

# Nota CEMEC-FIPE 02/2024: Mercado de Capitais é a Principal Fonte de Financiamento das Empresas Brasileiras no Mercado Doméstico<sup>1</sup>

CEMEC – CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS DA FIPE (\*)

## 1 Sumário

Nos últimos dez anos, a composição das fontes de financiamento das empresas brasileiras no mercado doméstico tem apresentado fortes mudanças, caracterizadas principalmente pelo aumento de participação dos recursos captados com a emissão de títulos de dívida do mercado de capitais. A participação do saldo desses recursos no exigível financeiro consolidado de todas as empresas, que era de 21,5% em 2012, praticamente dobrou para 42,4% em dezembro de 2023. Ao mesmo tempo, a participação do saldo de recursos de crédito bancário de recursos livres tem queda de 42,8% para 37,0% e o saldo de recursos tomados no BNDES tem redução de 28,2% para 10,2%.<sup>2</sup>

Uma análise da evolução dos desembolsos do BNDES e das emissões de ações e de dívida do mercado de capitais, as duas principais fontes de financiamento de médio e longo prazo do mercado doméstico, leva à identificação de dois períodos distintos no período mais longo de 2005 a 2023, caracterizados pela predominância de uma ou

de outra fonte. No primeiro período, que vai de 2005 a 2015, a predominância é do BNDES, reforçada com a oferta de grande volume de financiamento a taxas subsidiadas com recursos do Tesouro, dos quais cerca de 73% foram destinados a empresas grandes, empresas que em geral têm condições para acessar o mercado de capitais. Parece razoável supor que muitas dessas empresas teriam dado preferência ao financiamento com taxas de juros inferiores às que seriam obtidas com emissões no mercado de capitais.

Existem indicações de que outro fator contribuiu para inibir as emissões de ações e títulos de dívida do mercado de capitais no período de 2012 a 2016, representado pela acentuada elevação das taxas de juros e do custo de capital próprio. Já a partir de 2017, com a acentuada redução da oferta de financiamentos subsidiados e a queda das taxas de juros observou-se acelerado crescimento dos recursos captados no mercado de capitais. Na média dos últimos três anos, a participação da captação líquida de recursos de dívida

do mercado de capitais respondeu por mais de 60% da captação líquida total<sup>3</sup> de recursos de todas as empresas brasileiras no mercado doméstico. .

Verifica-se que o aumento de importância do mercado de capitais no sistema financeiro brasileiro está alinhado com as tendências observadas em todo o mundo no processo de desenvolvimento do sistema financeiro.<sup>4</sup> Embora não seja objetivo desta Nota realizar uma avaliação mais abrangente da funcionalidade do mercado de capitais brasileiro, seus benefícios e limitações, existem razões para acreditar que os padrões de transparência e governança das empresas participantes desse mercado criam condições para aumentar a eficiência econômica da alocação de recursos, contribuindo assim para elevar a eficiência funcional do sistema financeiro brasileiro.<sup>5</sup> Existe um numeroso conjunto de trabalhos que cobrem vários países e longos períodos de tempo os quais indicam uma relação positiva e por vezes causal entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico.<sup>6</sup>

## 2 O Padrão de Financiamento das Empresas Brasileiras Tem Forte Mudança nos Últimos Dez Anos

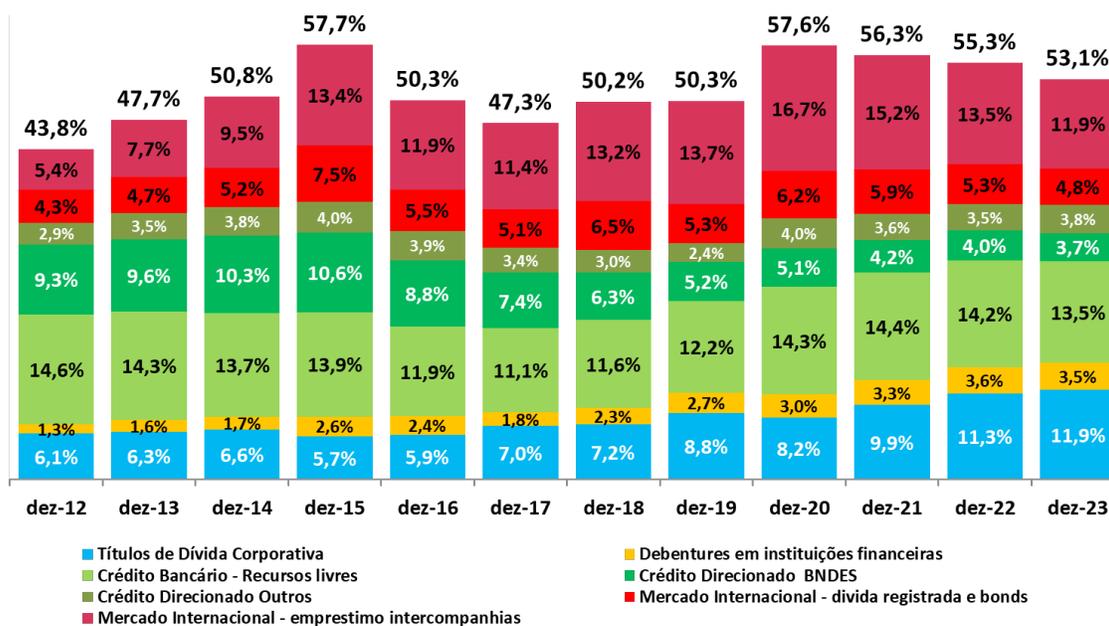
Uma análise da evolução do exigível financeiro consolidado de todas as empresas não financeiras brasileiras em relação ao PIB mostra que nos últimos dez anos a alavancagem agregada dessas empresas apresenta variações, mas sem apresentar tendência clara, como se vê no Gráfico 1.

A maior mudança de composição porcentual das várias fontes de recursos ocorre no mercado doméstico, como se vê no Gráfico 2. A comparação desses por-

centuais entre 2012 e 2023 revela que os principais movimentos de redução de participação ocorrem com o BNDES, de 21,2% para 7,1%, e com o saldo de crédito de recursos livres de 33,3% para 25,4%, em favor do aumento da participação do saldo de títulos de dívida do mercado de capitais, de 16,7% para 29,1% nesse mesmo período.

