

REGULAÇÃO, INOVAÇÃO E COEVOLUÇÃO NOS SISTEMAS FINANCEIROS: O IMPACTO DA REGULAÇÃO DE OFERTAS COM ESFORÇOS RESTRITOS SOBRE O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NO BRASIL (2009-2021)

Regulation, Innovation and Coevolution in Financial Systems

Ledson Luiz Gomes da Rosa*

Norberto Montani Martins†

Resumo

No Brasil, os instrumentos de financiamento no mercado de capitais foram, por um longo período, pouco expressivos para a composição do endividamento das empresas. Ao longo do tempo, diversas mudanças institucionais foram adotadas para alterar esse quadro, dentre as quais se destaca a regulamentação das chamadas ofertas públicas com esforços restritos, que objetivava tornar a captação de recursos mais simples e menos onerosa. O objetivo geral do presente trabalho é analisar como a adoção da oferta de valores mobiliários com esforços restritos impactou o financiamento das empresas no Brasil no período entre 2009 e 2021. Mais especificamente, o trabalho busca avaliar, a partir de um referencial minskyano-evolucionário, 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. Conclui-se que as ofertas com esforços restritos reconfiguraram o mercado de financiamento de longo prazo, permitindo que as debêntures fossem operadas pelos bancos como uma extensão do crédito tradicional, criando-se um híbrido funcional à lucratividade das instituições financeiras e, ao mesmo tempo, atrativo às grandes empresas.

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

Classificação JEL: E44, G28 e B52

Abstract

In Brazil, capital market financing instruments historically played a minor role in firms' debt structures. Over time, various institutional changes have been implemented to address this issue, including the regulation of public offerings with restricted efforts. These offerings aimed to simplify and reduce the cost of fundraising. The paper aims at analyzing the impact of securities offerings with restricted efforts on the supply of corporate finance in Brazil from 2009 to 2021. Specifically, it seeks to assess how these offerings, from a Minskyan-evolutionary perspective, were utilized by the Brazilian banking sector to promote long-term financing instruments, with a focus on the corporate debt market. The study concludes that this institutional change has reshaped the long-term financing market by enabling banks to treat capital market corporate debt as an extension of traditional loans. This hybrid was functional to financial institutions' profitability while also appealing to Brazilian large firms.

Keywords: Financing; innovation; Corporate debt; Banks; Financial regulation.

JEL Code: E44; G28; B52

* Doutorando em Economia da Indústria e da Tecnologia pela UFRJ. Contato: ledson4@gmail.com

† Professor do Instituto de Economia da UFRJ e pesquisador líder do grupo de pesquisa Observatório do Sistema Financeiro. Contato: norberto.montani@gmail.com

1. Introdução

O mercado financeiro possui a característica *sui generis* de operar sob a influência de uma ampla gama de regulações. Elas constroem-se tanto em nível nacional, como respondem a determinações mais gerais, definidas por instituições internacionais como o Comitê de Basileia (ANBIMA, 2010, 2011). De forma simplificada, a regulação financeira tem como objetivo a estabilidade do sistema financeiro, desdobrando-se em diferentes esferas de influência, como a regulação prudencial, de conduta e concorrencial (Sobreira, 2005).

As relações entre as instituições financeiras, as entidades reguladoras e suas regulamentações tornam o mercado financeiro um forte encadeamento de *relações institucionais*. Alguns autores enfatizam uma perspectiva do sistema financeiro enquanto um lugar propício para arbitragem e especulação (Carcanholo & Nakatani, 1999; Plihon, 1995). A partir de outro prisma, ele desponta enquanto possível canal de captação de financiamentos pelas empresas, seja de longo ou de curto prazo, essencial para a viabilização dos planos de investimento e o desenvolvimento das economias (Keynes, 1973; Paula, 2014).

Notadamente, o desenvolvimento dos sistemas financeiros em países desenvolvidos esteve associado à acessibilidade e diversificação das fontes de financiamento dos investimentos e do desenvolvimento econômico de forma mais geral (Hermann, 2011; Levine, 2005). Nos países periféricos, a situação afigurou-se de outra forma: na experiência brasileira, por exemplo, o financiamento de longo prazo para empresas conviveu com a volatilidade das taxas de juros, a falta de interesse do setor bancário tradicional e a instabilidade da moeda nacional; coube, historicamente, aos bancos públicos e de desenvolvimento preencher essa lacuna (Cintra, Freitas & Ferreira, 1998; Grabel, 1995; Torres & Macahyba, 2012).

O sistema financeiro brasileiro, contudo, contou com um amplo esforço institucional de estruturação de um mercado privado. Exemplos não faltam: no crédito à pessoa física, o crédito consignado (Brandão, 2021); nas captações bancárias, as letras financeiras (Freitas, 2013). No crédito corporativo, as debêntures receberam os holofotes de reguladores e agentes de mercado. Na esteira da expansão dos investimentos na segunda metade da década de 2000, e como forma de sustentar essas inversões no contexto da crise financeira global de 2008, a regulamentação do mercado de capitais brasileiro sofreu uma importante modificação: criou-se o expediente da oferta pública de valores mobiliários com

esforços restritos de distribuição¹.

A medida, por um lado, modificou as regras de acesso e o regime informacional das companhias emissoras para simplificar o processo de oferta e reduzir os custos das emissões, com uma série de flexibilizações. Por outro lado, a norma restringia o número e a natureza dos investidores que poderiam participar dos esforços de distribuição dos papéis, restringindo-se a investidores ditos qualificados (ou profissionais) – basicamente, instituições financeiras, investidores institucionais ou com elevado patrimônio financeiro². O novo arcabouço tinha o intuito de desenvolver o mercado de capitais atendendo a anseios dos ofertantes quanto ao custo e à agilidade das emissões, sem abrir mão da proteção dos investidores de varejo (Veiga & Pedreiro, 2012).

Essa inflexão em direção ao desenvolvimento do mercado de capitais, compactua como uma mudança no *modus operandi* dos sistemas financeiros mundo a fora, com a difusão do chamado *market-based finance* (CGFS, 2018). No caso brasileiro, essa mudança se reflete na redefinição dos focos de atuação dos bancos, que passaram a buscar ganhos não só nos empréstimos, mas também na estruturação de emissões com características próprias. Antecipa-se que, na prática, isso ampliou o leque de opções para as empresas ao mesmo tempo em que ampliava a esfera de influência das instituições bancárias. Nesse sentido, a compreensão de como as instituições financeiras se adaptaram às ofertas com esforços restritos e como essas instituições geraram adaptações nesse arcabouço – isto é, como ambos *coevolúram* ao longo do tempo – é fundamental para entender quais possibilidades e limites desse instrumento enquanto inovação e para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O objetivo geral do presente trabalho é analisar como a adoção da regulamentação de oferta de valores mobiliários com esforços restritos impactou o financiamento das empresas no Brasil no período entre 2010 e 2021, com foco nos instrumentos de dívida corporativa. Mais especificamente, o trabalho busca avaliar como o setor bancário brasileiro instrumentalizou a oferta com esforços restritos como forma de *market-based financing*. A hipótese de trabalho é que a adoção do dispositivo da oferta com esforços restritos reconfigurou a forma por meio da qual as instituições financeiras ofertam, e as empresas

¹ Instrução nº 476, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 2009.

² Ressalta-se que a norma não versa sobre ofertas privadas. 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. (2019, p. 151-153).

obtêm, financiamentos no Brasil, valendo-se das chamadas “debêntures 476” como instrumento chave.

A metodologia utilizada no trabalho combina dois esforços complementares. Em primeiro lugar, desenvolve-se um arcabouço analítico que combina influências de autores da economia evolucionária e do economista americano Hyman Minsky de modo a permitir compreender a dinâmica e as interrelações entre regulação financeira, inovações financeiras e a busca por lucro das instituições financeiras. Em segundo lugar, analisa-se uma série de estatísticas descritivas e indicadores do mercado de valores mobiliários brasileiro de modo a caracterizar como os bancos brasileiros instrumentalizaram as “debêntures 476”. Os dados foram coletados nas bases da Comissão de Valores Mobiliários, do Banco Central do Brasil e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

2. Arcabouço Teórico

2.1. Visão Evolucionária

A visão evolucionária pode ser apresentada por meio da abordagem de Hodgson (2002). O autor tem como referência a proposição do *darwinismo universal*, que confere centralidade às questões da variabilidade, hereditariedade e seleção natural darwiniana. As causalidades específicas, contudo, devem ser analisadas respeitando as particularidades de cada linha de pesquisa, sem abrir mão desses preceitos mais gerais.

Considerando a inspiração que essa abordagem tem na biologia, os sistemas socioeconômicos são interpretados a partir de mecanismos como a seleção natural e a evolução *à la* Darwin. Isso inclui uma visão particular, associada ao paradigma do gene: a variedade é gerada por mutações aleatórias nos membros de uma população, ao passo que 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*.

A teoria neo-schumpeteriana evolucionária de Nelson e Winter (1982) tem esse paradigma como pano de fundo. Os autores analisam a inovação como elemento central da concorrência, que tem como implicação 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 se mantém ao longo do tempo. Eles 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, ao tomarem ações de forma consciente e reflexiva, não sofrem passivamente frente aos mecanismos de seleção, se adaptando conscientemente aos mesmos (Nelson & Winter, 1982).

