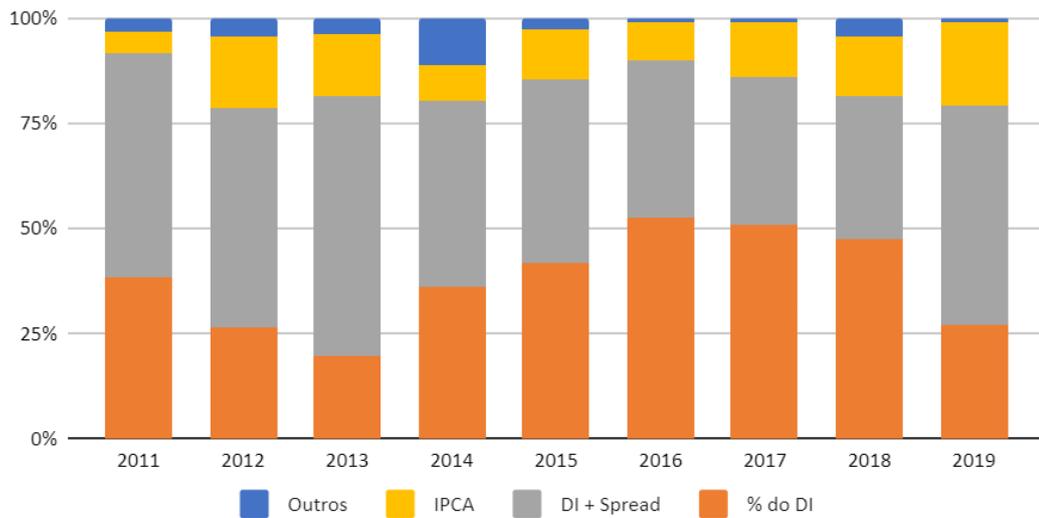
*Gráfico 3: Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (% a.a.), Selic (% a.a.) e Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (% a.a.) - 2009 a 2019*



*Fonte: Elaboração própria com dados da BNDES (2021) e BCB (2021)*

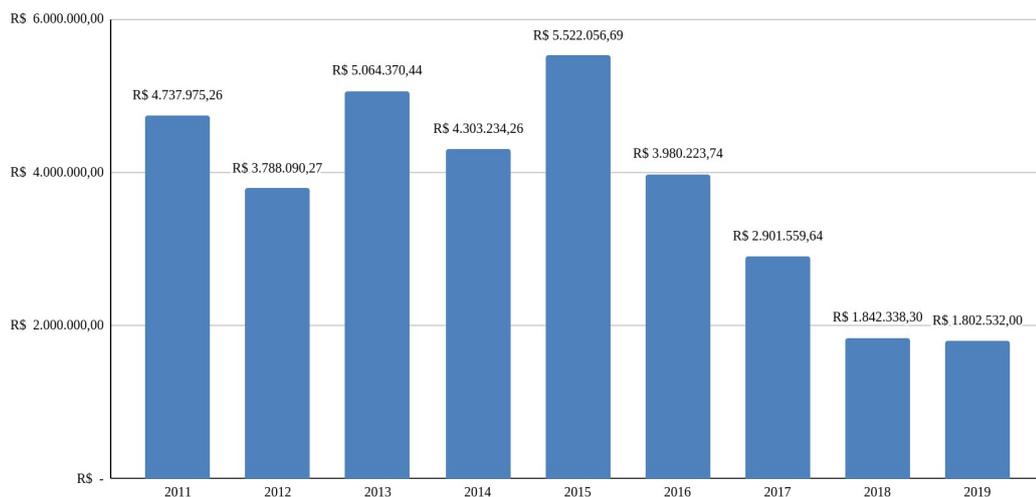
Nesse ínterim, os títulos pós-fixados dominaram as emissões de debêntures, que participaram em média de 81,7% delas, chegando a 89,8% em 2016, tendo espaço os títulos de maior remuneração, os que remuneram a taxa DI somada a um *spread* (Gráfico 4). Contando também com uma expansão, mesmo que oscilante, dos títulos indexados ao IPCA, que ganharam maior expressão nos últimos anos (2018-9), chegando a 14% e 20% respectivamente. Esse mesmo indexador está presente na dívida pública de mais longo prazo, aparentando uma convergência entre uma parcela dos valores emitidos e esse perfil de dívida.

Gráfico 4: Indexadores do Total de Debêntures entre 2011 à 2019 – % por Volume



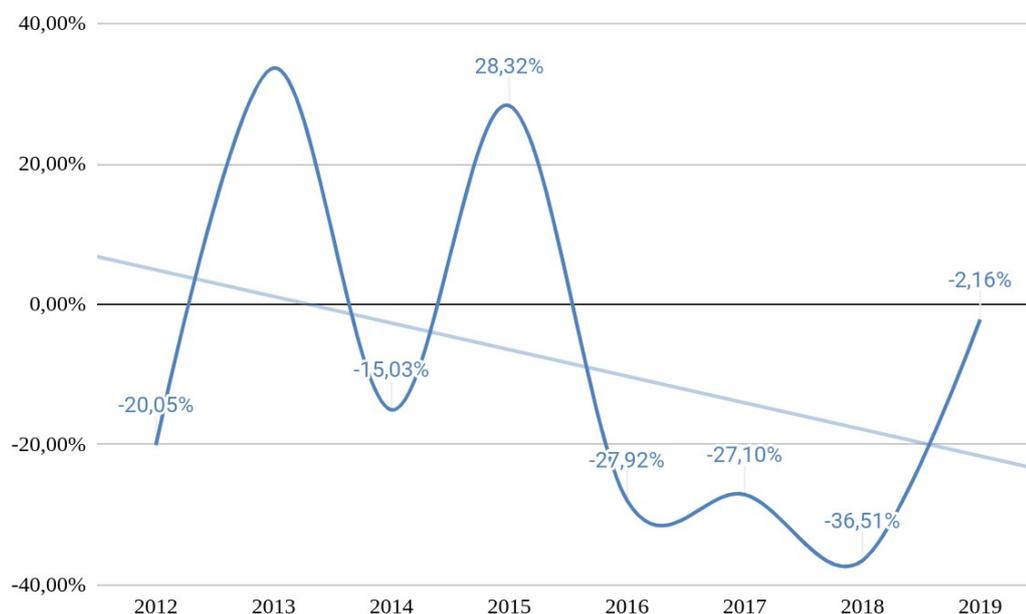
Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)

Gráfico 5: Volume Real da Concessão de Crédito para Pessoas Jurídicas - R\$ (milhões)



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN (2021)

*Gráfico 6: Taxa de Crescimento do Volume Real da Concessão de Crédito para Pessoas Jurídicas e linha de tendência do crescimento (2012-2019)*

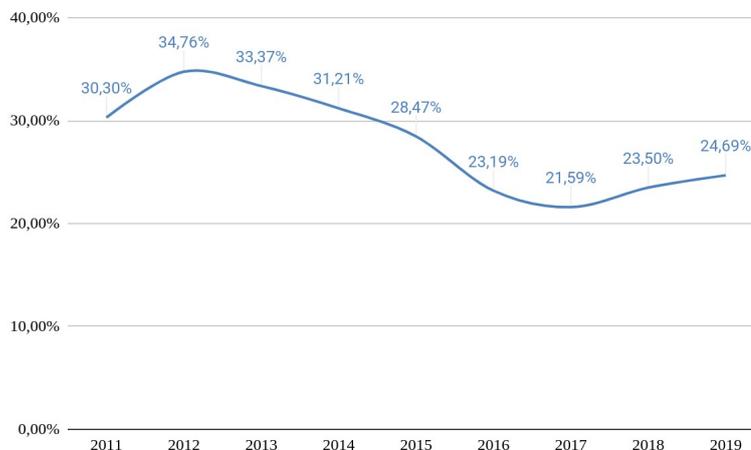


*Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN (2021)*

Quanto ao volume real das operações de crédito para as pessoas jurídicas, temos uma variabilidade muito grande dos valores entre os primeiros anos da década. Responde ao cenário otimista de 2011, com expectativa de que a fase severa da crise já teria passado, ao passo que em 2012 houve um temor por parte do governo da aceleração da inflação, levando ao BCB aplicar medidas para reduzir a liquidez do sistema (PAULA; PIRES, 2017). Assim explicando a redução da taxa de crescimento de 20% (2011-2012), mesmo com uma taxa de juros menor que no ano anterior.