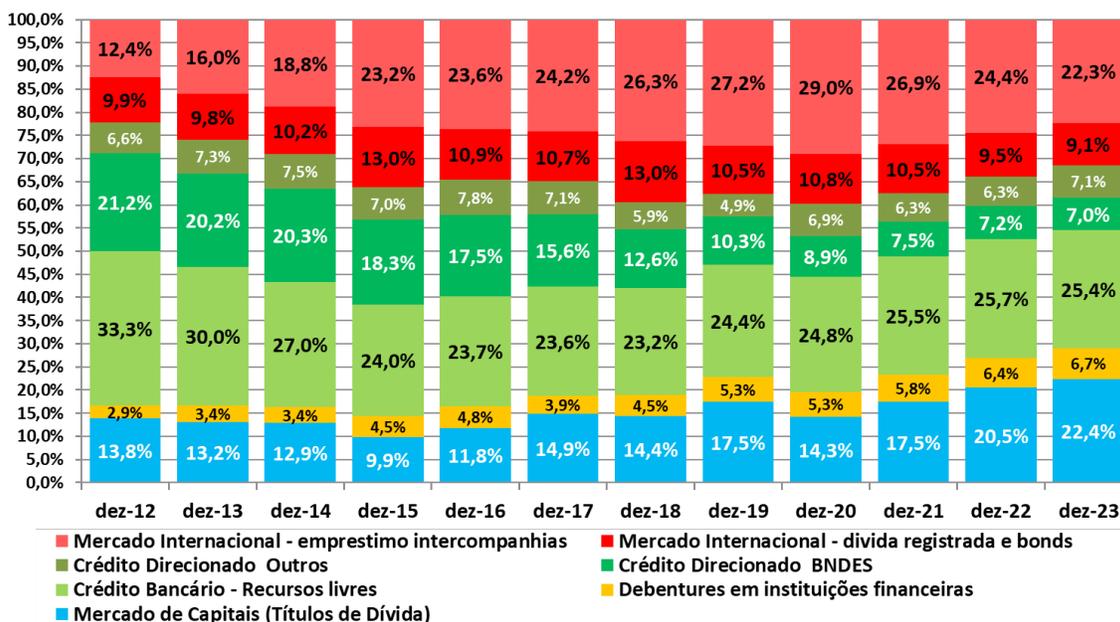
A elevação da participação do saldo de recursos captados no mercado internacional de 22,3% em 2012 para 31,4% em dezembro de 2023 combina a elevação do saldo em moeda estrangeira e da taxa de câmbio, como se observa no Gráfico 3.

Gráfico 1 – Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras - % do PIB



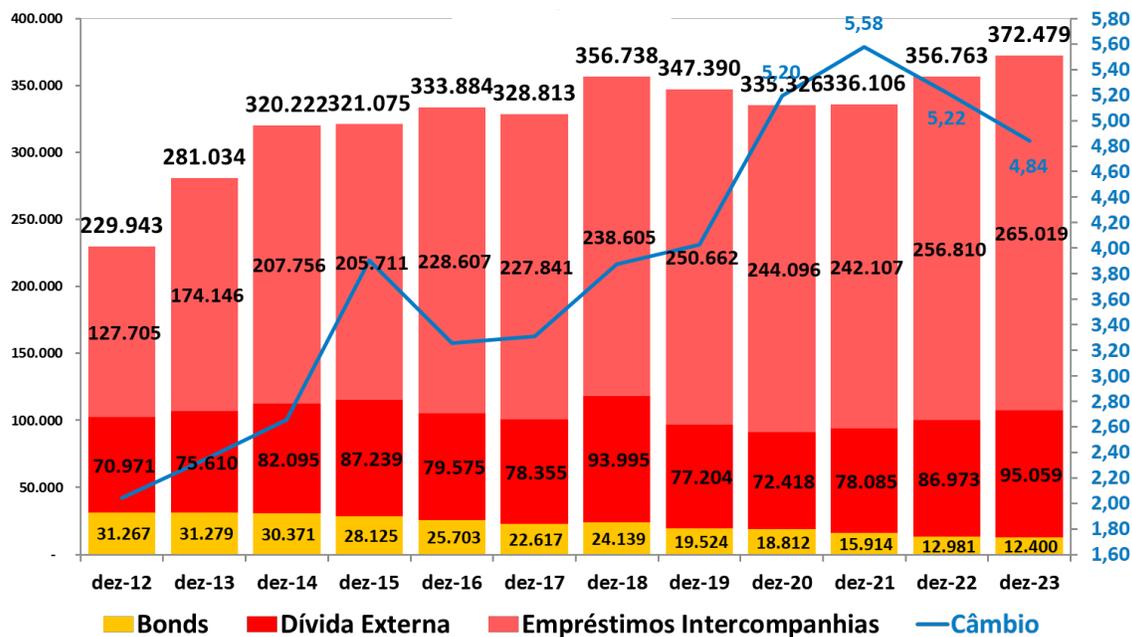
Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

Gráfico 2 - Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras - Composição



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

Gráfico 3 - Exigível Financeiro Externo de Pessoas Jurídicas Não Financeiras – em US\$ Milhões



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

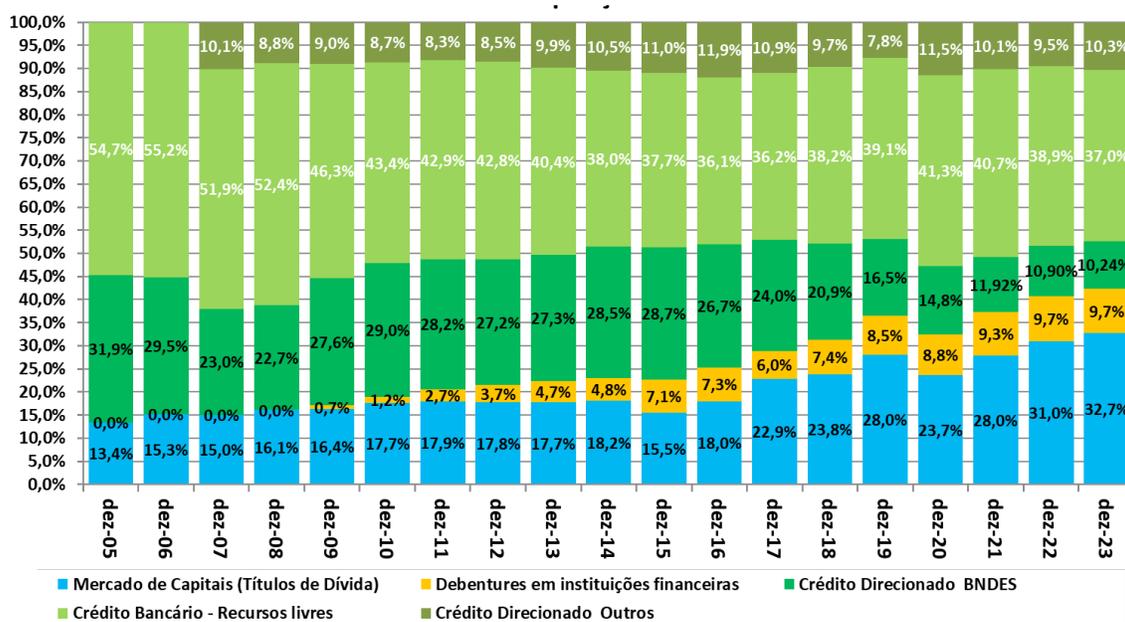
O saldo de dívida em moeda estrangeira elevou-se de US\$ 229,9 bilhões em 2012 para a média de cerca de US\$ 335 bilhões no período de 2014 a 2021, mas sua participação no exigível financeiro das empresas reflete também o aumento da taxa de câmbio, de R\$ 2,66 em 2014 para R\$ 5,58 em 2021. Por sua vez, a queda da taxa de câmbio para R\$ 4,94 em 2023 modera o crescimento da dívida para US\$ 372,5 bilhões em dezembro de 2023.