O mercado é encarado como o *ambiente* em que a seleção ocorre. Cada firma é um indivíduo, que carrega diferentes genes. Por sua vez, a população é um conjunto formado por indivíduos que guardam semelhanças entre si. Por exemplo, no mercado financeiro, temos os bancos como os indivíduos de uma população; já o setor bancário, como um todo, forma a população.

Há três mecanismos básicos em nossa analogia: *mutação*, *seleção* e *replicação*.

Primeiramente temos que o processo de busca, de inovação é o equivalente à *mutação* na biologia, respondendo a uma combinação de processos de rotinas e fruto das rotinas modificadas. 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, 1982).

Podemos contar como mecanismo de *seleção* das empresas a competitividade, que, em última análise, reflete a lucratividade auferida pelas mesmas (Possas, 2008). Isso implica que empresas menos competitivas obtêm lucratividade menor, tendendo a serem expulsas do mercado por meio da concorrência³.

Quanto aos mecanismos de *replicação*, há dois tipos principais apresentados por Nelson e Winter (1982). 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, com a geração de novas unidades produtivas. Outro diz respeito à dimensão relativa ao envolvimento entre diferentes firmas do setor, que seria dado pela relação entre a firma inovativa e a imitadora, isto é, pela difusão por meio da

³ O entendimento desse fato pode ser amplificado ao ter em mente a estrutura dos balanços das firmas. Nas indústrias mais dinâmicas, uma considerável parte dos recursos das firmas 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 extraordinárias, mas com os fluxos de renda que podem saldar as gestações das inovações a serem desenvolvidas. Esses fluxos auxiliam, inclusive, na diminuição do grau de fragilidade financeira para a firma individual. Certas inovações, por exemplo, de natureza financeira (e.g. derivativos de crédito), mesmo que mitiguem a fragilidade da firma inovadora individual (que estruturou e ganhou com a “venda” dos contratos derivativos), podem originar um conjunto de relações financeiras instáveis (a vulnerabilidade das contrapartes dos derivativos, como ocorrido no período que precedeu a crise de 2008), que implicam fragilidade sistêmica (Minsky, 1988).

imitação. A característica do fenótipo que se torna atrativa nas firmas inovadoras seria o aumento dos lucros obtidos, de modo que as demais firmas ao serem atraídas por essas características promovem o processo de imitação⁴.

Em meio à dinâmica de interação entre *mutação*, *seleção* e *replicação*, um conceito adicional que deve ser apresentado é o de *coevolução*. A *coevolução* pode ser descrita 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, 2002, p. 222, tradução 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, sugerimos uma interpretação adaptada do fenômeno da *coevolução*, conferindo significado distinto ao conceito original, mas mantendo a orientação evolucionária da análise. A *coevolução* é aqui pensada como uma “corrida armamentista evolutiva” entre entidades reguladas e reguladores, que, em nossa analogia, seriam equivalentes às duas populações mencionadas por Soler (2002). Em outras palavras, de nosso interesse específico é a interação entre os bancos e o conjunto de normas regulatórias a que este setor está sujeito.

A abordagem proposta é passível de questionamento: a regulação não poderia ser tratada como uma mudança nas características do ambiente? Essa, sem dúvida, seria uma opção válida, entretanto, no arcabouço utilizado, ela somente seria útil para explicar o processo de *seleção* a partir de uma nova moldura institucional. Daí a ideia de adaptar o conceito para pensar a *coevolução* em contornos socioeconômicos a partir da relação entre uma população e um conjunto de instituições socialmente definidas, permitindo que a *mutação* e *replicação* entrem na equação.

A ideia de “corrida armamentista evolutiva” mencionada acima refere-se à situação em que uma população gera intensa pressão seletiva sobre outra, fazendo com que esse efeito assimétrico promova o aparecimento mais rápido de uma mutação (Soler, 2002, p. 223). Um exemplo para essa situação se verifica entre as agências reguladoras e as empresas, de certo

⁴ Possas (2008) indica que uma forma de verificar o sucesso da replicação ao longo do tempo seria lançando mão de um indicador de *market-share* estilizado, que ilustraria a dominância de certa rotina na totalidade da população.

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^{5,6}. Essa assimetria de pressões seletivas faz com que o ritmo das inovações (mutações) das empresas seja mais rápido do que aqueles desenvolvidos pelos reguladores, enquanto modificação de seu arcabouço regulatório (Soler, 2002, p. 224).

Os elementos básicos da analogia evolucionária serão complementados na próxima seção pela abordagem *minskyana*, de modo a elucidar como esse arcabouço conceitual pode ser utilizado para a compreensão das relações no setor financeiro.

2.2. Adaptação, regulação e inovação financeira: Abordagem Minskyana

Cabe a esta seção tratar da natureza das inovações financeiras e de suas repercussões na economia. Adota-se como referência a abordagem de Minsky (2010), cuja obra destaca como o ciclo econômico é mediado pela introdução e difusão de inovações financeiras.

O autor tem como ponto de partida 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 os juros) ou da distribuição de lucros e dividendos.

As firmas podem ser classificadas conforme uma taxonomia de fluxos de caixa: *hedge*, especulativas e *Ponzi*. Essa tipologia descreve diferentes níveis de comprometimento das quase-rendas com o pagamento das posições passivas, da situação mais sólida, ou *hedge*,

⁵ 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.

⁶ Esse fator é intensificado pela forma que o órgão público é selecionado por uma lógica que foge ao mecanismo de mercado. Caso ele seja frequentemente disfuncional em relação às diretrizes a que se propõe, o mesmo pode ser eliminado.

para a mais frágil, *Ponzi*.

A Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky postula que as posições financeiras dos agentes vão ficando mais frágeis⁷ ao longo do ciclo, principalmente em decorrência da redução consciente das margens de segurança dos agentes (Minsky, 1986). O autor, em consonância com Schumpeter (1991), assinala que o principal objetivo das firmas, financeiras e não-financeiras, é a procura por lucros: esse tipo de busca é o principal responsável 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.

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 promover 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.

Da parte dos bancos, os mesmos estão ávidos para obter lucros referentes aos ganhos 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; levando os bancos a reduzir suas margens de segurança (Minsky, 1986, 1988).

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

⁷ Em relação à participação do capital de terceiros e ao casamento dos prazos do ativo, de mais longo prazo, com o passivo, de curto prazo.

financeiras, tal como a criação de quase-moedas, baseada nas suas inclinações em obter ganhos extraordinários a partir delas (Caverzasi & Tori, 2018; Minsky, 1986) 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 a redução das margens de segurança, modificando a estrutura de portfólio na direção de ativos cada vez menos líquidos.

A migração da predominância de agentes em situações *hedge* para posições especulativas responde a alguns fatores de contratendência, que são: a expectativa e a incerteza dos agentes frente aos riscos da posição de tomador e ao prestador; 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.

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 elas. 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.

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. 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, eventualmente, uma profecia autorrealizada. O intrincado sistema de integração entre balanços por meio de contratos financeiros pode então vir a desmoronar, levando a crise⁸.

A atuação dos agentes do setor bancário dá-se em meio à atuação 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

⁸ Nesse caso, a crise pode ter origem tanto em fatores exógenos como endógenos, mas os últimos tendem a prevalecer na análise minskyana. Mesmo uma elevação das taxas de juros pode ser compreendida como uma mudança endógena, haja vista a reação da autoridade monetária ao ciclo econômico. Os efeitos das inovações financeiras podem também ser compreendidos como elementos endógenos.

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.

Contudo, há também outra frente de interação, que diz respeito à interação com os reguladores (que podem ou não ser o banco central, a depender da jurisdição). Os reguladores atuam para evitar transgressões das regulações do setor, ao passo que a criação de inovações financeiras dialoga, justamente, com a intenção dos bancos em evitar as restrições das regulações vigentes, para ficarem livres em sua busca por maiores lucros (Caverzasi & Tori, 2018; Minsky, 1986).

A dinâmica descrita no parágrafo anterior pode ser também sintetizada no conceito de *dialética regulatória* de Kane (1988, p. 332):

The tandem nature of regulation and avoidance is featured in a conceptual framework designed to dramatize the process of financial and regulatory innovation: the regulatory dialectic. Dialectic is philosopher's shorthand for a process driven by tension between a succession of paired opposites. Dialectical outcomes are governed by the push and pull of opposing forces.

Na prática, pode-se conceber o sistema financeiro como fruto de uma parceria entre entidades públicas e privadas (Kregel & Tonveronachi, 2014). Por um lado, o governo cede a capacidade de criar moeda, inicialmente exclusiva ao mesmo, e gerar certificados de dívida para o setor privado. A contraparte desse acordo é que essas entidades privadas devem auxiliar no objetivo maior do crescimento econômico e, ao mesmo tempo, assegurar a estabilidade do sistema financeiro. A regulação incide tanto no nível da instituição privada individual (microprudencial), como sobre a totalidade do sistema financeiro (macroprudencial).

À medida que uma mesma instituição incorpora uma série de funções, como no caso dos bancos universais, mais intrincada é a sobreposição das regulamentações prudenciais. Por vezes, poucas instituições têm grande preponderância no sistema financeiro nacional (vide o elevado grau de concentração dos sistemas bancários ao redor do mundo), gerando uma dificuldade para o regulador atribuir a regulação que garanta a estabilidade, já que a estabilidade de poucas instituições se confunde com a estabilidade do sistema.