Nos anos seguintes (2013-2015), a oscilação deu-se pela substituição da posição dos bancos públicos e privados na oferta de crédito, ganhando espaço os bancos públicos em linhas não tradicionais. Em 2015 houve a disrupção no mercado de crédito, que em termos do crescimento real não se verificou uma que em relação ao ano anterior, mas começou a cair a participação das concessões (% PIB) (Gráfico 7). Esse panorama que afetou de sobremaneira as firmas somente em 2016, com uma mudança brusca nas posições de mercado. Pelo lado da oferta houve a reversão de posições conservadoras por parte dos bancos, enquanto as firmas refrearam o desejo pela obtenção de fundos. Já que suas expectativas de contavam com a contração da demanda global, frente a queda do poder de compra dos salários e o desemprego elevado no período (PAULA; PIRES, 2017). Proporcionando uma contração severa de 28% em 2016.

*Gráfico 7: Proporção das concessões de crédito para pessoa jurídica em relação ao PIB (2011-2012) - %*



*Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

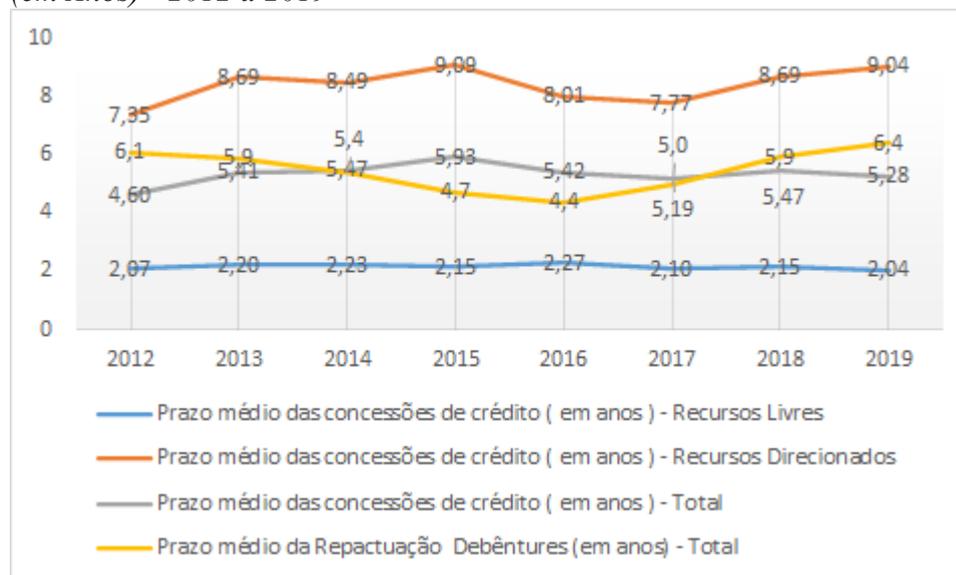
Nos anos seguintes (2013-2015), a oscilação deu-se pela substituição da posição dos bancos públicos e privados na oferta de crédito, ganhando espaço os bancos públicos em linhas não tradicionais. Em 2015 houve a disrupção no mercado de crédito, que em termos do crescimento real não se verificou uma que em relação ao ano anterior, mas começou a cair a participação das concessões (% PIB) (Gráfico 7). Esse panorama que afetou de sobremaneira as firmas somente em 2016, com uma mudança brusca nas posições de mercado. Pelo lado da oferta houve a reversão de posições conservadoras por parte dos bancos, enquanto as firmas refrearam o desejo pela obtenção de fundos. Já que suas expectativas de contavam com a contração da demanda global, frente a queda do poder de compra dos salários e o desemprego elevado no período (PAULA; PIRES, 2017). Proporcionando uma contração severa de 28% em 2016.

Quando estabelecemos a comparação entre as condições das emissões de debêntures frente à TJLP, podemos ver que a partir de 2010, as taxas do BNDES caem, favorecendo a demanda das suas linhas de financiamento, dirimindo o interesse na oferta de debêntures, ao passo que, com o valor da taxa Selic mantendo-se elevado até 2016, a demanda por ativos sinalizava uma maior preferência por títulos públicos, que combinavam maior liquidez com elevada rentabilidade. Como mostra o Gráfico 3.4, como o padrão das emissões é de indexadores baseados na taxa DI, que mantém uma relação de proporcionalidade direta com a taxa Selic, a evolução das taxas de juros acabou tornando a captação via debêntures custosa. Em síntese, constituiu-se, na primeira metade da década, um cenário adverso à demanda de debêntures e à oferta das mesmas.

Já os prazos médios das emissões de debêntures (considerando a 1ª repactuação), desde 2012, permanecem maiores do que aqueles ligados às concessões de empréstimos com

recursos livres, ainda que menores do que os créditos relacionados a recursos direcionados (Gráfico 8). Para além de uma diferença quantitativa quanto ao prazo dos mesmos, cada um dos tipos de crédito está relacionado a nichos de aplicação de recursos distintos. O crédito direcionado é aquele tomado por uma firma tendo em vista um empreendimento específico; normalmente esse requisito é exigido pelas concessões feitas pelo BNDES, já que por ser um banco de desenvolvimento tem em vista o fomento da ampliação da estrutura de capital instalada no país, logo o crédito cedido tem vistas para ampliação de estoque de capital da firma. O crédito livre, tal como se ilustra pelo nome, foi livremente pactuado, não tendo como destinação um fim específico, mas tem como perfil de curto prazo, ligado a operações de capital de giro, dentre outras.

*Gráfico 8: Prazo Médio das Concessões de Crédito (Recursos Livres, Recursos Direcionados e Total) e da Repactuação do Total de Debêntures (em Anos) - 2012 a 2019*



*Fonte: Elaboração própria com dados do AMBIMA (2021) e BACEN (2021)*

Em comparação com as concessões de crédito tradicional, as debêntures assumiram um papel de crédito de médio prazo, ideia que é reforçada por seus valores em torno do prazo médio do total de crédito concedido. Quando contextualizada como uma nova forma de financiamento, por meio do canal dos bancos, apresenta-se um avanço marcante contra o financiamento tradicional privado, relacionado *stricto sensu* ao crédito com recursos livres, ao manter-se, em média, com um prazo de 3,5 anos maior.

O desempenho expressivo das emissões ICVM 476 frente a ICVM 400 não estava no escopo do planejamento original da CVM. A concepção original era que as emissões com esforços restritos funcionariam como um estágio inicial para as empresas com pouco, ou

nenhum, traquejo no mercado financeiro trilharem um caminho de desenvolvimento nesse ambiente - por exemplo, para que em dado momento se encaminhassem à abertura de capital. Em outras palavras, esperava-se que, passado determinado tempo, ao terem as empresas se acostumado com as relações institucionais ligadas à CVM e desenvolvido laços com intermediários e os investidores em geral, as companhias adeririam às ofertas para um público mais amplo.

Contudo, na realidade ocorreu uma espécie de “canibalização” das operações 400 pelas emissões 476. A degeneração do ideal almejado pela Comissão frente à realidade, quanto a preferência revelada pelas emissões com esforços restritos ao longo do tempo, pode ser associada a dois elementos: conjunturais e estruturais-regulatórios.

Quanto ao fator conjuntural, a ICVM 476 teve seus desdobramentos no período pós-crise. Pelo desaquecimento no ritmo do financiamento ao longo do período, somada a captações tradicionais em mercado aberto sofrerem com um período de reorganização das expectativas dos agentes; esses meios de obtenção de recursos estavam pouco palatáveis para as firmas, as induzindo a procurar instrumentos alternativos, como emissões 476 para obter recursos. Ao passo que essa instrução contou com a adesão de firmas que estavam à margem do mercado financeiro até então.

Já a questão regulatória passa pelo abismo entre as exigências de cada regime e a falta de incentivo concreto de migração entre eles. Emitir valores para investidores profissionais sob esforços restritos exige estar inserido em um formato societário menos custoso e possibilita emissões mais baratas, mesmo que *a priori* menos líquidas; em função da forma que os agentes envolvidos conduzem a oferta e respondem ao aparato regulatório. Cumulativamente havia as questões conjunturais descritas anteriormente, adequar-se aos padrões da oferta pública tradicional implicaria em incorrer custos em um momento de marasmo econômico. Assim sendo, a obtenção dos recursos via ofertas restritas não possui o mesmo tipo de risco de um ambiente de oferta de valores mais pessimista e de custos que a opção das ofertas efetivamente públicas ofereciam.

Parcialmente essa história responde à própria dinâmica operacional que as operações com esforços restritos proporcionaram aos bancos privados. A novidade gerada pela ICVM 476 passa por uma trajetória de apropriabilidade, não somente dos seus emissores, mas dos intermediários financeiros envolvidos nessa oferta. A posição de elevados *spreads* e aplicações indexadas praticados pelos bancos privados, os colocaram em um padrão comportamental que simplificava revisões de aplicações de seus portfólios; algo que ficou reforçado pelo estado da concorrência nesse setor, caracterizado por uma estrutura de

oligopólio, que acomoda um ritmo de inovação mais lento. Tornando o trato dessas instituições com as novas emissões a replicação dos procedimentos tratados com as ICVM 400. Com o passar do tempo, essa relação começa a mudar, com a criação de um circuito financeiro que passou a constituir um “crédito disfarçado” desses bancos para as empresas.