O aumento de participação do saldo de recursos de dívida tomados no mercado de capitais no total do exigível financeiro de todas as empresas no mercado doméstico é apresentado no Gráfico 4. No período de 2012 a 2023, a parcela do exigível financeiro representada por títulos de dívida do mercado de capitais quase dobra, de 21,5% para 42,4%, ocupando o espaço da redução de participação do BNDES, de 27,2% para

10,2% e do crédito de recursos livres, de 42,8% para 37,0% no mesmo período. O aumento da participação de títulos de dívida do mercado de capitais no exigível financeiro das empresas, entre 2012 e 2023, de 21,5% para 42,4% pode ser decomposto numa parcela desses títulos colocada junto a investidores não financeiros, que aumenta de 17,8% para 32,7%, e uma parcela colocada em instituições financeiras que se eleva de 3,7% para 9,7%.

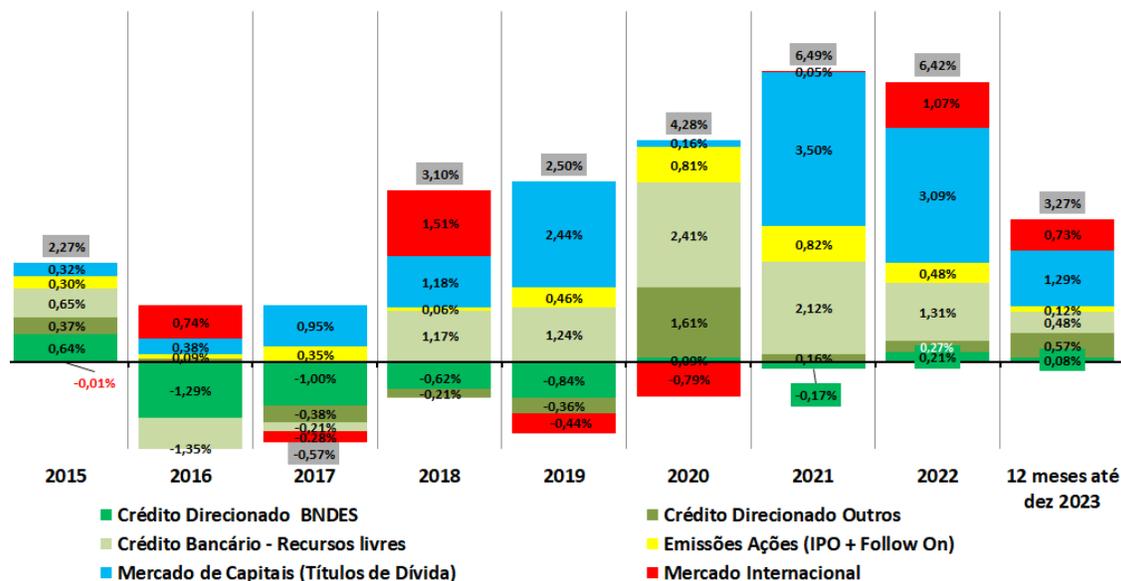
A dinâmica de mudança das fontes de financiamento das empresas brasileiras é mais bem observada a partir dos dados que refletem os fluxos de captação líquida de recursos de cada fonte. O Gráfico 5 mostra essas estimativas de cada fonte de recursos de dívida, calculadas pela diferença de saldos entre duas datas, além de apresentar o valor das emissões primárias de ações, tudo como porcentagem do PIB.<sup>7</sup>

Gráfico 4 - Exigível Financeiro Doméstico de Pessoas Jurídicas Não Financeiras - Composição



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

Gráfico 5 – Emissão de Ações e Captação Líquida por Diferença de Estoques: Mercado de Capitais, Desembolsos BNDES, Crédito Recursos Livres, Outros Direcionados e Mercado Internacional - % do PIB



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemeç-Fipe.

O crescimento da participação da captação líquida de recursos de dívida do mercado de capitais foi interrompido em 2020 face aos impactos da pandemia e à forte expansão de crédito bancário acompanhada de acentuada redução da taxa de juros, como resultado das medidas emergenciais adotadas pelo Bacen em março daquele ano. Entretanto, fica evidenciada a tendência de aumento da participação dessa fonte de recursos no financiamento das empresas ao longo de todo o período de 2015 a 2023. A partir de 0,62% do PIB em 2015, os recursos líquidos captados no mercado de capitais na forma de dívida ou de ações atingem 4,32% do PIB em 2021, 3,57% em 2022 e 1,41% em 2023. Nos anos de 2021 e 2022, os recursos líquidos captados pelas

empresas no mercado de capitais representam cerca de 2/3 da captação líquida das fontes domésticas de recursos, participação essa que se reduz a 55% em 2023, configurando participação média superior a 60% nesse período de três anos.

Além do aumento de eficiência da alocação de recursos<sup>8</sup> com melhor qualidade das informações disponibilizadas ao mercado para avaliação de risco e retorno,<sup>9</sup> destaca-se o incentivo à adoção de melhores padrões de governança corporativa e transparência por parte das empresas. Os custos de transação são significativamente reduzidos no mercado de capitais ao transformar os contratos de financiamento e participações de capital em instrumentos financeiros padroniza-

dos (*commodities*), processo que facilita também a digitalização das informações e das operações. Mercados secundários ativos e líquidos promovem a precificação de empresas e instrumentos de dívida, ao mesmo tempo que o funcionamento de mercados de derivativos favorece a mensuração, alocação e diversificação de riscos.

Na Tabela 1, verifica-se que a parcela de recursos de financiamento alocada em condições de mercado, em operações de crédito de recursos livres e títulos de dívida do mercado de capitais se eleva de 61,4% em 2016 para mais de 79% em 2023. A maior parcela desse aumento tem origem no aumento de 16,30 p.p. do saldo de títulos de dívida no mercado de capitais.