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 à fragilidade financeira, que tende a difundir-se mais rapidamente à medida que os ciclos vão se sucedendo. Isto é, a duração de cada novo ciclo, na ausência de mudanças institucionais mais agudas, tende a ser encurtada, reduzindo os períodos de recuperação e crise.

O sistema financeiro tem uma memória persistente das práticas criadas ao longo do tempo, que podem, potencialmente, amplificar sua instabilidade de forma estrutural, à medida que se assentam como práticas e de uso comum. As inovações financeiras geram efeitos cumulativos, ao munirem os agentes com formas mais arriscadas de se financiar ao longo do tempo, ao passo que, ao mesmo tempo, são influenciadas pela atuação dos bancos centrais ou demais reguladores, com a revisão de sua legislação e atuações pontuais (Caverzasi & Tori, 2018; Minsky, 1986).

A lógica da *dialética regulatória* de Kane (1988) pode, então, ser interpretada a partir de uma perspectiva de *coevolução* entre reguladores e regulados: as inovações financeiras condizem com os objetivos próprios das firmas bancárias em obter novas fontes de lucros sob um arcabouço regulatório que muda dinamicamente; mutações nos produtos e práticas financeiras levam a mutações na regulação e vice-versa, caracterizando o processo de *coevolução* nos (ecos)istemas financeiros.

Na próxima seção discutiremos os efeitos de uma mudança regulatória e de seus efeitos sob uma dinâmica coevolutiva com as práticas das instituições financeiras sobre os padrões de financiamento de longo prazo das empresas brasileiras.

3. As ofertas com esforços restritos e a evolução do mercado de dívida corporativa no Brasil (2010-2021)

3.1. Contextualização

Antes de refletirmos sobre o período de interesse, faz-se necessário caracterizar o cenário das condições de financiamento das empresas no Brasil até meados dos anos 2000. Os anos 1990 são marcados por uma série de reformas no sistema financeiro brasileiro, produto do projeto de realizar uma maior integração com o sistema financeiro internacional e da estabilização da alta inflação. Os bancos privados são concebidos como protagonistas centrais do financiamento, dialogando com a estratégia de atrair capital bancário externo, mas se preserva o peso dos grandes bancos públicos federais, em especial, no financiamento de longo prazo (Paula, Oreiro & Basilio, 2013). Ademais, a integração exigiu a adequação do

sistema bancário nacional às diretrizes internacionais: no plano regulatório, os bancos foram submetidos aos padrões do Primeiro Acordo de Basileia (Mendonça & Deos, 2020).

Do ponto de vista do mercado de capitais, largamente incipiente no Brasil e de acesso restrito a poucas empresas, as reformas empreendidas visaram principalmente atrair capital estrangeiro para ativos brasileiros, denominados na moeda local. Foram sucessivas rodadas de mudanças regulatórias para facilitar operacionalmente as aplicações de investidores estrangeiros e medidas tributárias para incentivar a entrada de capitais. Por outro lado, houve uma conjunção de esforços para estruturar um mercado líquido de dívida pública, criando um referencial fundamental para a precificação dos demais ativos em reais (Pereira, Pedras & Gragnani, 2009). Adicionalmente, buscou-se modernizar a regulação dos mercados de valores mobiliários, por exemplo, para permitir a expansão dos investidores institucionais e atrair mais emissores (Torres & Macahyba, 2012; Yazbek, 2009).

3.2. A regulação das ofertas públicas

Na virada do século, uma das iniciativas mais importantes para a modernização da regulação do mercado de capitais foi a atualização da norma que regia as ofertas públicas: a edição da Instrução nº 400, da CVM, de 2003. A regulação das emissões tem como propósito genérico a proteção dos investidores e a manutenção da integridade do mercado em geral, por meio da redução de assimetrias informacionais e da introdução de regras para tratamento equitativo dos participantes (Eizirik et al., 2019, p. 201–252). A atualização dos padrões antes vigentes, que datavam da década de 1980, era um passo importante para um novo e dinâmico mercado de capitais.

Além de definir a necessidade de registro prévio para a realização de ofertas públicas de valores mobiliários (e as situações em que esse expediente não era necessário), a Instrução nº 400 estabeleceu “requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas” (CVM, 2003).

A emissão de um ativo, portanto, requeria um enorme esforço documental prévio, envolvendo o registro da empresa emissora, a reunião de um conjunto extensivo de informações e detalhes acerca da empresa, dos intermediários envolvidos e da oferta e o crivo analítico do regulador, que tinha como responsabilidade atestar a veracidade e consistência das informações prestadas. O regulador não “atesta a qualidade” do ativo, mas sim a legitimidade da emissão e a legalidade dos atos societários e jurídicos que lhe deram

origem. Esse processo, porém, demanda uma longa análise, que pode contrastar com as janelas de mercado para emissão dos ativos.

A fase ascendente do ciclo econômico nos anos 2000 permitiu uma expansão do mercado de capitais brasileira apoiada nas “emissões 400”. Paula e Faria Jr (2012) e Hermann e Martins (2012) registram o forte crescimento de ofertas de títulos de dívida corporativa e ações a partir de 2004. A janela de bonança macroeconômica permitiu que os horizontes de captação de recursos das corporações fossem alargados e o instrumento funcionou a contento para viabilizar a ampliação almejada da base de ativos doméstica.

Contudo, com a crise financeira internacional de 2008-9, essa janela se fechou. O dinamismo na captação de recursos passou a contar com uma nova configuração, justamente num momento em que as empresas enfrentavam desafios importantes do ponto de vista da demanda agregada e dos seus balanços.

Na CVM, já existia uma discussão interna sobre simplificação do processo de oferta, tornando-o mais dinâmico – haja vista os longos períodos para análise documental exigidos pela Instrução nº 400 – e menos oneroso para as empresas – afinal, a produção de um amplo conjunto de informações e o vai-e-vem dos documentos entre reguladores e advogados dos envolvidos nas ofertas demandava recursos (Eizirik et al., 2019, p. 201–252). Em outubro de 2008, a autarquia colocou em audiência pública uma nova norma, inspirada na regulação americana, que originou a Instrução nº 476, de 2009.

A Instrução nº 476 criou o conceito de ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Por um lado, a norma dispensou de registro os emissores e as ofertas, desonerando os custos efetivos de realização das emissões e reduzindo os custos transacionais. Por outro lado, limitou o público que poderia ter acesso aos ativos envolvidos nessas ofertas e as regras de negociação desses papéis, restringindo a um pequeno número de investidores ditos qualificados ou profissionais⁹.

A simplificação do rito de oferta tinha como objetivo declarado atrair mais emissores para o mercado de valores mobiliários. Originalmente, os papéis cobertos pela

⁹ Originalmente, as ofertas públicas 476 poderiam ser dirigidas a até 50 investidores qualificados e adquiridas por, no máximo, 20 investidores qualificados. Esses investidores abarcavam, basicamente, investidores institucionais, instituições financeiras e pessoas físicas e jurídicas com elevado volume de investimentos. Os números escolhidos refletiam a média de participantes efetivos das ofertas realizadas à época. Posteriormente, o conceito de investidor qualificado é refinado com a introdução também do conceito de investidor profissional (Instrução nº 539, da CVM, de 2013) e os números acima são ampliados para 75 e 50, respectivamente (Instrução nº 551, da CVM, de 2014).

Instrução nº 476 abarcavam as debêntures (não conversíveis ou permutáveis por ações), notas comerciais, cédulas de crédito bancário (que não fossem de responsabilidade de instituição financeira), cotas de fundos de investimentos fechados e os certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio.

As emissões com esforços restritos, conhecidas no jargão de mercado como “emissões 476”, passaram a responder pela quase totalidade do mercado desses valores mobiliários em um curto espaço de tempo, como veremos a seguir. Esse aparente sucesso levou a CVM a ampliar cada vez mais essa lista ao longo dos anos subsequentes, incorporando letras financeiras, certificados de direitos creditórios do agronegócio, cédulas de produto rural, Brazilian Depositary Receipts (BDR) (Nível III) e até ações¹⁰.

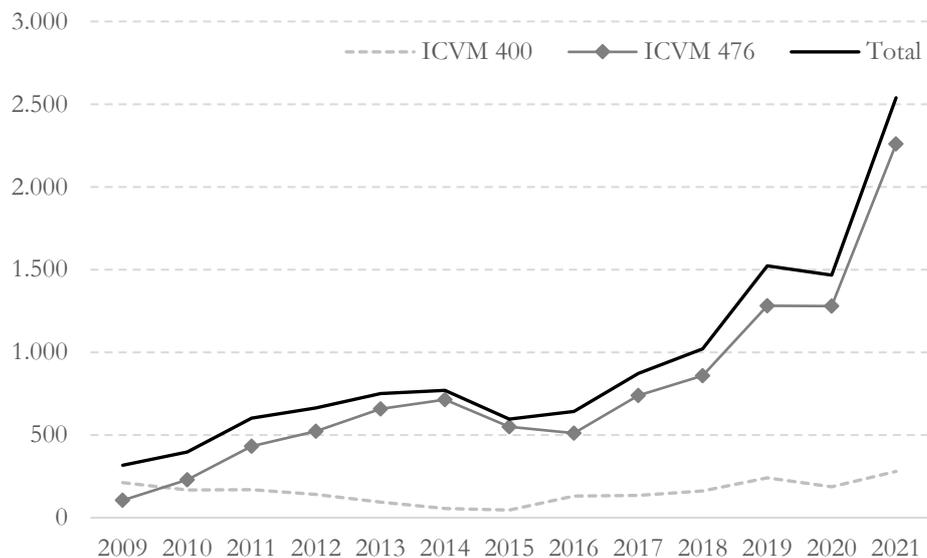
A mudança alterou profundamente a forma de fazer negócios no mercado de capitais brasileiro e abriu espaço para uma reconfiguração da forma de atuar das instituições financeiras e da forma de captar recursos pelas empresas brasileiras. Antes de discutir com mais detalhe os últimos pontos, vamos apresentar um conjunto de informações que dá sustentação à primeira afirmativa.