Podemos detalhar essa dinâmica em dois momentos. O primeiro recorte pode ser feito de 2010 a 2016, seguido pelo período 2017 a 2019. A relevância dessa divisão está baseada na ruptura no mercado de crédito ocorrida em 2016, que serve de marco para o reposicionamento institucional, principalmente dos agentes financeiros, do padrão de aplicação de capital realizada, que voltou-se fortemente para valores mobiliários.

Em um primeiro momento, no final de 2009 e durante 2010 havia a sensação de que os efeitos mais graves da crise haviam passados, situação reforçada por um novo boom das *commodities* e entrada de fluxos de capitais, sendo verificado em 2010 uma taxa de crescimento do produto de 7,5%, após o encolhimento de 0,1 em 2009. Esse período de expectativas otimistas foi logo frustrado pelo reposicionamento institucional do BCB no final de 2010. A instituição tinha receio, dado o crescimento vultoso desse período, que a inflação acelerasse muito; promovendo medidas de contenção do crédito, tal aumento do percentual de depósitos compulsórios, dentre outras. Implicando nos efeitos de estagnação e contração do crédito, em termos globais, a partir de 2011 (PAULA; PIRES, 2017).

Enquanto nesse período (2010-2011) também se caracterizou a gestação de uma frente ampla de medidas institucionais para aumentar a participação do mercado privado no financiamento, perseguindo o desenvolvimento do mercado primário, como do secundário. Visando as vantagens que um mercado de financiamento baseado no mercado de capitais possui, quanto a gestão de alocação dos recursos, quanto à disponibilização de sua maior oferta (TORRES FILHO; MACAHYBA; MARTINS, 2021).

Dentre aquelas as relativas ao mercado primário<sup>63</sup>, foi estabelecido um considerável aparato regulatório para criar mecanismos de isenção fiscal, total e parcial, para os adquirentes de emissões ligadas a projetos de infraestrutura e projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação, relacionadas a empresas não-financeiras<sup>64</sup>. As chamadas debêntures de infraestrutura, emitidas pelas empresas que são sociedades de propósito específico, foram especialmente favorecidas pelas desonerações fiscais, voltadas tanto para o público residente e não residente, dialogando com pessoas físicas e jurídicas<sup>65</sup> (FREITAS,

<sup>63</sup> Ademais, houve a modificação na capacidade da emissão de ações pelas S.As, que passaria a ser definida pelo conselho de acionistas e não com base no capital social da empresa.

<sup>64</sup> Em conjunto de critérios de aplicação do prazo da revenda desses papéis e do início do período de remuneração.

<sup>65</sup> Ganhando contornos específicos no caso de Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura e Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, o último criado em 2011. Para além das deduções de seus adquirentes, criou-se a obrigatoriedade, pela Lei no 12.431/2011, da aplicação de

2013).

Os aportes do BNDES, com juros reais baixos e regulados, mantiveram uma participação preponderante no financiamento corporativo pós-2008<sup>66</sup>. O financiamento de médio/longo prazo manteve-se concentrado no banco de desenvolvimento, ao passo que o crédito de curto prazo se recuperou no pós-crise a partir da atuação dos bancos comerciais, com a destinação de recursos livres tendo participação majoritária dos bancos públicos num primeiro momento (FREITAS, 2013).

A redução efetiva do papel do BNDES começou com o término de sua participação no Programa de Sustentação do Investimento, com duração entre 2009 e 2012<sup>67</sup>. Ao passo que os bancos ainda mantinham sua postura de perspectiva pessimista, tendo a permissão de ampliar sua captação por meio da oferta pública de LFs, objetivando a ampliação de seu *funding* (Torres Filho; Macahyba, 2014). A causalidade entre a emissão LFs e a viabilização de um *funding* para crédito possui conexão em um cenário em que não há empocamento de liquidez como observado no período. A aplicação dos recursos dos bancos foi gradualmente migrando da intermediação financeira para formas tradicionais de aplicação, como títulos públicos (PAULA; PIRES, 2017).

Em 2012 o governo federal tentou promover uma queda no *spread* dos juros de mercado por meio de uma coordenação entre a taxa Selic, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal. O intuito era obter a desejada redução com a presença de taxas mais atrativas desses bancos públicos, ao pressionar os bancos privados a seguir o mesmo movimento, tendo em vista a potencial perda de mercado, já que os demandantes de crédito poderiam migrar para os bancos públicos para obter as melhores condições (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020).

A queda do *spread* dos bancos privados não se reduziu *pari passu* ao nível da redução da Selic e o *spread* dos bancos públicos, mantendo uma considerável rigidez (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020). Tampouco os prazos médios sofreram significativo aumento, o crédito livre apresentou relativa estagnação, vide o Gráfico 8. Uma das razões para isso era a incompatibilidade na redução de taxas em meio a um cenário em que a preferência pela liquidez estava alta pelos bancos, acarretando que o refinanciamento de dívidas e novas concessões se fariam em um contexto que não dialogavam com o suprimento de liquidez desejado pelos bancos. Como indicado mais detalhadamente pelos dados, o outro fator está na

85% de seu patrimônio líquido em títulos emitido por SPEs, desde que envolvidos no contexto supracitado (FREITAS, 2013)

<sup>66</sup> Lhe foi concedido a capacidade de emissão LFs como forma de ampliar seus recursos, sem depender de forma tão intensa de repasses do governo federal. Contudo o principal *funding* foi a partir dos empréstimos do Tesouro.

<sup>67</sup> Em que às microempresas, assim como pequenas e médias empresas, tinham cobertas o financiamento de todo plano de investimento ligado a bens de capital, sendo posteriormente reduzidos a partir desse período a 90%, seguindo essa redução também no caso das grandes empresas de 80% para 70% (FREITAS, 2013)

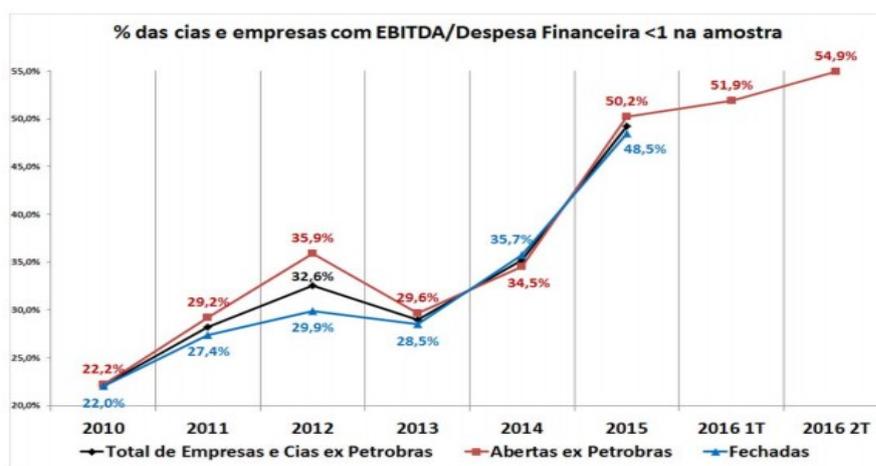
contínua redução dos bancos prestando intermediação financeira, buscando diversificar suas receitas em aplicações em títulos públicos e oferta de LFs.

Transcorrendo nesse período a maior taxa de crescimento das debêntures 476, alcançando de 46% em 2012 (gráfico), enquanto o crédito nos bancos privados desacelera, em meio a uma fase de estagnação do crédito descrita Paula e Alves Júnior (2020). A lucratividade cadente das empresas de capital aberto não tinha refreado por completo sua expectativa da possibilidade de crescimento do mercado doméstico, pelos sinais de aquecimento do mercado de varejo (PAULA; PIRES, 2017).

Já entre 2015 e 2016 ocorreu uma espécie de *credit crunch*, representando uma redução abrupta do crédito por parte tanto dos bancos públicos como dos privados. Esse fato foi originado pela condução da política macroeconômica de obter superávit primário elevados por meio de redução de seus gastos, pondo assim em prática uma política contracionista. Dentre as medidas tomadas é possível destacar a redução dos repasses ao BNDES e a elevação da taxa Selic. O resultado foi um golpe de misericórdia para os investimentos e da sustentação do nível de consumo das famílias (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020). Nesse período, as emissões registraram taxas de crescimento negativas, de -32% em 2015, retomando o crescimento no ano seguinte, em aprox. 10%. Resultado do pressionamento das estruturas financeiras das empresas já financiadas ou daquelas expectativas de ser financiada por esse meio, já que o domínio do mercado de debêntures dá-se por títulos indexados a DI, que contava no biênio com cerca de 80% do total de debêntures emitidas; como mostrado no Gráfico 4.