Tabela 1

FONTE DE RECURSOS	dez/16	dez/23	VARIAÇÃO p.p.
1. Crédito direcionado	38,60%	20,85%	-17,75%
2. Crédito recursos livres	36,10%	37,56%	1,46%
3. Títulos de dívida corporativa	25,30%	41,60%	16,30%
<b>Alocados pelo mercado (2+3)</b>	<b>61,40%</b>	<b>79,15%</b>	<b>17,75%</b>
<b>Soma</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	

Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

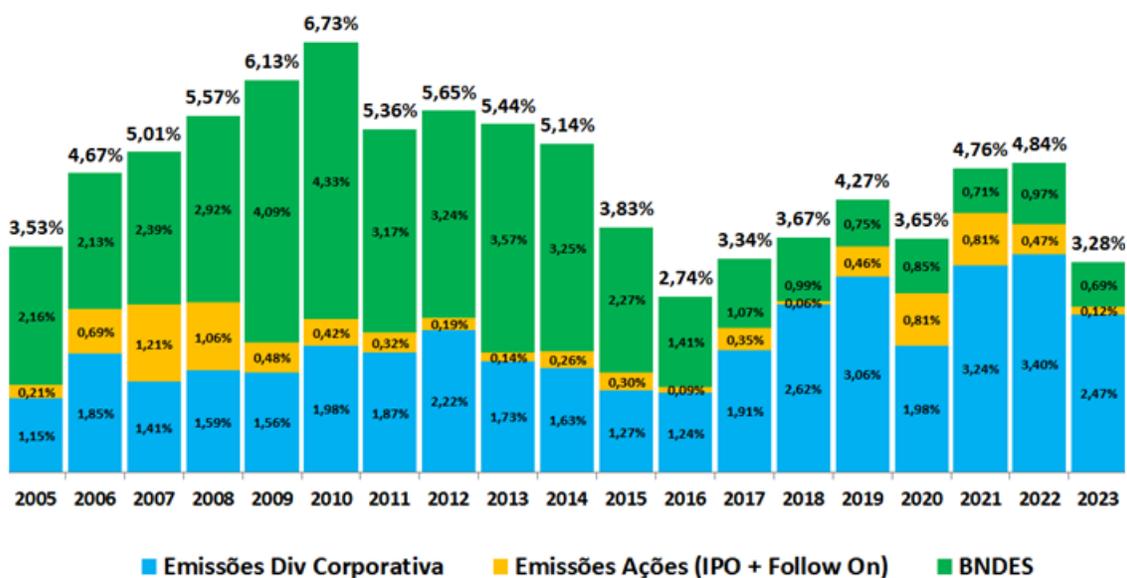
### 3 Mudanças de Participação do BNDES e Mercado de Capitais Como Fontes de Recursos de Médio e Longo Prazos

Além dos recursos do Sistema Financeiro da Habitação, dirigidos ao financiamento da incorporação imobiliária e da compra de imóveis com recursos

dos depósitos de poupança e do FGTS, e do financiamento de investimentos do crédito rural, o mercado de capitais e o BNDES são as principais fontes domésticas de financiamento de recursos de médio e longo prazos.

No Gráfico 6, é apresentada a evolução dos desembolsos do BNDES e dos recursos captados no mercado de capitais por emissões de ações e instrumentos de dívida no período de 2005 a 2023, e a soma desses dois componentes como porcentagem do PIB de cada ano.<sup>10</sup> É ilustrativo registrar a mudança de participação das duas fontes de recursos entre 2010 e 2012, os dois anos em que a soma das duas fontes apresenta os maiores percentuais do PIB, de 6,73% e 5,67%, respectivamente. Em 2010, o BNDES responde por 4,33% do PIB, equivalente a 65% do total, enquanto em 2022 os recursos do mercado de capitais atingem 4,84% do PIB e participam com 80% do total. Em 2023, a participação mercado de capitais se mantém próxima dos 80%.

Gráfico 6 – Emissões Mercado de Capitais e Desembolsos BNDES – em % do PIB



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3, BNDES – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

A observação do Gráfico 6 mostra que após o salto de 2005 para 2006, as emissões de ações e de títulos de dívida do mercado de capitais mantêm nível relativamente estável até 2012, liderado inicialmente pelas ações até 2008 e depois por emissões de dívida. Daí por diante, segue-se uma tendência de queda acentuada nas emissões do mercado de capitais, somente revertida a partir de 2017. É interessante levantar algumas hipóteses sobre os fatores que podem ter determinado esses movimentos.

#### a) Condições de crescimento do mercado de capitais

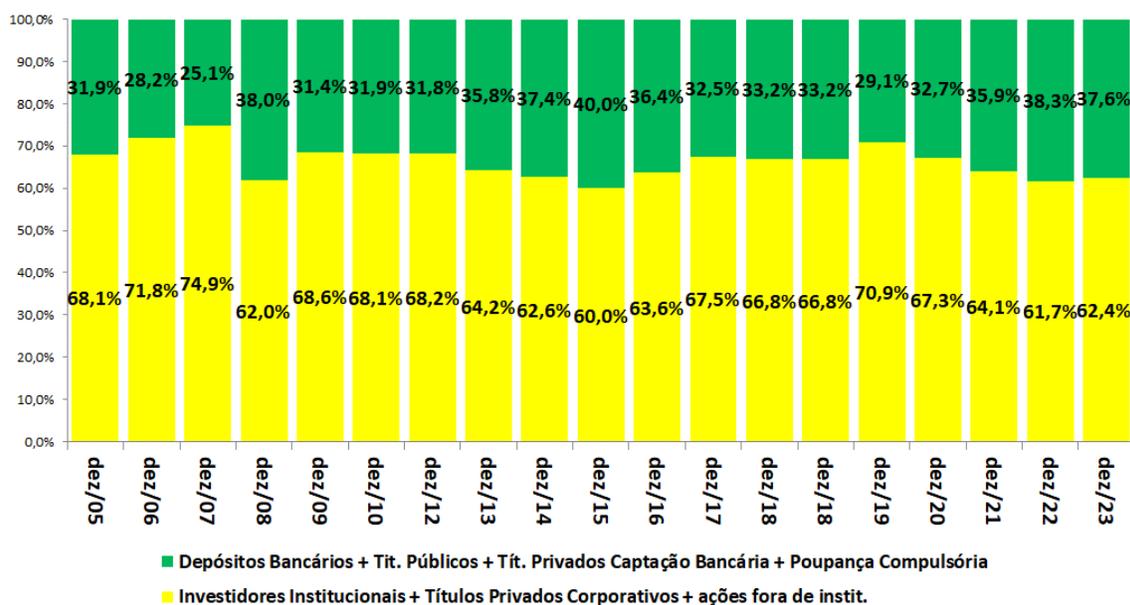
Aparentemente, o mercado de capitais já apresentava condições favoráveis de crescimento em períodos anteriores a 2012. Uma hipótese é que a queda de emissões a partir de 2012 até 2016 teria sido o resultado da expansão da oferta de recursos de financiamento do BNDES a taxas subsidiadas e da acentuada elevação das taxas de juros de mercado ocorrida nesse mesmo período.