3.3. As mudanças com a regulamentação das ofertas com esforços restritos

As emissões com esforços restritos, ou “emissões 476”, superaram as emissões tradicionais, ou “emissões 400”, já a partir de 2010 (Gráfico 1). É possível observar uma trajetória contínua de ampliação das emissões 476 desde o seu início, com uma breve exceção nos anos de 2015 e 2016, devido à recessão e a crise do *impeachment* da presidenta Dilma Roussef. As emissões 400 passaram a ser residuais no mercado. Somente voltaram a se expandir no período de maior dinamismo do mercado de capitais entre 2017 e 2021 (Torres Filho, Macahyba & Martins, 2021).

¹⁰ Instruções CVM nº 488, de 2010, nº 500, de 2011, e nº 551, de 2014.

Gráfico 1- Número do Total de Emissões de Valores Mobiliários por Tipo e Total (2009 – 2021)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024).

Ao analisar a distribuição das ofertas entre os diferentes para cada um dos valores mobiliários individualmente no período de 2010 a 2021, as emissões 476 dominam largamente os instrumentos de dívida corporativa, como debêntures e notas promissórias (Tabela 1). O mesmo padrão pode ser observado nos instrumentos de securitização, como certificados de recebíveis do agronegócio e imobiliários (CRA e CRI, respectivamente). Os títulos proprietários, notadamente as ações, mas também os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e fundos de investimento imobiliário (FII), ainda mantêm um volume expressivo de operações regidas pela Instrução 400.

Tabela 1- Participação das emissões via ICVM 400 e ICVM 476 em cada valor mobiliário por ano - 2010 a 2021

Período	Debêntures		Notas Promissórias		Letras Financeiras		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%
2020	1%	99%	0%	100%	0%	100%	15%	85%
2021	2%	98%	0%	100%	-	-	15%	85%
Média	5%	95%	0%	100%	9%	91%	29%	71%

Período	CRI		FIDC		Ações		FII	
	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%
2020	0%	100%	21%	79%	54%	46%	27%	73%
2021	2%	98%	17%	83%	49%	51%	18%	82%
Média	13%	87%	34%	66%	67%	33%	39%	61%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024).

É interessante notar, portanto, que o rito de oferta simplificado se tornou o padrão na maior parte dos mercados de valores mobiliários, sem que houvesse uma indução de complementaridade entre emissões 476 e 400 nos mercados de dívida – os emissores acessam investidores profissionais, mas não dão um passo seguinte para acessar investidores de varejo nas emissões primárias. É um resultado interessante, uma vez que emissões de varejo normalmente estão associadas a custos mais baixos para as empresas que captam recursos, haja vista a base ampla de investidores (Merton, 1987). Esse aparente *puzzle* demanda investigar quais os efeitos mais amplos que a mudança na regulação de ofertas tiveram sobre o *modus operandi* dos participantes do mercado de capitais brasileiro.

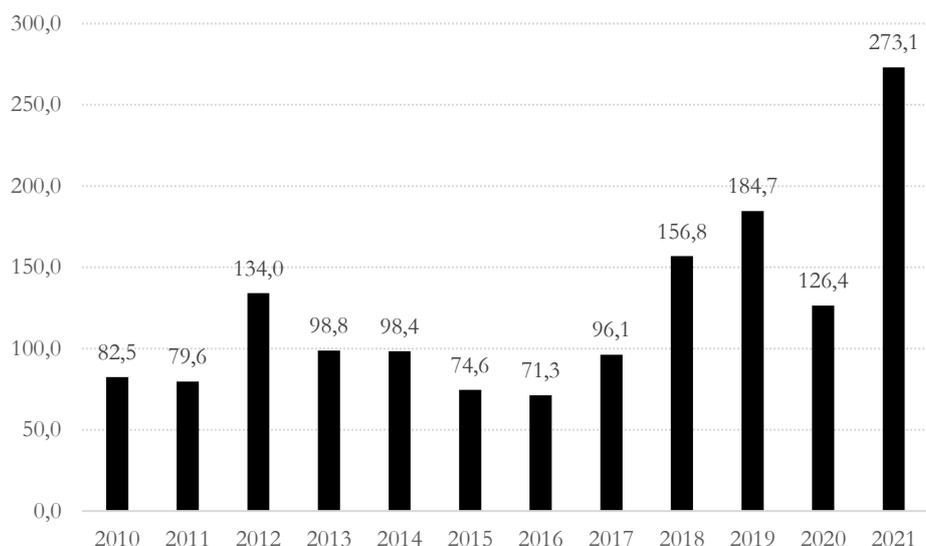
4. As emissões de debêntures 476 e a evolução do *modus operandi* dos bancos brasileiros

4.1. A evolução do mercado de debêntures (2010-2021)

O volume de emissões de debêntures apresentou grande volatilidade no período 2010 a 2021 (Gráfico 2). Entre 2010 e 2016 o mercado alternou momentos de expansão e contração. Entre 2017 e 2021, a tendência que prevalece é de forte crescimento do volume de emissões, com um pequeno interregno em 2020 devido à pandemia de covid-19. No primeiro subperíodo, a taxa média de crescimento real das emissões foi de apenas 1,6%. Já no segundo subperíodo, esse indicador foi de expressivos 40,1%, mesmo com o ano de 2020 incluso na amostra.

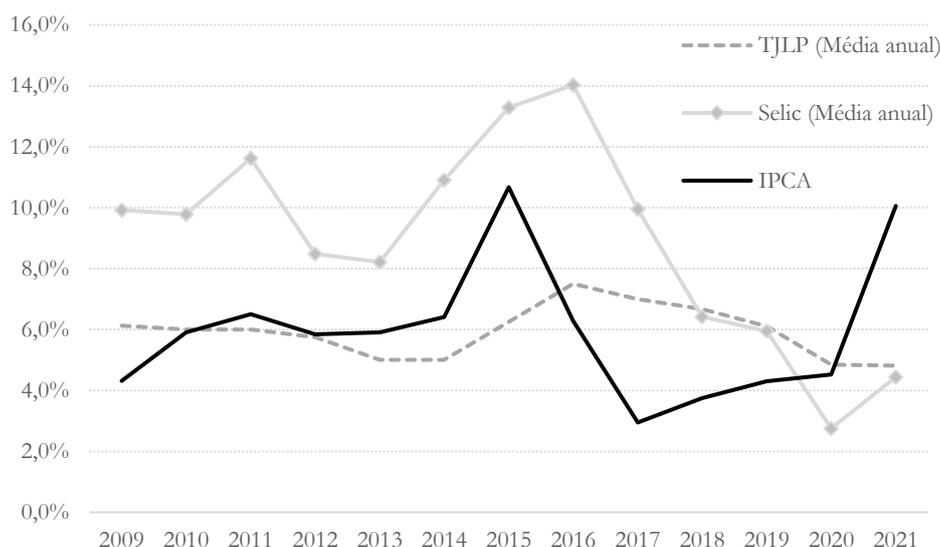
Esses resultados refletiram a conjuntura macroeconômica em cada subperíodo, guardando especial relação com o comportamento de duas variáveis macroeconômicas principais: a taxa de juros e a taxa de inflação (Gráfico 3). As duas variáveis funcionam como indexadores das emissões e determinam diretamente os custos de captação das empresas que vão a mercado. Períodos em que houve aumento das taxas de juros e inflação foram marcados pela diminuição das emissões, ao passo que períodos de redução desses indicadores proporcionaram maior dinamismo dos volumes captados no mercado de debêntures.

Gráfico 2- Emissões de Debêntures entre 2010 e 2021 – R\$ bilhões de 2019



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024).
Valores deflacionados 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) (%) - 2009 a 2021

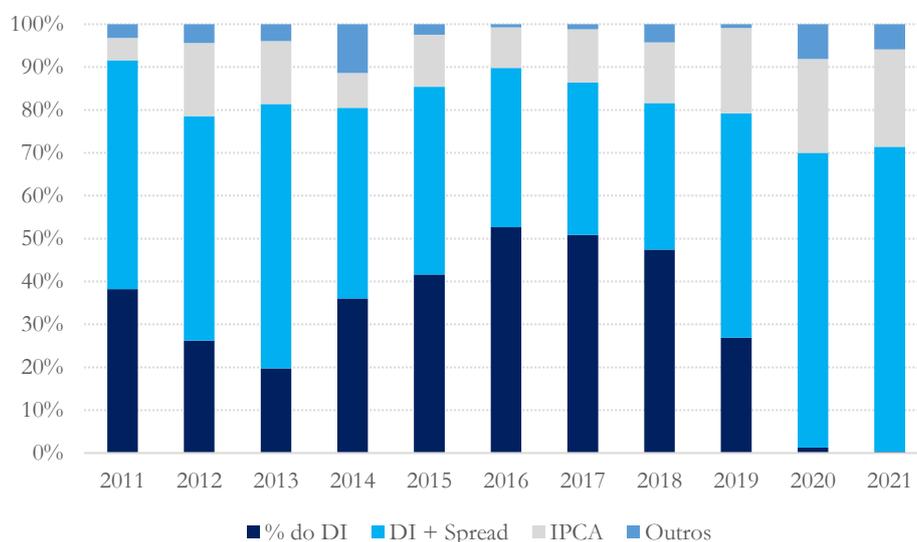


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BNDES (2024) e BCB (2024).