Esse momento foi a apoteose da fragilidade financeira das empresas, teve o aumento do número de firmas enquadradas em uma situação *Ponzi*, que é refletida por um índice EBITDA/despesas financeiras menor que a unidade, implicando que seu fluxo de caixa não possui montante compatível para saldar as despesas financeiras (Gráfico 9). Como resposta, houve uma acentuação da aversão ao risco dos bancos privados. O movimento vai na direção da realocação dos portfólios em ativos mais líquidos, com restrições ao crédito, por meio da redução de prazos e dando prioridade para concessões de modalidades com melhores garantias. Da mesma forma, a demanda por crédito foi afetada pela redução das perspectivas de lucro e pela tendência de desaceleração do investimento iniciada em 2014. Com isso, as concessões para pessoas jurídicas, tanto de crédito livre para financiar capital de giro, como as do BNDES, tornaram-se as mais afetadas (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020).

Gráfico 9: Percentual das empresas com EBITDA/despesa financeira menor que a unidade - 2010 a 2016 segundo trimestre (2016 T2)



Fonte: CEMEC (2016, p. 28).

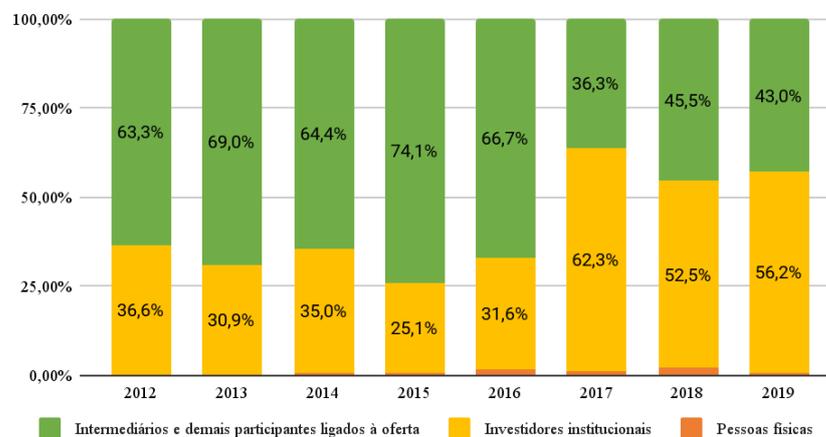
Mesmo que o foco das instituições bancárias tenha sido manter uma parte de seus negócios voltados para a concessão de crédito, essa atividade sofreu significativa desaceleração no pós-crise. Desenrolando em segundo plano o desenvolvimento das debêntures corporativas e sua adequação no mercado, caracterizado por uma expansão do *share* das emissões via ofertas com esforços restritos, que somente não ganhou maior volume pelo efeito desestimulante que o desempenho econômico e as taxas de juros exerceram. Com efeito, constata-se que somente o desenvolvimento de uma nova regulação que facilite as condições das emissões não garante desdobramentos em favor do novo instrumento, necessitando de outros fatores para que a adesão se materialize. Aliás, esse processo instaura dúvidas quanto à consolidação dessa forma de financiamento, dada a sua sensibilidade fatores conjunturais.

Essa foi a primeira etapa da gestação do novo canal de financiamento que buscamos descrever. Como a difusão da negociação e emissão desse tipo de debêntures no mercado, contando com a evolução da legislação correlata. Tendo como efeito a consequente a formação de um *knowledge base*, principalmente entre os emissores e os intermediários financeiros ligados a emissão, levando a esses agentes inteirar-se das respectivas vantagens. Logo, essa etapa pode ser descrita como a de generalização da *knowledge base* e da dominação bancária.

As participações das emissões de debêntures ICVM 476 estavam dominadas pela obtenção por parte dos intermediários e demais participantes ligados a oferta até 2016, como mostra no (Gráfico 10), dentre os quais se encontram as firmas bancárias. Os bancos foram

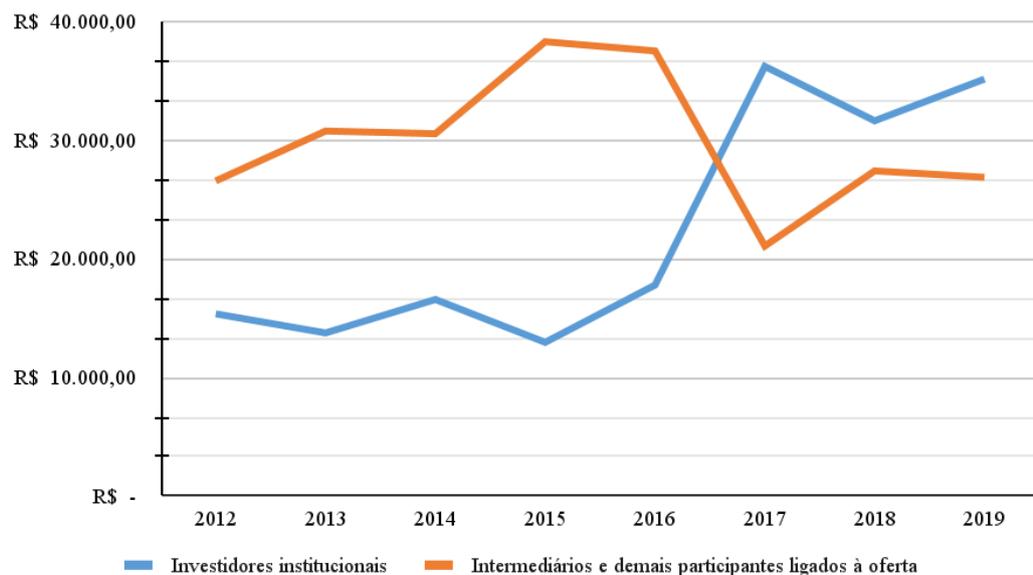
capazes de viabilizar a instrumentalização de um circuito financeiro criado entre as firmas demandantes de recursos e os próprios intermediários. O mesmo se daria pela emissão de debêntures com esforços restritos, estruturadas pelo banco, ofertado pelas firmas e comprado pela tesouraria dos bancos estruturadores ou pelos fundos a eles ligados. Essa maneira de financiamento permitiria que os bancos obtivessem vantagens que uma concessão de crédito normalmente não disporia, permitindo que a entidade bancária ganhe em vários momentos do processo.

*Gráfico 10: Distribuição de Ofertas de Debêntures ICVM 476 por Detentor - em %*



*Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

*Gráfico 11: Evolução do Volume Real de Ofertas de Debêntures ICVM 476 Adquiridas por Investidores Institucionais e Intermediários e demais Participantes Ligados à Oferta (R\$ milhões) - 2012 a 2019*



*Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)*

*\* Deflacionado a preços de 2019 com base no IPCA*

A aquisição de debêntures desse tipo dialoga com a promoção do financiamento de médio/longo prazo dessas empresas. Algo que poderia ser feito diretamente por meio de financiamento de longo prazo pelos bancos privados, ao passo que, por essa modalidade de financiamento não existir, cria-se a possibilidade da obtenção de lucros extraordinários para os pioneiros dessa atividade por meio da exploração de novos mercados.

Contudo, a contra-tendência da realização desses lucros está na capacidade dos investimentos de serem realizados maturarem e gerem um fluxo de rendas que viabilize o pagamento dessa dívida, em um cenário de baixo dinamismo econômico, tornando a mecânica de um financiamento nos moldes tradicionais problemáticos, pelos riscos de inadimplência envolvidos, e não dialogando com a preferência pela liquidez dos bancos. Ademais, incluir essa modalidade de financiamento dentro do mix de serviços bancários oferecidos geraria um problema de consistência entre as linhas já existentes, pois todo o esquema de remuneração, prazos e garantias deveria de ser revisto para adequar com coesão esse serviço inédito.

A primeira parte do processo, que tem como foco a emissão, envolve a estruturação da operação por parte do banco, que é contratado pela firma emissora para fazer esse serviço. Momento no qual a preparação do aparato técnico-jurídico envolvendo as debêntures é realizada. Há o anúncio da oferta para os investidores qualificados, que tem o perfil compatível com esses papéis, os quais podem exigir um maior grau de disponibilidade de informações. Findo o anúncio e a conversa com as partes interessadas, o banco estrutura o *bookbuilding*, que é a relação dos investidores que comprarão daquela emissão, assim como suas respectivas cotas de compra. Daí decorre a emissão e a compra pelas partes no mercado primário.