Pelo menos dois fatores sustentam a hipótese de que o mercado de capitais já apresentava condições de crescimento anteriormente a 2012:

i) *Instrumentos e veículos do mercado de capitais já respondiam por mais de 60% da mobilização de poupança financeira*

Como se vê no Gráfico 7, em amarelo, a participação dos instrumentos e veículos do mercado de capitais, representados pelos saldos de ativos financeiros dos investidores institucionais<sup>11</sup> somados ao saldo de títulos de dívida e ações detidos por outros investidores não financeiros, já respondia por mais de 2/3 do saldo total de ativos financeiros em 2005 e nos anos seguintes, e tem mantido participação superior a 60% até os dias atuais. Em verde é representada a participação conjunta dos saldos depósitos bancários, títulos de captação bancária e títulos públicos, detidos por investidores não financeiros, além de saldos de fundos de poupança compulsória. (FGTS, FAT).

Gráfico 7 – Instrumentos e Veículos de Mobilização de Poupança Financeira - % do Total



Fonte: BACEN, ANBIMA, B3 – Contas financeiras e elaboração Cemec-Fipe.

*ii) Avanços da governança corporativa e da regulação de instrumentos e veículos do mercado de capitais*

A partir do Novo Mercado da BOVESPA em 2000, com a promoção de melhores padrões de governança corporativa e dos avanços regulatórios realizados pela CVM nos anos seguintes, foram criadas algumas condições básicas para o desenvolvimento do mercado de capitais.<sup>12</sup> Ao lado da criação de novos instrumentos e veículos de mobilização e alocação da poupança, produto também da cooperação entre entidades privadas e a CVM<sup>13</sup>, foram realizados importantes avanços na regulação e na autorregulação do mercado.

Entretanto, apesar desses avanços e da consolidação de infraestruturas de mercado, o mercado de capitais estagnou pelo menos até 2016, como fica evidenciado em vários trabalhos que identificam algumas das condições adversas nesse período.<sup>14</sup> Embora a participação de veículos e instrumentos do mercado de capitais na mobilização de poupança financeira já fosse dominante até 2012, como se vê no Gráfico 7, sua participação no

financiamento das empresas era muito menor que a das outras fontes de financiamento do mercado doméstico, apesar de mostrar crescimento continuado desde o início do período analisado.

Como se observa no Gráfico 4, a participação do saldo de títulos de dívida colocados no mercado, depois de algum crescimento no período de 2005 a 2010, se manteve praticamente estável entre 2010 e 2016 em torno de 17% a 18%, acelerando daí por diante até atingir 31,7% em 2023. Nesse último ano, considerando também o saldo de valor das debêntures na carteira de instituições financeiras, a participação da dívida privada do mercado de capitais atinge 42,4%, porcentual superior aos 37,6% do saldo de dívida de crédito bancário de recursos livres.

#### **4 Fatores Condicionantes da Evolução do Mercado de Capitais**

Existem pelo menos dois fatores que podem ter influenciado nos ciclos de retração e crescimento do mercado de capitais, ligados ao volume de oferta de recursos de finan-

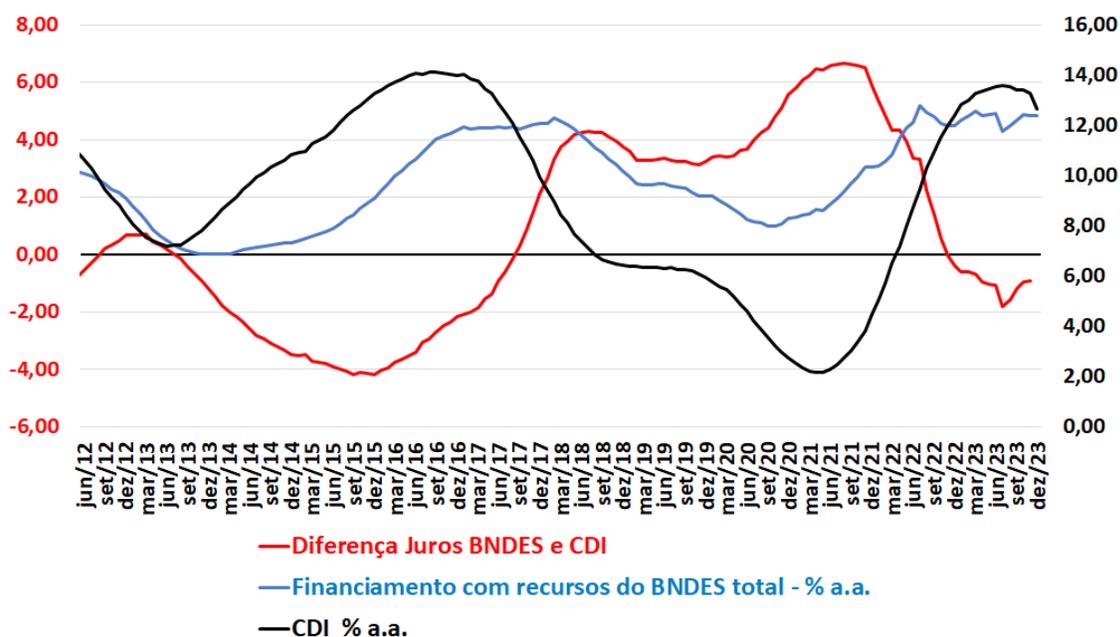
ciamento a taxas subsidiadas do BNDES e aos movimentos de elevação e queda das taxas de juros de mercado.

##### *a) Posicionamento do BNDES*

Embora estudos mais detalhados sejam necessários<sup>15</sup>, parece razoável admitir que as empresas tenham dado preferência à realização de operações de financiamento com o BNDES em relação às operações de dívida no mercado de capitais, no período em que suas taxas de juros subsidiadas eram significativamente inferiores às taxas de mercado.

Embora não sejam disponíveis dados do Bacen para as taxas médias de financiamento do BNDES para períodos anteriores a março de 2012, os números do Gráfico 8 mostram que as diferenças de taxas de juros eram significativas a partir dessa data. Nesse gráfico, as taxas médias de financiamento do BNDES são comparadas com as taxas do CDI, principal indexador das debêntures, que constituem o mais importante título de dívida do mercado de capitais.

Gráfico 8 – Taxa Juros BNDES e CDI – Médias Móveis de 12 Meses



Fonte: Bacen – Elaboração Cemec-Fipe.