Nota-se que a taxa de juros dos depósitos interfinanceiros (DI), que guarda estreita relação com a taxa Selic, é o principal indexador das emissões de debêntures (Gráfico 4). Há uma mudança de perfil, que passou a contemplar cada vez menos a utilização de um percentual da taxa DI como referência (pós-fixado) em favor da combinação de uma parcela pós-fixada (DI) e uma parcela pré-fixada (*spread*). Ainda, é relevante notar o aumento dos ativos indexados ao IPCA desde 2017, especialmente, nos últimos três anos da amostra. Essa

mudança é interessante, pois o IPCA é usado como indexador da dívida pública de prazos mais longos, o que aparenta a existência de uma convergência do perfil de uma parcela dos valores emitidos para esse perfil de endividamento.

Gráfico 4- Indexadores do Total de Debêntures entre 2011 e 2021 – % por Volume



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024).

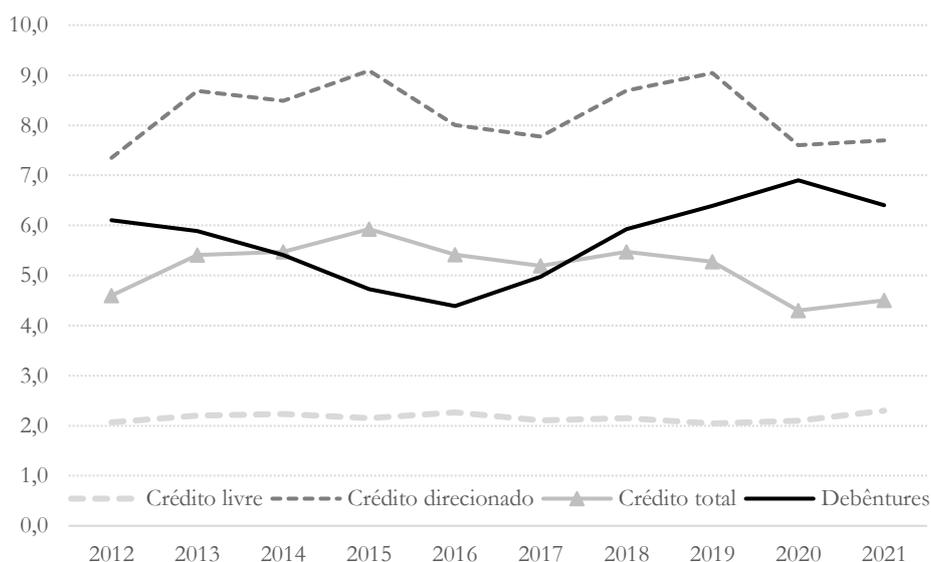
A comparação entre as condições das emissões de debêntures e de outras fontes de captação é também útil para compreender o movimento ocorrido nesse mercado. É possível observar no Gráfico 3 acima a evolução da taxa de juros de longo prazo (TJLP), que é a referência para a concessão de financiamento pelo BNDES. A partir de 2010, as taxas do BNDES caem, favorecendo a demanda das suas linhas de financiamento e diminuindo o interesse na oferta de debêntures. A partir de 2016, as diretrizes para atuação do Banco mudam significativamente, determinando o encolhimento da instituição e o encarecimento das suas linhas de crédito (Torres Filho et al., 2021). Ainda que as duas fontes de financiamento não sejam substitutas perfeitas (Montani et al., *no prelo*), há indicações que empresas de grande porte podem ter lançado mão das dívidas em mercado para suprir a ausência da atuação do banco em algumas linhas.

Notadamente, os prazos médios das emissões de debêntures (considerando a 1ª repactuação) são maiores do que aqueles ligados às concessões de empréstimos com recursos livres e menores do que os prazos de empréstimos com recursos direcionados (Gráfico 5). Para além de uma diferença quantitativa, 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, as operações têm como objetivo a ampliação da estrutura de capital instalada no país. Já o crédito com recursos livres não tem como destinação um fim específico, tendo o perfil de operações de curto prazo, como, por exemplo, o financiamento do capital de giro.

Em comparação com as concessões de crédito tradicional, as debêntures assumiram o nicho 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 via mercado, mas como extensão do canal dos bancos – discussão que será desenvolvida na próxima subseção –, revela um avanço marcante em relação ao financiamento tradicional, relacionado *stricto sensu* com empréstimos livres: as emissões de debêntures apresentam, em média, um prazo 3,5 anos maior do que essas transações.

Gráfico 5- Prazo Médio de Empréstimos a Pessoas Jurídicas e Emissões de Debêntures (em Anos) - 2012 a 2021



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024) e BCB (2024).

Nas próximas seções, vamos desenvolver o argumento acima, tentando elucidar como a coevolução entre as mutações geradas pela CVM e na forma de operar dos bancos permitiu que esse segmento do mercado se desenvolvesse dessa forma.

4.2. As debêntures 476 como operações virtuais de crédito bancário (2010-16)

A primeira etapa da gestação do novo canal de financiamento que buscamos descrever está ligada à difusão da emissão e negociação das debêntures 476 no mercado, a partir da evolução da regulação correlata. Os efeitos da mudança normativa passam primeiro

pela formação de uma base de conhecimento (*knowledge base*) entre os emissores e os intermediários ligados à emissão, que passaram a se inteirar das vantagens do novo rito de oferta.

O desempenho expressivo das emissões 476 em relação às emissões 400 não estava exatamente no escopo dos objetivos da CVM. A concepção original era que as emissões com esforços restritos funcionariam como um estágio inicial para as empresas com pouca, ou nenhuma, experiência no mercado financeiro trilharem um caminho de desenvolvimento nesse ambiente. O regulador esperava que, passado determinado tempo, ao terem as empresas se acostumado com as relações institucionais ligadas à regulação e desenvolvido laços com intermediários e os investidores em geral, as companhias aderissem às ofertas para um público mais amplo – no limite, esperava-se que em dado momento as empresas avançassem inclusive para a abertura de capital. Contudo, na prática, as emissões 476 não geraram esse tipo de efeito, senão em casos muito específicos. As emissões 400, mais caras e demoradas, ficaram relegadas a um segundo plano no caso das dívidas corporativas¹¹.

Esse resultado pode ser associado a dois elementos: conjunturais e estruturais-regulatórios.

Quanto ao elemento conjuntural, a regulação das ofertas com esforços restritos teve seus desdobramentos no período pós-crise financeira internacional de 2008-9. Os anos imediatamente subsequentes ao debacle são marcados pela reorganização das expectativas dos agentes e pelo desaquecimento na demanda por financiamento para investimentos mais expressivos (Paula & Pires, 2017). Nesse contexto, as debêntures 476 permitiam aproveitar melhor janelas de curtíssimo prazo e estavam associadas a uma maior flexibilidade para uso dos recursos, contando com a adesão de firmas que estavam à margem do mercado financeiro até então.

Quanto à questão estrutural-regulatória, a grande diferença entre as exigências de cada regime de oferta e a falta de incentivos concretos – ou determinações regulatórias – de migração entre eles ajuda a explicar o quadro. Emitir valores para investidores profissionais sob esforços restritos exige estar inserido em um formato societário menos custoso e possibilita emissões mais baratas, ainda que, *a priori*, menos líquidas. Cumulativamente às

¹¹ O mesmo não ocorreu no caso dos títulos de propriedade, pois há maiores restrições de negociação dos ativos emitidos dessa forma e a natureza da operação – em especial, no caso das aberturas de capital – difere significativamente do ato de se endividar junto a terceiros.

questões conjunturais descritas anteriormente, adequar-se aos padrões da oferta pública tradicional implicaria incorrer custos em um momento de marasmo econômico; assim, a obtenção dos recursos via ofertas restritas não possui o mesmo tipo de risco de um ambiente mais pessimista e de custos que a opção das ofertas de amplo alcance oferecia.

Ao mesmo tempo, as operações com esforços restritos proporcionaram aos bancos privados uma nova dinâmica operacional. A novidade gerada pela Instrução nº 476 passou por uma trajetória de apropriação não somente por parte de seus emissores, mas também por parte dos intermediários financeiros envolvidos nas ofertas. Os bancos no Brasil detêm um padrão comportamental que simplifica as revisões de aplicação de seus portfólios, haja vista os elevados *spreads* e aplicações indexadas, assim como o estado da concorrência nesse setor, caracterizado por uma estrutura de oligopólio, que acomoda um ritmo de inovação mais lento (Paula, 2014).