Nessa etapa podemos perceber que a firma bancária ganha pelo serviço de estruturação da operação, ao passo que, ao selecionar as firmas que participam do *bookbuilding*, a mesma pode colocar sua tesouraria para adquirir uma determinada cota de emissão. Esse movimento pode ser essencial para que a emissão atinja o número suficiente de demandantes para ocorrer. Essa etapa é singular pela informação que a instituição bancária pode adquirir, não somente quanto a informações sobre a firma emissora, mas quanto aos demais investidores<sup>68</sup>, permitindo auferir uma perspectiva sobre a potencial demanda daquela debênture. Prospectando a possibilidade de a mesma ter liquidez no mercado secundário, a ser vendida com um *spread* referente valorização esperada desse ativo. Ademais, a estruturação do *bookbuilding* e possibilidade de compra pelo banco de cotas nesse momento, deflagra um

---

<sup>68</sup> Note-se que ao verificar o interesse em determinada debênture, com características de risco e retorno específicas, faz com que o banco apure o perfil de investimento de empresas, que podem ou não ter tido contato com a entidade bancária, aumentando o estoque de informação sobre as mesmas.

conflito de interesses entre os demais investidores qualificados e o banco, que por se colocar também como demandante teria uma preferência excepcional na obtenção da cota, já que o mesmo controla o processo de estruturação.

No caso da aquisição pela tesouraria do banco, essas debêntures têm a vantagem de poderem ser revendidas em um mercado secundário para outros investidores qualificados com um *spread*. Com isso, é possível transferir o risco, na medida em que o mercado para esse tipo de papel se estabelece é categorizado pela atonicidade da revenda. Isto é, não é preciso carregar o valor até o prazo de repactuação, diferentemente de um empréstimo que necessita maturar para abrir espaço no balanço da instituição, permitindo lidar melhor com a situação de sua exigência de capital.

Os graus de liberdade das exigências do banco quanto às condições finais do empréstimo e do formato da emissão, otimizando e refinado pela experiência do líder da emissão contribuem para o custo do banco ao realizar a estruturação seja menor. Enquanto em um empréstimo regular existe somente uma relação bilateral com que o emprestador se defronta, ao receber o fluxo dos pagamentos acordados até o fim ou de enfrentar um calote, seja pelas mais diferentes razões. O circuito financeiro descrito permite se livrar do risco de inadimplência, mesmo que não seja completamente, pode ser parcialmente, por uma venda de determinado montante das debêntures em mãos. Nesse esquema, o banco possui três estágios de ganho: como estruturador das operações, como revendedor no mercado secundário e como recebedor dos dividendos, caso deseje gestar a manutenção desses papéis<sup>69</sup>.

Em um segundo momento, que podemos chamar de consolidação de mercado de debêntures, entre 2017 e o final da década, as posições das instituições financeiras, começaram a reordenar suas aplicações de forma a ganhar preponderância na obtenção de debêntures ICVM 476 (Gráfico 10, abaixo). Respondendo ao papel que os bancos se voltaram no pós-crise, intensificado pela condução da polícia macro-institucional feita pelo governo em 2016. Focando em investimentos de títulos com maiores riscos, que dialogam com a característica de crédito privado, em função da queda da taxa de juros.

Ao passo que os bancos após o *credit crunch* novamente recrudesceram as suas práticas conservadoras típicas, aplicando em ativos indexados. Esse novo alinhamento conservador dialoga com o abandono da posição de revenda e posse de ativos do estilo das debêntures 476 de seu portfólio, lógica que é endossada pela forma como as instituições

---

<sup>69</sup> Por Basileia emprestar ou adquirir uma debenture tem fatores de ponderação pelo risco similares. Sendo objetivamente maiores no caso das debêntures dada a parcela do risco de mercado. Só faz sentido a tesouraria comprar o papel se for revender rapidamente para algum fundo ligado ou para algum cliente obtendo um *spread* em cima da operação.

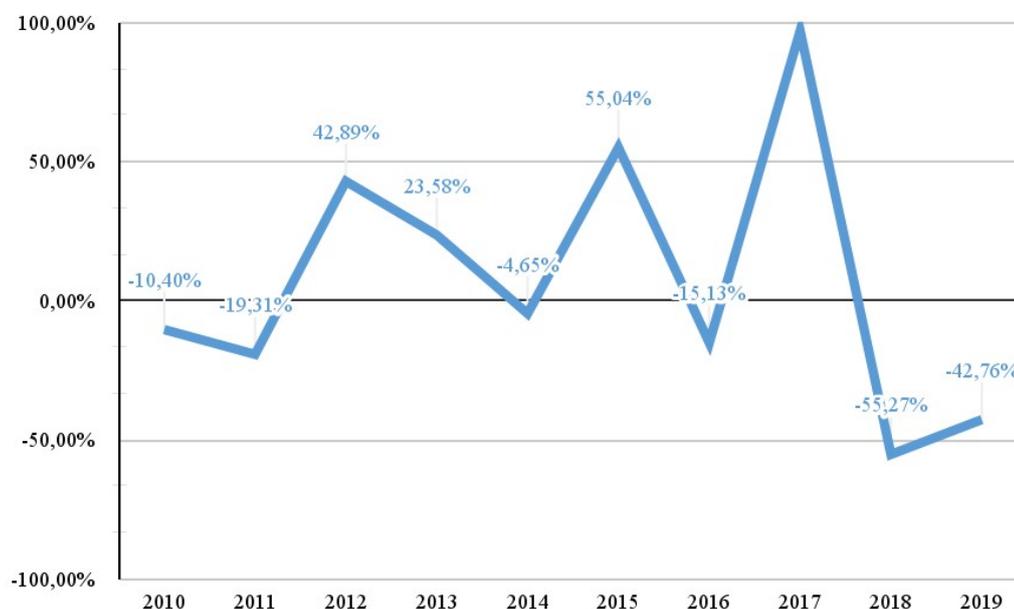
intermediárias e afins reduzem bruscamente sua participação no total das emissões, assim como promovem uma queda expressiva de sua obtenção no volume (real) de emissões (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020).

Resultado reiterado de como as fontes de rendimentos que se consolidaram ao longo da primeira década dos anos 2000 perderam seu dinamismo pela crise e falta da perspectiva de recuperação, enquanto os acordos de Basileia II e III contaram como reforços institucionais para uma posição de baixa exposição ao risco. As oportunidades de sustentar a lucratividade nesse novo cenário foram, por um lado, afuniladas pela nova legislação em vigor e, por outro, limitadas pelos mercados já explorados estarem enfraquecidos, colocando em xeque as possibilidades de negócios lucrativos para os bancos (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020).

O BNDES se direcionou para uma posição de menor destaque, com uma reorientação de sua política institucional, abrindo um vazio no mercado de créditos tendo em vista projetos de prazos mais longos, que poderiam ser saciados, em dada medida, através de debêntures; que dispunham de prazos de repactuação com diferencial significativo frente ao crédito corrente dos bancos, tornando-se ainda mais atrativo pelo custo menor da emissão, ao se valer da ICVM 476. Em que pese a posição do banco de desenvolvimento, ela contou com a redução de seus repasses e a criação de uma nova taxa de juros, a TLP em 2017, que eleva os juros base de suas linhas de financiamento (TORRES FILHO; MACAHYBA; MARTINS, 2021). Com isso, os empréstimos de médio e longo prazo tradicionalmente acessados pelas empresas minguaram. Em outras palavras, as companhias se viram “órfãs” dos meios de financiamento externo tradicionais em meio ao *credit crunch*, somado ao fato da trajetória cadente da taxa de juros, pressionando-as a se encaminharem ao mercado de capitais para obter recursos.

Nesse cenário, as debêntures 476 começaram a se mostrar atrativas para os investidores institucionais, pois as mesmas remuneram majoritariamente com base na taxa DI, sendo que algumas acrescidas de *spread*. A remuneração elevada tem o contraponto de sua alta maturidade e liquidez baixa, por ter um mercado secundário pouco desenvolvido e enfrentando restrições institucionais para a comercialização entre investidores qualificados, na maior parte das vezes. No gráfico abaixo pode-se perceber que o mercado secundário tem seu crescimento bastante errático ao longo dos anos, sendo que em 2017 alcançou um crescimento ímpar (Gráfico 12). Provavelmente dialogando com o abandono massivo dos bancos desses papéis, representado esse pico de negociações.

Gráfico 12: Taxa de Crescimento do Volume Médio Real de Negociação no Mercado Secundário de Debêntures (%) - 2010 a 2019



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA (2021)

\* Deflacionado a preços de 2019 com base no IPCA

Com a descompressão da presença dos intermediários no mercado de debêntures, a partir de 2017, e consequente dominação dos investidores institucionais, as taxas de repactuação presenciaram uma elevação. Assim como as taxas de crescimento tornaram-se mais expressivas ao fim da década. Indicando que o mercado primário sobre a égide dos intermediários e afins não permitiu o desenvolvimento pleno das potencialidades desse instrumento, em consonância com determinados fatores conjuntais, como as trajetórias da taxa de juros e do IPCA no início da década.