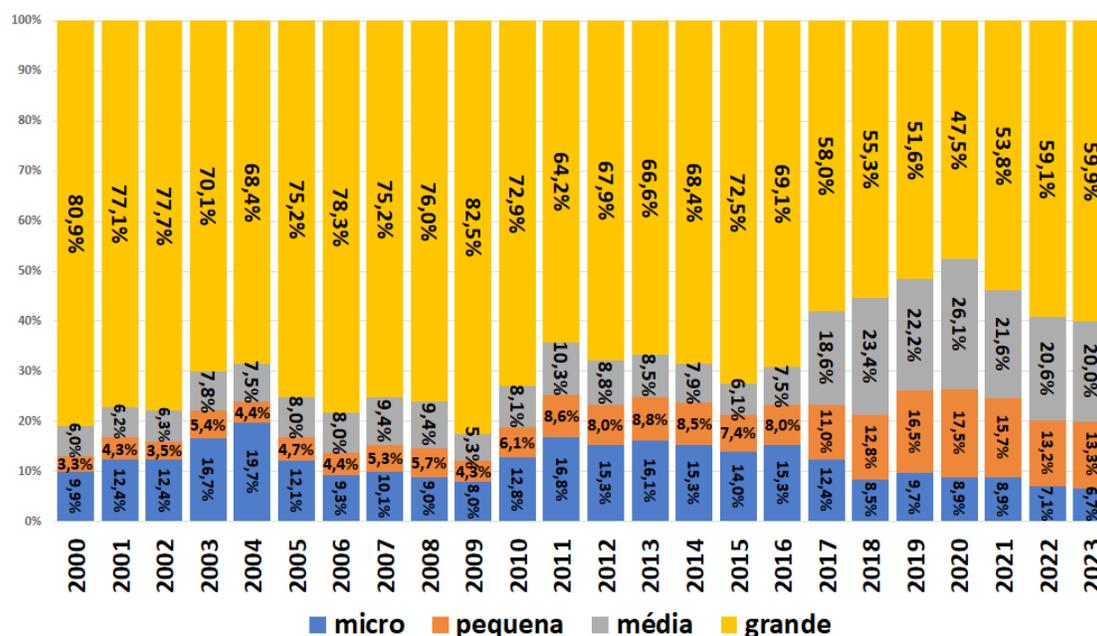
Desde 2013 e até meados de 2017, as taxas de juros do BNDES são muito inferiores às taxas de mercado (CDI), como é indicado pela linha em vermelho que representa a diferença das duas taxas em pontos percentuais, que é um modo de quantificar o benefício oferecido aos tomadores de recursos do banco oficial em relação ao custo financeiro que teriam de enfrentar no caso de emissão de debêntures. No período posterior a 2017, as taxas de financiamento do BNDES são mantidas em níveis superiores

às taxas do CDI, até fins de 2022, retomando diferenças negativas ao longo de 2023.

Uma evidência a favor desse argumento é a constatação de que, historicamente, desde o ano 2000 e pelo menos até 2016, a maior parcela dos desembolsos do BNDES beneficiou empresas grandes, que tipicamente têm as condições de escala, transparência e governança para se financiar no mercado de capitais. Como se observa no Gráfico 9, no período de 2010 a

2016, a participação média das empresas grandes no desembolso de recursos do BNDES é de 73%. Daí por diante e até 2020 aumenta a parcela destinada a micros, pequenas e médias empresas, ano em que pela primeira vez no período considerado as empresas de menor porte respondem por mais de 50% dos desembolsos, ciclo esse que reverte daí por diante fazendo com que essas empresas respondam por apenas 40,1% dos desembolsos em 2023.

Gráfico 9 – Desembolsos BNDES por Porte (Volume)



Fonte: BNDES – Elaboração Cemec-Fipe.

### b) Taxas de juros

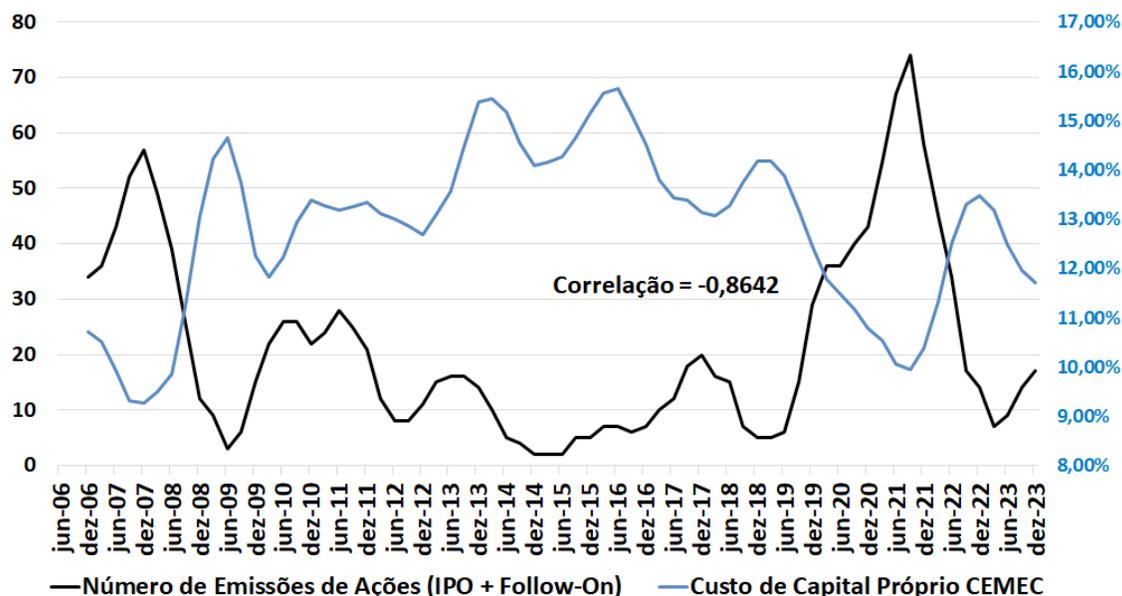
Além da atuação do BNDES e de outros fatores que podem ter influenciado as emissões de ações e títulos de dívida do mercado de capitais, existem indicações de que a evolução das taxas de juros e do custo de capital próprio também pode ser outro fator explicativo para os ciclos de retração e expansão dessas emissões, no período de 2006 a 2023.

Existem indicações de que as emissões de ações apresentam elevada

correlação negativa com o custo de capital próprio, que, por sua vez, segue de perto as flutuações da taxa de juros de mercado. Como se vê no Gráfico 10, o índice de correlação entre novas emissões de ações e o custo de capital próprio no período de 2006 a 2023 é negativo, elevado e significativo, atingindo (-) 0,8642. Depois do forte crescimento do número de emissões primárias de ações em 2007, favorecido pela queda do custo de capital próprio, segue-se um período de flutuações e tendência de queda dessas emissões até 2016,

coincidindo com um movimento de elevação dos custos de capital. A partir de 2016, com a queda do custo de capital próprio até atingir percentuais inferiores a 10% a.a. em 2021, o número de emissões atinge nesse ano seu valor máximo de todo o período, revertido em seguida com forte queda, em resposta ao pronunciado aumento das taxas de juros e do custo de capital próprio. A pequena elevação do número de emissões primárias de ações ao longo de 2023 acompanha a redução dos custos de capital próprio.

Gráfico 10 – Número de IPOs e Follow-On e Custo de Capital Próprio CEMEC – Cias Não Financeiras – Média Móvel Anual



Fonte: B3 - Cemec-Fipe – Elaboração Cemec-Fipe.