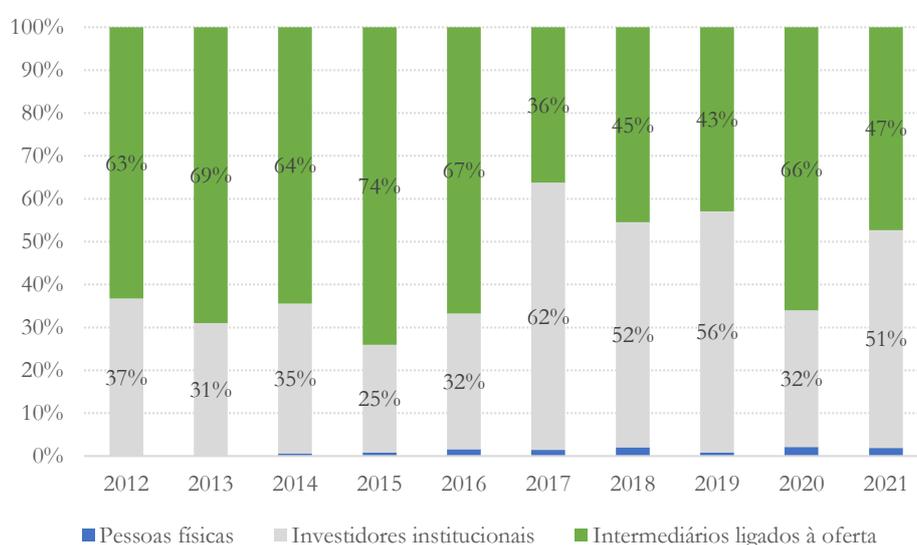
Com o passar do tempo, as emissões de debêntures 476 induzem uma mudança, com a criação de um circuito financeiro que passou a constituir uma extensão do circuito tradicional dos empréstimos bancários, configurando uma espécie de “crédito disfarçado” dos bancos para as empresas. Na realidade, a possibilidade do acesso ao mercado de capitais por novos emissores, que detinham fortes laços relacionais com os bancos, mas não “qualquer” mercado, e sim um mercado restrito e controlado pelos próprios bancos e entidades ligadas (como fundos de investimento por eles administrados), deu contornos a uma nova forma de financiamento das grandes empresas brasileiras.

Notadamente, as firmas do setor bancário assumem uma relação específica com suas instituições reguladoras. 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. A dialética regulatória opera e a “corrida armamentista coevolucionária” se desenrola: 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 regulação. Em outras palavras, os bancos se dedicam, portanto, a desenvolver possibilidades de superação dos paradigmas regulatórios, de modo a fruir quase-rendas extraordinárias.

O Gráfico 6 mostra que os intermediários e demais participantes ligados à oferta

de debêntures 476 eram os principais adquirentes desses ativos na primeira metade da década de 2010. Eles representavam mais de dois terços da demanda por esses papéis nas emissões primárias. Os bancos foram capazes de viabilizar a instrumentalização de um circuito financeiro criado entre as firmas demandantes de recursos e os próprios intermediários: após firmado, por certo tempo, o relacionamento via empréstimos tradicionais, com custos de capital regulatório para a instituição financeira, o próximo passo era a emissão de debêntures com esforços restritos, estruturada pelo banco, que era remunerado para tal, e comprada ou pela tesouraria do próprio bancos estruturador ou pelos fundos de investimento a eles ligados.

Gráfico 6- Distribuição das Ofertas de Debêntures ICVM 476 por Adquirente - em %



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024).

Essa maneira de financiamento permitia que os bancos obtivessem vantagens que uma concessão de crédito normalmente não disporia, permitindo que a instituição financeira ganhasse em vários momentos do processo e, inclusive, reduzisse a exposição ao risco de crédito do emissor em seu balanço (redirecionando-o, por exemplo, a fundos de investimento ofertados ao público em geral).

A elucidação desse circuito não traz consigo *a priori* nenhum juízo de valor. Até porque esse *modus operandi* dialoga com a promoção do financiamento de médio/longo prazo das empresas. Por um lado, essa mesma operação poderia ser feita diretamente por meio de financiamento de longo prazo pelos bancos, porém poderia estar associada a elevados custos financeiros para o emissor e regulatórios – requerimentos de capital – para o banco, o que a

inviabilizaria. Por outro lado, sob a ótica dos bancos, essa modalidade de financiamento não existia, o que abria a possibilidade de obtenção de lucros extraordinários para os pioneiros dessa atividade por meio da exploração de novos mercados¹².

O primeiro passo do processo tem como foco a emissão, o que envolve a estruturação da operação por parte do banco, contratado pela firma emissora para prestar esse serviço. Esse é o momento no qual a preparação do aparato técnico-jurídico envolvendo as debêntures é realizada, mesmo que de forma simplificada devido à maior flexibilidade da Instrução nº 476. Há o anúncio da oferta para os investidores qualificados/profissionais, que tem perfil compatível com esses papéis – os quais podem, inclusive, exigir uma maior 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 efetivamente comprarão os ativos, assim como suas respectivas cotas de compra e preços pretendidos. Daí decorre a emissão e a efetivação da operação 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 ou fundos ligados para adquirir uma determinada parte da 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, permitindo auferir uma perspectiva sobre a potencial demanda daquele ativo. O intermediário é, já nesse momento, capaz de prospectar a liquidez do ativo no mercado secundário, a ser negociado com um *spread* que irá remunerar o banco. Ademais, a estruturação do *bookbuilding* e possibilidade de compra pelo banco de cotas nesse momento, deflagra um 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

¹² A contratendência da realização desses lucros está na capacidade de os emissores gerarem um fluxo de rendas que viabilize o pagamento da dívida, o que, em um cenário de baixo dinamismo econômico, exacerba os riscos de inadimplência. Incluir essa modalidade de financiamento dentro do mix de serviços bancários oferecidos precisa também dialogar com a própria preferência pela liquidez dos bancos, uma vez que o esquema de remuneração, prazos e garantias disponíveis às empresas demanda uma revisão para adequação com esse serviço inédito.

poderem ser revendidas em um mercado secundário para outros investidores qualificados/profissionais com um *spread*. Com isso, é possível transferir os riscos – de crédito e mercado –, na medida em que o mercado para esse tipo de papel se estabelece é categorizado pela atômica da revenda. Isto é, não é preciso carregar o valor até o vencimento, diferentemente de um empréstimo tradicional, que necessita maturar para abrir espaço no balanço da instituição¹³, permitindo lidar melhor com a situação de sua exigência de capital e mitigar os custos de capital regulatório.

A tesouraria pode revender, ainda, para fundos de investimentos administrados pela própria instituição financeira, já embutindo um *spread* de ganho. Alternativamente, a aquisição pode ocorrer diretamente por esse fundo, ocasião na qual os riscos de crédito e de mercado do ativo são diretamente transferidos aos cotistas dos fundos – seus efetivos proprietários. Ao gestor do fundo é possibilitada a diversificação da carteira com novos ativos de crédito, ao passo que aos investidores é oferecida a rentabilidade compatível com os parâmetros de mercado e do risco do emissor e do ativo – caso o ativo valorize e a rentabilidade aumente, o gestor ganha também com uma parcela maior de taxa de administração dos ativos.

Nesse processo os bancos dispunham de uma elevada liberdade de ação, já que influenciam a alteração das condições finais da operação global (empréstimo-debênture) e o formato das emissões. Nesse esquema, o banco possui três estágios de ganho: como estruturador das operações, como revendedor no mercado secundário, como administrador do fundo de investimento (caso esse elo esteja presente) e como recebedor dos juros e principal do ativo, caso deseje a manutenção desses papéis em sua carteira¹⁴.

O ano de 2017 serviu como ponto de virada para reestabelecer as rotinas que respondem a uma situação de instabilidade. A evolução do mercado primário de debêntures abriu caminho para que, nos períodos subsequentes, outros agentes se apropriassem do instrumento, levando ao desenvolvimento desse mercado em linhas mais convencionais, alinhadas às experiências internacionais de mercado de capitais.

¹³ As operações de securitização também servem a esse propósito.

¹⁴ Por Basileia emprestar ou adquirir uma debênture tem fatores de ponderação pelo risco de crédito idênticos. No caso das debêntures, há também exigência de capital regulatório para a parcela do risco de mercado. Em geral, do ponto de vista do custo de capital, só faz sentido a tesouraria de um intermediário comprar o papel se vislumbrar a possibilidade de revenda, em mercado ou para algum fundo ligado, obtendo um *spread* em cima da operação.

4.3. As debêntures como instrumento do mercado de capitais? (2017-2021)

O *credit crunch* ocorrido entre 2015 e 2016 teve fortes impactos negativos sobre o mercado de debêntures: as emissões caíram, em média, 14,3% em termos reais no biênio. Foi um momento de inflexão da fragilidade financeira das empresas, com um aumento expressivo do número de firmas enquadradas em uma situação mais frágil (Fernandes, 2023, p. 62–70). Da parte dos bancos, houve uma acentuação da aversão ao risco, com realocação dos portfólios em ativos mais líquidos, restrições ao crédito, redução de prazos e priorização de concessões de modalidades com melhores garantias (Paula & Alves Júnior, 2020). Na outra ponta, a demanda por crédito foi afetada pela redução das perspectivas de lucro e pela tendência de desaceleração do investimento.