Podemos concluir que a medida que o fim do período de análise foi chegando, o *credit crunch* gerou alguns efeitos fundamentais para potencializar o mercado de debêntures entre 2017-2018. O primeiro foi a retração das concessões do crédito privado, com a retração dos bancos privados para aplicações tradicionalmente conversadoras, implicando na desocupação da dominância no mercado primário de debêntures. O segundo diz respeito à reversão da postura institucional do governo em fomentar o crédito, por diferentes linhas de financiamento, por meio de seus bancos.. As novas taxas aplicadas pelo BNDES, em particular, pressionaram as firmas a buscarem recursos nesse mercado, enquanto os investidores institucionais fizeram o seu movimento de entrada tendo em vista as rentabilidades elevadas oferecidas, a despeito da baixa liquidez dos mesmos.

### **3.4 Regulação, inovação, arbitragem regulatória: uma interpretação da experiência brasileira das debêntures 476**

Havendo completada a exposição do ocorrido na última década (2010-2019), quanto o desenrolar da trajetória do financiamento privado frente as mudanças regulatórias e a reconfiguração da participação dos bancos, que deu suporte a sua evolução. Cabendo a esta seção discutirmos como ocorrido pode ser entendido dentro do arcabouço teórico integrado, presente no Capítulo 1. Valendo-se dessa interpretação, nos permitirá obter conclusões mais profundas dos acontecimentos destacados.

Destaca-se dois tipos de legislação de maior importância do período. O primeiro responde a tríade dos Acordos de Basileia, com sua imposição de limites para aplicação do capital das instituições financeiras frente ao risco dos ativos adquiridos. O outro grupo é formado pela ICVM 476 e suas legislações correlatas. Cada um desses marcos regulatórios assume o papel de um paradigma no qual se estabelece as práticas financeiras. Adicionalmente temos o paradigma institucional-financeiro relacionado a oferta adversa de crédito privado nacional, ligado a uma especialização de fontes de financiamento entre bancos privados e públicos.

As firmas do setor bancário, tendo em mente os bancos privados, assumem uma relação específica com suas instituições reguladoras. Uma delas é o BCB, além da CVM, tendo em vista que essas instituições também atuam como intermediárias financeiras. A relação estabelecida entre as reguladoras e os bancos privados pode ser descrita em termos de um processo coevolucionário em que as reguladores modificam seus arcabouços regulatórios e, com isso, afetam a trajetória da evolução das firmas bancárias, que, por sua vez, tornam a afetar a evolução das reguladoras.

Entrando na caracterização de uma “corrida de armamentos coevolucionário” (SOLER, 2002, p. 224), em que as modificações das regulações, somadas aos demais efeitos do ambiente de seleção (o mercado), conduzem as firmas bancárias a sofrerem uma pressão seletiva assimétrica. Isso cria incentivos para que o ritmo de seu processo de inovação financeira seja mais rápido que as mudanças na legislação. O objetivo dos bancos, portanto, se traduz nas possibilidades de superação dos paradigmas regulatórios, para obter a fruição de quase-rendas extraordinárias.

Devemos agora entender como o setor bancário interagiu com cada paradigmas durante o período. Em primeiro lugar podemos discutir aquele ligado aos acordos de Basileia. Pela configuração do sistema bancário nacional estar condicionado com uma versão mais

conservadora de Basileia I – requerimentos de capital mínimo de 11% no país, contra 8% em nível internacional –, sua atuação foi de uma adaptação suave aos Acordos de Basileia II e III. Ao passo que esses acordos não foram encarados como um foco para transgressão, já que a tempestade que varreu o mercado financeiro global em 2008 não configurou ao longo dos anos apetites crescentes por operações de alto risco, que os infringissem, tendo em vista o desaquecimento da economia global minando constantemente as expectativas de lucro.

Quanto ao paradigma da ICVM 476, mesmo que sua difusão no mercado tenha sido rápida, já em 2010 superando as emissões ICVM 400 (Gráfico 1), a apropriabilidade do mesmo por parte das firmas e dos emissores demora mais tempo, já que a recorrência da emissão e da estruturação de suas operações, assim negociações no mercado, alimentam a *knowled base* das firmas, por conhecimentos advindos das práticas de *learning-by-doing* e *learning-by-use*, respectivamente.

Nesse primeiro momento, o novo marco suscitou a atenção dos agentes bancários privados. Apesar de seu padrão de comportamento voltado para a exploração das fontes de ganhos tradicionais, que gestava as suas posições dos seus portfólios para títulos públicos, crédito para pessoas físicas e crédito de curto prazo para as pessoas jurídicas.

A reconfiguração da abordagem dos bancos privados passou pela pressão exercida na mudança acentuada das posições de mercados pós-2008<sup>70</sup>, somadas à necessidade de obter um padrão de lucratividade que suas fontes tradicionais não poderiam gerar. Gerando assim uma “onda perfeita” de pressões seletivas que promoveu o surgimento de uma inovação financeira. Mas primeiro, os bancos tiveram que passar por uma reestruturação institucional, contando com a mudança na preferência por papéis menos líquidos, que se inserem em uma estrutura de financiamento de longo prazo para seus emissores. Também se coloca nesse contexto a possibilidade de os bancos contarem com fundos por eles administrados, dado o seu portfólio de serviços, como uma fonte de demanda por ativos de maior risco e rentabilidade, sem comprometer as posições proprietárias e de tesouraria.

O diálogo com o paradigma da ICVM 476 está na apropriação particular que os bancos instalaram sobre os processos de intermediação financeira sobre as emissões de debêntures. Ainda que aqui seu intuito não tenha sido o de romper o paradigma, mas sim de tencioná-lo ao máximo. O circuito financeiro criado, que se caracteriza pela posição de dominância na distribuição e compra no mercado primário, reforçou a consolidação do destaque das debêntures enquanto instrumento de financiamento corporativo. Os bancos ganharam controle sobre o processo de distribuição e comercialização

<sup>70</sup> Os bancos tinham perdido a fruição de uma inovação anterior, que era as emissões de debêntures de leasing, que foram proibidas pelo BCB; sendo criados como substitutos as LF.

Esse panorama não só implica em uma diversificação das fontes de rendimento dos bancos, mas promove um rompimento considerável com padrão de financiamento das empresas até então desenvolvido. Não se afigura enquanto um rompimento de uma magnitude maior, pois a forma como ele é conduzido não altera o *mix* de serviços bancários presente, já que se constrói a partir de um circuito próprio. Mas dialoga com o paradigma da oferta adversa de crédito

O *credit crunch* serviu como ponto de virada para reestabelecer as rotinas que respondem a uma situação de instabilidade, que a migração das aplicações para títulos indexados. A pressão desenvolvida em torno do mercado primário de debêntures e de sua estruturação, porém, permitiu em momento posterior que outros agentes se apropriassem do instrumento, levando ao desenvolvimento do mercado de debêntures em linhas mais convencionais, alinhadas à experiência internacional de mercado de capitais, após a redução da taxa de juros pós-2017

### **3.5 Conclusão**

Diante do exposto, pode-se entender que as relações que remontam os anos 90 tiveram perene reflexo em como toda a estrutura financeira desde então se consolidou em torno de um setor bancário concentrado, adverso a operações de longo prazo e voltado a aplicações em títulos indexados a qualquer sinal de desconforto com a situação apresentada.

Nos anos 2000 experimentou-se um período de expansão do crédito, respondendo ao caráter pro-cíclico do mesmo. Contudo, houve uma reversão com a crise de 2008. Desde então os bancos privados tem se mantido em posições conservadoras, com foco em uma preferência pela liquidez considerável. Já os bancos públicos ganharam recorrente destaque no pós-crise, para sustentar o nível do investimento e promover uma coesão em torno das políticas econômicas de cada período.

Na década de 2010 a 2019, porém, os bancos passaram a utilizar os mercados de debêntures 476 como importante inovação e dominaram suas operações até 2017, após o *credit crunch* forçar sua retirada. Mas esse instrumento marcou presença como uma importante válvula de escape para a procura de fundos, em um cenário macro-institucional adverso e com as fontes de crédito desmoronando. Sagrou-se, assim, como um das fontes de recursos de destaque nessa década, ganhando um perfil de longo prazo.

## CONCLUSÃO

O objetivo geral do presente trabalho foi analisar como a adoção da regulamentação de oferta de valores mobiliários com esforços restritos impactou a oferta de financiamento de longo prazo no Brasil, no período entre 2010 e 2019. Mais especificamente, o trabalho buscou avaliar, com base em um marco teórico neo-schumpeteriano e pós-keynesiano integrado, como o setor bancário brasileiro instrumentalizou a oferta com esforços restritos para promover meios de financiamento de longo prazo, com foco no mercado de debêntures.