É obtido resultado semelhante, mas de menor intensidade, quando se examina a correlação entre o volume de emissões de debêntures não leasing, o principal título de dívida corporativa, com a taxa de juros. Como se observa no Gráfico 11, verifica-se que o coeficiente de correlação é negativo e significativo, de (-) 0,529. Podem-se destacar pelo menos três períodos:

a) Desde 2005 e até 2012, o aumento do volume de emissão de debên-

tures acompanha a tendência de queda da taxa de juros;

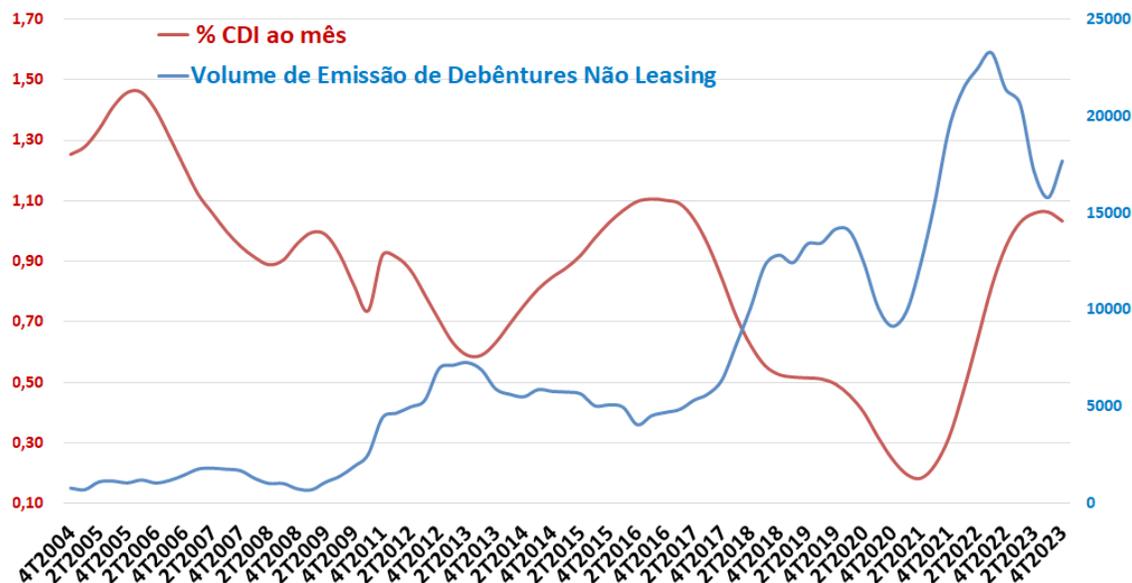
b) A partir de 2012 e até 2016, período que coincide também com a expansão de créditos subsidiados do BNDES, existem indicações de que o aumento da taxa de juros também teria gerado a queda do volume de emissão de debêntures;

c) No período de 2017 até fins de 2019, a forte queda da taxa de

juros é acompanhada do aumento do volume de emissões;

d) Aparentemente, essas regularidades teriam sido comprometidas pelos impactos da pandemia e pela forte flutuação das taxas de juros a partir de 2020 e até meados de 2022, com correlação positiva entre as duas séries; daí por diante, observa-se um retorno ao padrão histórico de correlação negativa entre taxas de juros e volume de emissões.

Gráfico 11 – Taxa de Juros (CDI) e Volume de Emissão de Debêntures Não Leasing – Médias Móveis Trimestrais – Correlação -0,529



Fonte: Bacen, Anbima - Elaboração Cemec-Fipe.

Reunindo as observações feitas anteriormente, existem indicações de que o desenvolvimento do mercado de capitais, que já apresentaria condições de crescimento antes de 2012, teria sido influenciado por mudanças de atuação do BNDES e pelas variações da taxa de juros. No período de 2012 a 2016, fatores negativos para o desenvolvimento do mercado de capitais teriam combinado grande oferta de recursos subsidiados do BNDES dirigidos principalmente para empresas grandes com condições de acesso a esse mercado, ao mesmo tempo que ocorre aumento da taxa de juros de mercado, aumentando dessa forma o diferencial de condições favoráveis às operações do BNDES. No período posterior a 2016, redução da oferta de recursos subsidiados do

BNDES combinada com a queda da taxa de juros são fatores favoráveis ao desenvolvimento do mercado de capitais.

#### 4 Conclusões

As principais conclusões desta Nota podem ser resumidas da seguinte forma:

Nos últimos dez anos, a composição das fontes de financiamento das empresas brasileiras no mercado doméstico tem apresentado fortes mudanças, caracterizadas principalmente pelo aumento de participação dos recursos captados com a emissão de títulos de dívida do mercado de capitais. A participação do saldo desses recursos

no exigível financeiro consolidado de todas as empresas, que era de 21,5% em 2012, praticamente dobrou para 42,4% em dezembro de 2023. Ao mesmo tempo, a participação do saldo de recursos de crédito bancário de recursos livres tem queda de 42,8% para 37,0%, e os recursos tomados no BNDES têm redução de 28,2% para 10,2%<sup>16</sup>, não obstante a alavancagem agregada tenha se mantido relativamente estável, medida pela relação entre saldo total do exigível financeiro das empresas e o PIB.

Desde 2005, os instrumentos e veículos do mercado de capitais respondem por mais de 60% da mobilização dos recursos de poupança financeira, mas a participação de

títulos de dívida do mercado de capitais no financiamento das empresas somente tem crescimento significativo após 2016;

A análise da evolução dos desembolsos do BNDES e das emissões de ações e de dívida do mercado de capitais desde 2005 até 2023, principais fontes de recursos domésticos de médio e longo prazos da economia brasileira, mostra que no período até 2015 predominam os recursos fornecidos pelo BNDES, seguido de acelerado crescimento dos recursos do mercado de capitais a partir de 2016. Em 2021 e 2022, as emissões de ações e de dívida no mercado de capitais respondem por cerca de 2/3 da captação líquida de recursos das empresas, participação essa que se reduz para 55% em 2023, do que resulta média superior a 60% nos últimos três anos;

Existem razões para acreditar que o mercado de capitais já dispunha de condições potenciais de crescimento muito antes de 2012, com participação de mais de 60% na mobilização de poupança financeira da economia brasileira e avanços significativos dos padrões de governança, transparência e infraestrutura de mercado;

A análise da evolução das emissões do mercado de capitais no período de 2006 a 2023 fornece indicações de que seu desenvolvimento teria sido inibido até 2016 por dois fa-

tores: (1) a competição do forte aumento da oferta de recursos de financiamento com taxas subsidiadas do BNDES, com foco em empresas grandes, estas com condições de acesso ao mercado de capitais; (2) a elevação das taxas de juros de mercado a partir de 2012 e até 2016. O acelerado crescimento do mercado de capitais a partir de 2016 coincide com a redução da oferta de recursos subsidiados do BNDES e a queda das taxas de juros de mercado que atingem seu nível mínimo em 2021.