O período subsequente, porém, é caracterizado pela consolidação do mercado de debêntures e por um maior alinhamento das operações cursadas com o padrão tradicional de mercado de capitais – e não como uma mera extensão do crédito bancário, como descrito na subseção anterior. É importante frisar que não houve ruptura com o modelo anterior, mas a mudança das condições macroeconômicas condicionou uma nova dinâmica, de maior dinamismo e independência da demanda dos intermediários.

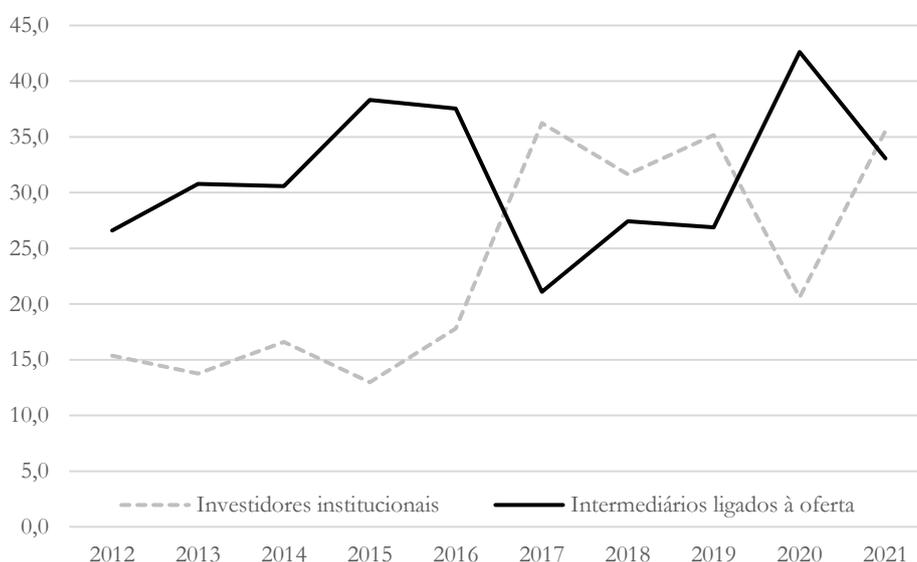
O primeiro elemento que aponta nessa direção é a elevação da demanda de investidores institucionais, que passam a ter o maior peso como subscritores e adquirentes das ofertas de debêntures 476. O Gráfico 7 mostra que a demanda desses agentes superou a de bancos e intermediários ligados à oferta a partir de 2017. Em termos percentuais, a média de participação de investidores institucionais no período de 2017 a 2021 foi de 50,7% – ver Gráfico 6 na subseção anterior para os dados anuais. Por trás desse movimento está a redução das taxas de juros na economia, que passaram a demandar uma nova estratégia dos gestores de fundos de investimento e de pensão para manter a mesma rentabilidade pregressa, o que levou a uma diversificação dos portfólios e maior demanda por ativos de crédito privados.

As debêntures 476 se mostraram atrativas para os investidores institucionais, pois remuneravam taxas similares a dos títulos públicos federais acrescidas de um *spread* muitas vezes expressivo. Comumente, essa remuneração elevada tinha como contraponto maturidades relativamente mais altas e baixa liquidez dos ativos, com mercados secundários pouco desenvolvidos e, na maior parte das vezes, restritos à comercialização entre poucos investidores qualificados. Contudo, o ano de 2017 registrou um forte movimento no mercado secundário de debêntures, indicando uma grande recomposição dos portfólios dos agentes

participantes desse mercado e abrindo espaço para uma nova dinâmica de funcionamento (Gráfico 8).

Na prática, a queda nas taxas de juros levou a uma forte valorização dos papéis em carteira dos bancos e fundos ligados, o que estimulou as ofertas de vendas para realização desses lucros. Por sua vez, o movimento de diversificação de carteira de outros investidores institucionais estimulou a demanda por papéis. Com isso, o ano de 2017 premiou a estratégia dos anos anteriores: os bancos puderam liquidar as operações de debêntures 476 com lucros expressivos.

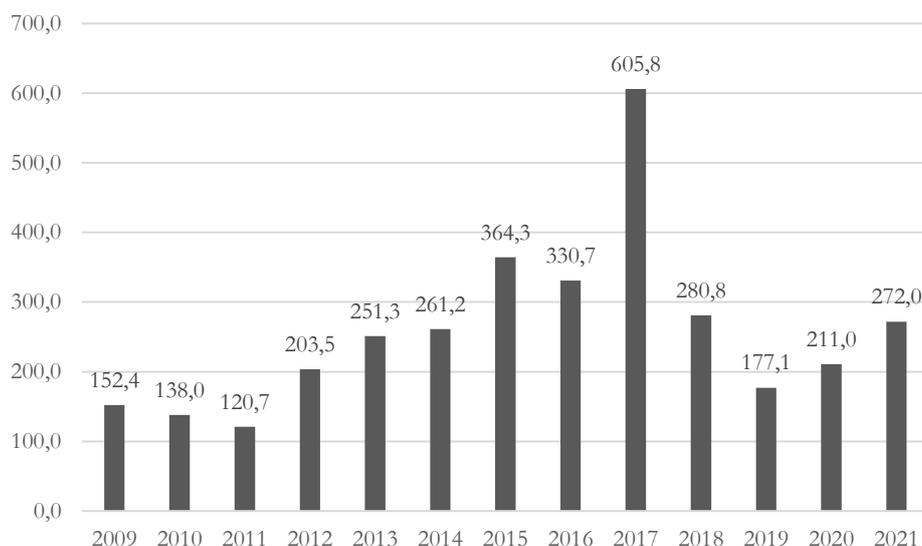
Gráfico 7- Evolução do volume real de ofertas de debêntures 476 adquiridas por investidores institucionais e intermediários ligados à oferta (R\$ bilhões) - 2012 a 2021



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024).

* Deflacionado a preços de 2019 com base no IPCA.

Gráfico 8- Volume Real de Negociações no Mercado Secundário de Debêntures (R\$ bilhões) - 2010 a 2021



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Anbima (2024).

* Deflacionado a preços de 2019 com base no IPCA.

As oportunidades de renovar o circuito financeiro num cenário de taxas de juros mais baixas, porém, foram afuniladas pela nova regulamentação bancária em vigor – Basileia III entrou em vigor tornou mais rigorosa a apuração dos riscos nos balanços dos bancos – e limitadas pelos mercados já explorados, colocando em xeque as possibilidades de negócios tão lucrativos para os bancos quanto antes – agora, os investidores institucionais atuavam diretamente nos mercados primários, demandando papéis e influenciando a precificação de forma mais intensa. As debêntures 476 continuaram a servir como instrumentos de extensão do crédito bancário, mas passaram a obedecer uma nova lógica, na qual os *spreads* de revenda das ofertas primárias deixaram de ser apropriados somente pelos bancos¹⁵.

Por fim, uma característica importante do modelo que se consolidou no mercado de dívida corporativa é que os investidores de varejo (que não são qualificados ou profissionais) não tem acesso direto às emissões primárias: só podem fazê-lo por meio dos mercados secundários, o que normalmente se restringe a investidores de alta renda, ou por meio de aplicações em fundos de investimento e pensão geridos por investidores institucionais. No primeiro caso, arcam com os *spreads* de venda; no segundo caso, arcam

¹⁵ A turbulência dos mercados durante a pandemia de covid-19 chegou a exigir uma maior participação de intermediários ligados à oferta na demanda dos papéis (o mesmo ocorreu com a crise das Americanas em 2023), porém, tão logo superados os impactos mais agudos da crise, os investidores institucionais voltaram a ter protagonismo nas emissões.

com as taxas de administração desses veículos de investimento. Além disso, a rentabilidade desses fundos costuma ficar muito aquém da rentabilidade de investimentos diretos nos ativos de crédito privado. O detalhamento dessa discussão foge ao escopo do presente artigo, mas aponta para um ponto de atenção importante: o desenvolvimento de mercado se deu com os investidores de varejo à margem, cabendo uma discussão das consequências da evolução do mercado também sob sua perspectiva.

5. Considerações Finais

As transformações pelas quais o sistema financeiro brasileiro passou nos últimos anos foram analisadas neste trabalho a partir de uma ótica pouco frequente na literatura, segundo a qual o sistema econômico se enquadra dentro de uma analogia evolucionária. A combinação de elementos da economia evolucionária com a abordagem minskyana permitiu caracterizar a dinâmica entre reguladores e regulados sob a perspectiva da *coevolução*, caracteriza também por uma *dialética regulatória* em que a conformação e a superação das regras vigentes operam em constante tensão.

A regulamentação das ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos no Brasil tinha como objetivo baratear e simplificar as emissões, atrair mais emissores e, em última instância, gerar um maior aprofundamento do mercado de capitais. Embora restringisse o público alvo a investidores qualificados/profissionais num primeiro momento, a mudança tinha o potencial de gerar maior independência das empresas em relação aos bancos, cujos empréstimos ofereciam condições pouco atrativas – altas taxas de juros e prazos curtos – no mercado brasileiro. Essas ofertas seriam a porta de entrada para que as empresas brasileiras avançassem no acesso aos investidores, crescessem cada vez mais e, no limite, se tornassem grandes *players* em seus mercados – o que poderia vir a culminar na abertura de capital como último estágio da maturidade das firmas.