Com vista a alcançar esse objetivo, começamos a exposição a partir da discussão teórica sobre como o sistema econômico pode se enquadrar dentro de uma analogia evolucionária. Isso implica em comungar com alguns princípios mais fundamentais, que passam pelo entendimento da não possibilidade do tempo retroagir e da não-ergodicidade, ambos estabelecendo uma relação de causalidade cumulativa com o processo de tomada de decisão dos agentes em meio a incerteza. Caracterizando o sistema econômico como um sistema complexo e em constante evolução.

Esse panorama serviu de base para aproximarmos duas matrizes teóricas, a neo-schumpeteriana evolucionária e a pós-keynesiana, que juntas amplificam o escopo do entendimento das relações econômicas. Ambas têm por elemento base da dinâmica econômica as inovações, que promovem incessantes mudanças nos arranjos produtivos das firmas, como nas relações financeiras dos agentes. Destacou-se aqui a interrelação entre o financiamento dos investimentos necessários à atividade inovativa, com a introdução de inovações pelo próprio sistema financeiro, que opera em relação as linhas definidas pelos diferentes paradigmas regulatórios. Mostrou-se que a instabilidade financeira, que é endógena ao sistema, responde às sucessivas tentativas de tencionar e explorar os paradigmas regulatórios pelos bancos.

O segundo capítulo buscou uma descrição detalhada da regulação de ofertas públicas no Brasil, abrangendo a distribuição pública e irrestrita, assim como as ofertas públicas com esforços restritos. Mostrou-se de que forma a inspiração dessa última regulação na legislação americana foi importante para conformá-la, bem como foi analisada a evolução desse marco regulatório ao longo do tempo. Ao descrever o rito convencional de oferta pública, percebeu-se que essa regulação exige uma grande destinação de recursos por parte de seus emissores, dado seus requisitos burocráticos de prestação de informação e tempo para análise das emissões. Com a criação da Instrução nº 476, da CVM, as ofertas tornaram-se mais baratas e

céleres, com a contrapartida de ter sua comercialização restrita a “investidores qualificados”, o que tornou-se prejudicial para as mesmas em termos de liquidez.

No terceiro capítulo remontamos as origens da estrutura contemporânea do sistema de crédito, que tem sua origem no Plano Real e nas políticas correlatas ao processo de estabilização econômica, que promoveram direta e indiretamente, a concentração do setor bancário nacional e a especialização do crédito de longo prazo para os bancos públicos. Esse tipo de arranjo foi reforçado pela estrutura da dívida pública, que permaneceu em grande medida indexada, atraindo a preferência da destinação dos recursos bancários, em prol da manutenção de crédito de curto prazo e a juros elevados.

Com a crise de 2008, a mudança começa com surgir pelo estrangulamento do *funding* destinado ao BNDES para sustentar o ritmo do investimento, assim como por uma cambiante posição conservadora dos bancos privados. A deterioração do mercado de crédito foi lenta, alcançando seu colapso em 2015. Em paralelo, a ICVM 476, publicada em 2009 começou a dominar as emissões de valores mobiliários, ganhando destaque para a performance das debêntures, quando a seu volume real e participação média ao longo de 2010-2019. Essas emissões foram captadas e instrumentalizadas pelos bancos: durante seu período de domínio como demandantes primários das ofertas, seja diretamente ou por meio de fundos de investimento ligados, tiveram baixo desempenho comparado com os anos em que houve mais diversidade de compradores no mercado primário.

Esses instrumentos, contudo, desempenharam um papel relevante enquanto instrumento de financiamento de prazo médio/longo, ao passo que a implosão do mercado de crédito em 2015, somado a revisão da atuação do BNDES em 2017, foi um importante suporte para esses ativos até o final da década. Em parte, isso se explica pela inevitabilidade do escasseamento de outras fontes de financiamento, que sujeitou as firmas que procuravam recursos a usar esse caminho. Em parte, a queda da taxa de juros reforçou a demanda por papéis, o que, num segundo momento, abriu espaço para entrada de outros investidores institucionais.

No presente ano, está sendo debatido um novo marco regulatório que busca unificar a ICVM 476 e a ICVM 400 em um único corpo legal, assim como acionar modificações que permita facilitar as condições de obtenção de recursos, como a ampliação dos emissores e investidores nas ofertas públicas com esforços restritos, assim como outros expediente que tem o intuito de baratear e facilitar as emissões. O presente trabalho teve o intuito de destacar a importância do mercado de debêntures como meio para financiar recursos de prazo mais longos para as firmas. A hipótese investigada, que a adoção do dispositivo da oferta com

esforços restritos reconfigurou de forma significativa o modo que as instituições financeiras ofertam e as empresas obtêm financiamentos de longo prazo no Brasil, foi verificada. Dessa forma, o debate em prol do desenvolvimento desse mercado, tendo em vista seu papel cada vez mais central como meio de financiamento, mantém-se na ordem do dia.

## REFERÊNCIAS

- ALEM, A. C.; CAVALCANTI, C. E. O BNDES e o apoio à internacionalização das empresas brasileiras: algumas reflexões. *Revista do BNDES*, v. 12, n. 24, p. 43–76, 2005.
- ALEM, A. C.; GIAMBIAGI, F. O BNDES em um Brasil em Transição., 2010.
- AMBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em: < [https://www.ambima.com.br/pt\\_br/pagina-inicial.htm](https://www.ambima.com.br/pt_br/pagina-inicial.htm)>. Acesso em 7 de Julho de 2021.
- BCB – Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/>> . Acesso em 7 de Julho de 2021.
- BUCH, C.; DAGES, B. G. Structural changes in banking after the crisis. Berlin: [s.n.].
- BURLAMAQUI, L.; KREGEL, J. Innovation, competition and financial vulnerability in economic development. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 2, p. 5–22, abr. 2005.
- CAMPOS, B. C. D. Mercado secundário de debêntures brasileiro: uma análise dos determinantes que afetam o preço de negociação. [s.l.] Insper, 2018.
- CARVALHO, F. J. C. DE; HERMANN, J.; SOBREIRA, R. COMPORTAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS: PERSPECTIVAS TEÓRICAS. In: SUBPROJETO: MERCADO DE TÍTULOS BRASILEIRO EQUIPE: IE/UFRJ COORDENAÇÃO: FERNANDO J. CARDIM DE CARVALHO (IE/UFRJ. Campinas: [s.n.].
- CARVALHO, F. J. C. DE. Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy. *The Economic Journal*, v. 103, n. 420, p. 1317, set. 1993.
- CAVERZASI, E.; TORI, D. The Financial Innovation Hypothesis: Schumpeter, Minsky and the sub-prime mortgage crisis. LEM Papers Series, 22 nov. 2018.
- CEMEC. Em 2017 E 2018 Mercado De Dívida Corporativa É a Principal Fonte Empresas Brasileiras. p. 12, 2019.
- COELHO, FÁBIO ULHOA. Manual de direito comercial. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br>> Acesso em 7 de Julho de 2021.
- CVM. Debêntures. [s.l: 2008].
- CVM. EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA No 05/2008. Rio de Janeiro: 2008.

- CVM. INSTRUÇÃO CVM No 511. Rio de Janeiro: 2011.
- CVM. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019b.
- CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil: uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. p. 1–111, 2019a.
- CVM. RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM : Audiência Pública no 05/2008. Rio de Janeiro: 2008.
- DE SOUZA-SANTOS, E. R.; COSTA, A. D. As características da estrutura financeira brasileira e a trajetória de industrialização. *Nova Economia*, v. 24, n. 2, p. 243–264, 2014.
- DIAS, L. C.; LENZI, M. H. Space reorganization of banking chains in Brazil: Adaptative and innovative processes. *Caderno CRH*, v. 22, n. 55, p. 97–117, 2009.
- Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs60.htm>>. Acesso em: 13 nov. 2020.
- EIZIRIK, N. et al. Mercado de Capitais - Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- FILGUEIRAS, L. História do Plano Real. São Paulo: Boitempo Editorial, 2000.
- FREITAS, M. C. P. DE. Financiamento das Corporações - perspectivas do desenvolvimento brasileiro. In: CINTRA, M. A. M. C.; SILVA FILHO, E. B. DA (Eds.). . Financiamento das Corporações - perspectivas do desenvolvimento brasileiro. Brasília: Ipea, 2013. v. 3.
- FREITAS, M. C. P. DE. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, v. 23, n. 66, p. 125–145, 2009.
- FRIEDMAN, M. A metodologia rui economia positiva. *Edições Multiplic*, 1 (3), fev. 1981
- GALEANO, E. V.; FEIJÓ, C. Crédito e crescimento econômico: evidências a partir de um painel de dados regionais para a economia brasileira nos anos 2000. *Revista econômica do Nordeste*, v. 43, n. 2, p. 201–220, 2012.
- GODKE VEIGA, M.; DE MELLO PEDREIRO, M. Ofertas de valores mobiliários com esforços restritos de colocação (Securities Offerings with Restricted Distribution Efforts in Brazil). v. 07, p. 1–18, 1 jun. 2012.
- HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 31, n. 3, p. 397–414, 2011.
- HODGSON, G. “Darwinism in Economics: from analogy to ontology”. *Journal of Evolutionary Economics*, 12(3), jul, 2002.