Embora não seja objetivo desta Nota realizar uma avaliação mais abrangente da funcionalidade do mercado de capitais brasileiro, seus benefícios e limitações, existem razões para acreditar que os padrões de transparência e governança das empresas participantes desse mercado criam condições para aumentar a eficiência econômica da alocação de recursos, contribuindo assim para elevar a eficiência funcional do sistema financeiro brasileiro.<sup>17, 18</sup>

## Referências

ACCENTURE. **Impactos socioeconômicos do fortalecimento do mercado de capitais no Brasil**. Relatório final, jun. 2018.

BARBOZA, Ricardo de Menezes; PESSOA, Samuel de Abreu; RIBEIRO, Eduardo Pontual; ROITMAN, Fabio Brener. **O que aprendemos sobre o BNDES**. BNDES, jul. 2020. (Texto para Discussão 149)

CARRASCO, V.; FREITAS, G. Crédito direcionado e produtividade: o PSI como exemplo. In: MENDES, M. (Org.). **Para não esquecer: políticas públicas que empobrecem o Brasil**. Rio de Janeiro: Autografia, 2022.

CARVAJAL, Ana Fiorella; BEBCZUK, Ricardo. **A literature review. Capital markets development - causes, effects, and sequencing**. World Bank, dec. 2019.

MENDES, M. O BNDES de novo. **Folha de São Paulo**, 07 abr. 2023.

OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Fragilidades e desafios do mercado de capitais brasileiro. Cap. 10. In: GIAMBIAGI, Fabio; ALMEIDA Jr., Mansueto Facundo de (Orgs.). **Retomada do crescimento – diagnóstico e propostas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

PEREIRA JUNIOR, Marcio Guedes. Evolução histórica do mercado de capitais no Brasil e evolução recente dos principais instrumentos de renda fixa privada – Cap. 6. In: SARDENBERG, Amarílis Prado (Org.). **Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

POPOV, Alexander. **Evidence on finance and economic growth**. European Central Bank, Working Paper Series n. 2115, dec. 2017.

ROCCA, Carlos A.; SANTOS Jr., Lauro Modesto. **Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais: Diagnóstico e Propostas**. Estudos Ibmecc 7; Ed. Publit, 2013.

TOBIN, James. On the efficiency of the financial system. Fred Hirsh Memorial Lecture, New York, **Lloyds Bank Review**, July, 1984.

VELLOSO, João Paulo dos Reis; MIFANO, Gilberto. **O novo plano diretor do mercado de capitais – enfrentando com maturidade os desafios da crise**. In: ROCCA, Carlos A. (Org.). Estudos IBMECC 6, Ed. Elsevier Campus, 2009.

- 1 As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais ou da Fipe. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O Cemec não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação. A publicação foi produzida com as informações existentes em fevereiro de 2024.
- 2 Como se verá mais adiante, o aumento da participação do saldo de recursos de dívida tomados com emissão de títulos de dívida do mercado de capitais no exigível financeiro das empresas, entre 2012 e 2023, de 21,5% para 42,4% pode ser decomposto em duas parcelas: uma parcela desses títulos colocada junto a investidores não financeiros, que aumenta de 17,8% para 32,7%, e uma parcela colocada em instituições financeiras, que se eleva de 3,7% para 9,7% nesse mesmo período.
- 3 A captação líquida de recursos de dívida é calculada pelas diferenças de saldos entre duas datas; é um indicador que reflete principalmente a diferença de fluxos entre novas emissões de títulos de dívida ou concessões de crédito e o valor dos respectivos resgates entre duas datas.
- 4 Ver, por exemplo, Carvajal e Bebczuk (2019). This note consolidates and summarizes the theoretical and empirical research produced in the past 20 years on the causes, effects, and sequencing of capital markets development.
- 5 Tobin (1984).
- 6 Ver, por exemplo, Popov (2017).
- 7 A captação líquida de recursos de dívida é um indicador da entrada de caixa nas empresas, proveniente dessas operações, calculada pelas diferenças de saldos de operações de dívida entre duas datas. Entretanto, além do resultado líquido entre o valor de novas operações líquido de resgates, essas diferenças incluem o valor dos juros apropriados no período e as deduções de apropriações de perdas, fazendo com que os resultados devam ser considerados apenas indicadores desses movimentos de recursos. É importante lembrar que as empresas de capital fechado têm importante participação no mercado de dívida, mas emissões primárias de ações se referem apenas às emissões das empresas de capital aberto, face à ausência de dados de emissões de ações ou quotas de capital das empresas e capital fechado. Estima-se que as empresas abertas representem cerca de 22% do valor adicionado total.
- 8 Ver Carrasco e Freitas (2022) e Mendes (2023).
- 9 Trabalho da Accenture faz algumas estimativas desses benefícios para a economia brasileira. Ver Accenture (2018).
- 10 Em 2010, não está incluída a emissão de ações de cerca de R\$ 120 bilhões da Petrobras, evento único, que não reflete a tendência de evolução do mercado de capitais para o conjunto das empresas abertas brasileiras.
- 11 Soma dos saldos de ativos dos investidores institucionais, sem dupla contagem: fundos de investimento (líquido de aplicações de outros investidores institucionais), fundos de pensão, planos de previdência aberta, companhias de seguros e planos de capitalização.
- 12 Ver, por exemplo, Pereira Junior (2015).
- 13 Velloso e Mifano (2009) fazem um balanço do Plano Diretor do Mercado de Capitais, aprovado em 2002, com apoio de 19 entidades do setor privado e coordenação do Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC) do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC).
- 14 Ver, por exemplo, Rocca e Santos Jr. (2013) e Oliveira Filho (2017, cap. 10).
- 15 Barboza, Pessoa, Ribeiro e Roitman (2020) fazem uma excelente resenha sobre os resultados da atuação do BNDES, mas reconhecem que a hipótese de que o BNDES teria inibido o desenvolvimento do mercado de capitais não foi explorada na literatura.
- 16 O aumento da participação do saldo da dívida do mercado de capitais no exigível financeiro das empresas, entre 2012 e 2023, de 21,5% para 42,4%, pode ser decomposto numa parcela desses títulos colocada junto a investidores não financeiros, que aumenta de 17,8% para 32,7%, e uma parcela colocada em instituições financeiras, que se eleva de 3,7% para 9,7% nesse mesmo período.
- 17 Tobin (1984).
- 18 Ver, por exemplo, Carvajal e Bebczuk (2019). This note consolidates and summarizes the theoretical and empirical research produced in the past 20 years on the causes, effects, and sequencing of capital markets development.

(\*) Equipe Técnica: Coordenador: Carlos Antonio Rocca; Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.; Analistas: Fernando M. Fumagalli, Guilherme Casaca Valdivia e Marly Paes. Dúvidas e Comentários: cemec@fipe.org.br.