Na prática, a mudança regulatória gerou a oportunidade para que os bancos explorassem uma nova fronteira de lucratividade, que envolvia a estruturação das emissões de dívida corporativa como extensão dos empréstimos tradicionais ou dos interesses gerenciais dos próprios bancos em relação a seus balanços. Ao invés de operarem como dívidas corporativas de amplo acesso ao público investidor, as debêntures 476 funcionavam como instrumentos de crédito “semi-privados”, restritos aos intermediários ligados às ofertas públicas com esforços restritos. Isso viabilizava a distribuição do risco de crédito para investidores institucionais vinculados às próprias instituições líderes das ofertas ou a

manutenção dos ativos em carteira para posterior venda com lucros extraordinários – quando não as duas estratégias juntas.

Essas emissões foram, portanto, instrumentalizadas pelas instituições financeiras, mas desempenharam um papel relevante enquanto instrumento de financiamento de prazos mais dilatados sob a ótica das empresas. Esse expediente foi particularmente importante num contexto de encolhimento do BNDES, em que a oferta de recursos em melhores condições se tornou ainda mais escassa. Com a queda da taxa de juros a partir de 2017, a demanda por papéis ganhou tração, abrindo espaço para a entrada de outros investidores institucionais e maior amadurecimento do mercado de dívida corporativa. Este se divide hoje entre operações sob a batuta dos bancos e operações pulverizadas (ainda que de forma restrita) entre grandes investidores; um mercado de varejo pujante, mesmo que idealizado, ainda é uma peça que falta nesse mosaico.

Em julho de 2022, a CVM alterou profundamente a regulamentação das ofertas públicas, ao editar a Resolução nº 160, que unificou os ritos de oferta numa só norma. Essa mudança buscou incorporar as práticas, adaptações e evoluções que o regime dual anterior (400 vs. 476) consolidou ao longo dos anos, em linha com o descrito neste trabalho. Mais uma vez, o regulador advogou que coloca numa balança maior agilidade e menores custos e as necessidades informacionais para proteger investidores e a integridade de mercado. O diagnóstico oferecido neste artigo pode ser um ponto de partida relevante para apreciar os limites da estratégia regulatória anterior e delimitar as possibilidades do novo regime. Em última análise, permitir que os intermediários e participantes do mercado sejam capazes de operar de forma lucrativa faz parte do jogo, mas isso deve vir acompanhado de um maior acesso, em melhores condições, das empresas ao mercado de capitais, bem como de aprimoramentos para o público investidor em geral.

Referências

- ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2010). *Basileia III - Novos Desafios para a Adequação da Regulação Bancária. Perspectivas*, (1).
- ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2011). *O G20 e a Reforma da Regulação Financeira. Perspectivas*, (3).
- ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

- Boletim do Mercado de Capitais. Vários Números, 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm>, acesso em 29 de Junho de 2024.
- BCB – Banco Central do Brasil. Sistema Gerenciador de Séries Temporais, 2024. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>, acesso em 29 de Junho de 2024.
- BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Taxa de juros de Longo Prazo – TJLP. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp>>, acesso em 29 de Junho de 2024.
- Brandão, V. (2021). Crédito Consignado: uma análise dos impactos dessa inovação financeira para o desenvolvimento econômico brasileiro. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, 182–212.
- Carcanholo, R. A. & Nakatani, P. (1999). O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. *Ensaio FEE*, 20(1), 284–304.
- Caverzasi, E. & Tori, D. (2018). The Financial Innovation Hypothesis: Schumpeter, Minsky and the sub-prime mortgage crisis. *LEM Papers Series*, (36). Laboratory of Economics and Management (LEM), Sant’Anna School of Advanced Studies, Pisa, Italy.
- CGFS - Committee on the Global Financial System (2018). *Structural changes in banking after the crisis*. CGFS Papers. Basil: Bank for International Settlements.
- Cintra, M. A. M., Freitas, M. C. P. de & Ferreira, C. K. L. (eds.). (1998). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado* (1a Ed.). São Paulo: Fapesp, FUNDAP.
- CVM, C. de V. M. (2003). *Instrução 400: Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88*. Brasil.
- Eizirik, N., Gaal, A. B., Parente, F. & Henriques, M. F. (2019). *Mercado de Capitais: Regime Jurídico* (4a Ed.). Rio de Janeiro: Quartier Latin.

- Fernandes, M. S. (2023). *Finaneirizaçãp e fragilidade financeira: aspectos teóricos e análise empírica das firmas não-financeiras no Brasil entre 2010 e 2019*. Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- Freitas, M. C. P. (2013). Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. In M. A. M. CINTRA & E. B. SILVA FILHO (eds.), *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro* (1a Ed.). Brasília: Ipea.
- Grabel, L. (1995). Speculation-led economic development: a post-Keynesian interpretation of financial liberalization programmes in the Third World. *International Review of Applied Economics*, 9(2), 127–149. Edward Arnold. DOI: 10.1080/758538249.
- Hermann, J. (2011). Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. *Brazilian Journal of Political Economy*, 31(3), 397–414. Centro de Economia Política. DOI: 10.1590/S0101-31572011000300005.
- Hermann, J. & Martins, N. M. (2012). Mercado de Ações no Brasil: O Perfil de Risco da Expansão de 2004-11. *Análise Econômica*, 30(58). DOI: 10.22456/2176-5456.18975.
- Hodgson, G. M. (2002). Darwinism in economics: From analogy to ontology. *Journal of Evolutionary Economics*, 12(3), 259–281. Springer. DOI: 10.1007/S00191-002-0118-8/METRICS.
- Kane, E. J. (1988). Interaction of Financial and Regulatory Innovation. *The American Economic Review*, 78(2), 328–334. American Economic Association.
- Keynes, J. M. (1973). *The Collected Writings of John Maynard Keynes: Volume 14, The General Theory and After: Part II. Defence and Development*. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Cambridge University Press.
- Kregel, J. & Tonveronachi, M. (2014). *Fundamental principles of financial regulation and supervision* (No. 29).
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth - Volume 1, Part A*, Handbook of Economic Growth (Vol. 1, p. 865–934) (1a Ed.). Elsevier. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9).
- Mendonça, A. R. R. de & Deos, S. (2020). Regulação Bancária: Uma Análise De Sua Dinâmica Por Ocasão Dos Dez Anos Da Crise Financeira Global. *Revista de Economia Contemporânea*, 24(2), 1–26. FapUNIFESP (SciELO). DOI: 10.1590/198055272427

- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510. John Wiley & Sons, Ltd. DOI: 10.1111/J.1540-6261.1987.TB04565.X.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw Hill professional (1^o ed). McGraw-Hill Education.
- Minsky, H. (1988). Schumpeter: Finance and Evolution. *Hyman P. Minsky Archive*.
- Montani, N., Torres, E. T., Magalhães, L., Pereira, T. & Libera, V. ([s.d.]). O BNDES e o Mercado de Capitais: Esclarecimentos para o Debate Público no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy* (no prelo).
- Nelson, R. R. & Winter, S. G. (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Belknap Press Series (1a Ed.). Belknap Press of Harvard University Press.
- Paula, L. F. De & Alves Júnior, A. J. (2020). Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. *Revista de Economia Contemporânea*, 24(2), 1–32. Universidade Federal do Rio de Janeiro. DOI: 10.1590/198055272425.
- Paula, L. F. de & Faria Jr, J. A. de. (2012). Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. *Revista de Economia Contemporânea*, 16(1), 107–137. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. DOI: 10.1590/S1415-98482012000100006.
- Paula, L. F. de & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31(89), 125–144. Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo. DOI: 10.1590/S0103-40142017.31890013.
- Paula, L. F. de, Oreiro, J. L. & Basilio, F. A. C. (2013). Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: O papel dos bancos públicos federais. *Nova Economia*, 23(3), 473–520.
- Paula, L. F. de. (2014). *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma abordagem keynesiana* (1a Ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Pereira, F. M., Pedras, G. B. V. & Gragnani, J. A. (2009). Mercado Secundário da Dívida Pública Federa. In A. C. SILVA, L. O. CARVALHO & O. L. MEDEIROS (eds.), *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional.

- Plihon, D. (1995). A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, 4(2), 61–78.
- Possas, M. L. (2008). Economia evolucionária neo-schumpeteriana: elementos para uma integração micro-macrodinâmica. *Estudos Avançados*, 22(63), 281–305. Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo. DOI: 10.1590/S0103-40142008000200021.
- Schumpeter, J. A. (1991). *Capitalismo, socialismo e democracia*. Biblioteca Fundo Universal de Cultura, Estante de economia (1º Ed.). São Paulo: Editora Fundo de Cultura.
- Sobreira, R. (2005). *Regulacao Financeira e Bancaria* (1º Ed.). São Paulo: Atlas.
- Soler, M. C. (2002). Coevolución. *EVOLUCIÓN: La base de la Biología* (1º Ed.). Madrid: Proyecto Sur de Ediciones.
- Torres Filho, E., Macahyba, L. & Martins, N. M. (2021). *Crédito Corporativo de Longo Prazo no Brasil: do BNDES à Intermediação Privada?* Rio de Janeiro.
- Torres, E. T. & Macahyba, L. (2012). *O Elo Perdido: O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas*. São Paulo.
- Veiga, M. G. & Pedreiro, M. de M. (2012). Ofertas de valores mobiliários com esforços restritos de colocação (Securities Offerings with Restricted Distribution Efforts in Brazil), 07, 1–18.
- Yazbek, O. (2009). *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais* (2º Ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.