- HODGSON, G. M. G. M. The evolution of institutional economics. London: Routledge Taylor and Francis Group, 2004.
- HOLLAND, M.; YANAKA, G. Basiléia II e Exigência de Capital para Risco de Crédito dos Bancos no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, v. 8, n. 2, p. 167, 2010.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Experiments in Environmental Economics*, v. 1, p. 143–172, 27 abr. 1979.
- KALECKI, M. Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- KEYNES, John M. A teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro. São Paulo: Atlas, 1982.
- KREGEL, JAN A.; TONVERONACHI, MARIO. "Fundamental principles of financial regulation and supervision," Working papers wpaper29, Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project, 2014
- LEITE JUNIOR, C. A. Uma análise do PROER 20 anos depois. Brasília: Universidade de Brasília, 29 dez. 2016.
- LIMA, T. D.; DEUS, L. N. A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira. *Revista Cadernos de Economia*, v. 17, n. 32, p. 52–65, 2013.
- MACEDO E SILVA, A. C. Macroeconomia sem Equilíbrio: Dois Ensaio e um Livro-Texto. Campinas: [s.n.], 1994.
- MACEDO E SILVA, A. C. Macroeconomia sem equilíbrio. Petrópolis: Vozes, 1999.
- MARTINS, N. M. REGULAÇÃO DO MERCADO DE DERIVATIVOS FINANCEIROS: uma análise crítica das reformas pós-2008 à luz da experiência brasileira (1979-2017). [s.l.] Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2019.
- MENDONÇA, A. R. R. DE; DEOS, S. Regulação Bancária: Uma Análise De Sua Dinâmica Por Ocasão Dos Dez Anos Da Crise Financeira Global. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 24, n. 2, p. 1–26, 2020.
- MINSKY, H. P. Estabilizando uma Economia Instável. Osasco: Novo Século, 2010.
- MINSKY, H. Schumpeter: Finance and Evolution. Hyman P. Minsky Archive, 14 jul. 1988.
- MOREIRA, M. M. A indústria brasileira nos anos 90: o que já se pode dizer? In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. (Eds.). A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999a.
- MOREIRA, M. M. A Reestruturação da Economia. A economia brasileira nos anos 90. O que já se Pode Dizer?, p. 293–332, 1999b.

- NELSON, R.; WINTER, S. Uma Teoria Evolucionária da Mudança Econômica. São Paulo: Editora Unicamp, 2012
- OLIVEIRA, A. N. C. DE. Neoliberalismo durável: o Consenso de Washington na Onda Rosa Latino-Americana. *Opinião Pública*, v. 26, n. 1, p. 158–192, 2020.
- OREIRO, J. L. DA C. Do Tripé Macroeconômico ao Fracasso da Nova Matriz. n. May, 2015.
- OREIRO, J. L.; FEIJÓ, C. A. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 30, n. 2, p. 219–232, 2010.
- PALMITER, A. R. *Examples & Explanations for Securities Regulation*. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.
- PAULA, L. F. DE; ALVES JÚNIOR, A. J. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 24, n. 2, p. 1–32, 7 ago. 2020.
- PAULA, L. F. DE; ALVES JÚNIOR, A. J. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 24, n. 2, p. 1–32, 7 ago. 2020.
- PAULA, L. F. DE; FARIA JR, J. A. DE. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 16, n. 1, p. 107–137, jan. 2012.
- PAULA, L. F. DE; OREIRO, J. L.; BASILIO, F. A. C. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: O papel dos bancos públicos federais. *Nova Economia*, v. 23, n. 3, p. 473–520, 2013.
- PAULA, L. F. DE; PIRES, M. Crise e perspectivas para a economia Brasileira. *Estudos Avancados*, v. 31, n. 89, p. 125–144, 2017.
- PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. *Revista do BNDES*, n. 33, jun. 2010.
- PONDÉ, J. L. (2005), Instituições e Mudança Institucional: uma Abordagem Schumpeteriana, *Revista da Anpec*, vol. 6, nº1.
- POSSAS, M. L. A Dinâmica da Economia Capitalista: uma abordagem teórica. S. Paulo: Brasiliense, 1987.
- POSSAS, Mario Luiz. Economia evolucionária neo-schumpeteriana: elementos para uma integração micro-macrodinâmica. *Estud. av.*, São Paulo , v. 22, n. 63, p. 281-305, 2008 . Available from <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-)

40142008000200021&lng=en&nrm=iso>. access on 23 Dec. 2019.  
<http://dx.doi.org/10.1590/S0103-40142008000200021>.

PRATES, D. M. .; CINTRAM, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90 | Economia e Sociedade. *Economia e Sociedade*, v. 9, n. 2, p. 85–116, 15 dez. 2000.

PUGA, F. P. Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, mar. 1999. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/13510>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

RODRIGUES, C. F. S.; FILHO, R. S.; PEREIRA, W. E. N. Perspectivas para a indústria brasileira do primeiro decênio dos anos 2000 : uma revisitação ao passado como subsídio à análise. p. 59–86, 2017.

ROSENBERG, N. *Inside the Black Box: Technology and Economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1983.

ROSSI, P. Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2016.

SALOTTI, Bruno Meirelles; SANTOS, Ariovaldo dos. RETENÇÃO DE LUCROS VERSUS INVESTIMENTOS: AS COMPANHIAS ABERTAS DO MERCADO BRASILEIRO ESTÃO CUMPRINDO AS NORMAS LEGAIS?. *Revista de Informação Contábil*, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 44-65, jan. 2010. ISSN 1982-3967. Disponível em: <<https://periodicos.ufpe.br/revistas/ricontabeis/article/view/7881>>. Acesso em: 23 jun. 2021. doi:<https://doi.org/10.34629/ric.v3i4.44-65>.

SÁNCHEZ, M. Financial Innovation and the Global Crisis. *International Journal of Business and Management*, v. 5, n. 11, 2010.

SCHUMPETER, J. A. *Capitalismo, socialismo e democracia*. São Paulo: Editora Fundo de Cultura, 1961.

SCHUMPETER, Joseph Alois. *Capitalismo, socialismo e democracia*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1991.

SICSU, J. BRASIL: É UMA DEPRESSÃO, NÃO FOI APENAS UMA RECESSÃO. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 23, n. 1, 15 abr. 2019.

SIFFERT FILHO, N.; SOUZA, C. As Grandes Empresas nos Anos 90: Respostas Estratégicas a um Cenário de Mudanças. p. 375–410, 1999.

- SOBREIRA, R.; MARTINS, N. M. Os Acordos de Basiléia e bancos de desenvolvimento no Brasil: uma avaliação do BNDES e do BNB. *Revista de Administração Pública*, v. 45, n. 2, p. 349–376, 2011.
- SOLER, M. C. Coevolución. In: *EVOLUCIÓN : La base de la Biología*. Madrid: [s.n.].
- TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial: Títulos de Crédito Vol. 2*. São Paulo: Atlas, 2017.
- TORRES FILHO, E. T. Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas. *Revista do BNDES*, v. 13, n. 25, p. 35–50, jun. 2006.
- TORRES FILHO, E. T.; MARTINS, N. M. Regulação Financeira em Minsky: Restrição de Sobrevivência, Instabilidade Financeira e Regulação Dinâmica Minsky on Financial Regulation: Survival Constraint, Financial Instability and Dynamic Regulation. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>>. Acesso em: 4 maio. 2022.
- TORRES FILHO, E.; MACAHYBA, L.; MARTINS, N. M. Crédito Corporativo de Longo Prazo no Brasil: do BNDES à Intermediação Privada? Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/352192050\\_Credito\\_Corporativo\\_de\\_Longo\\_Prazo\\_no\\_Brasil\\_do\\_BNDES\\_a\\_Intermediacao\\_Privada?channel=doi&linkId=60be373c92851cb13d889c25&showFulltext=true](https://www.researchgate.net/publication/352192050_Credito_Corporativo_de_Longo_Prazo_no_Brasil_do_BNDES_a_Intermediacao_Privada?channel=doi&linkId=60be373c92851cb13d889c25&showFulltext=true)>. Acesso em: 18 ago. 2021.
- VANBERG, V. Rational choice, rule-following and institutions: An evolutionary perspective. In: MÄKI, U. (Org.). *Rationality, institutions & economic methodology*. Londres: Routledge, 1993.