

Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
Instituto de Economia e Relações Internacionais (IERI/UFU)
Curso de Graduação em Ciências Econômicas

Isabela Lara Fernandes

**Diversificação das Fontes de Financiamento para as Empresas:
Títulos de Dívida Corporativa disponibilizados pelo Mercado
de Capitais**

Uberlândia

2025

Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
Instituto de Economia e Relações Internacionais (IERI/UFU)
Curso de Graduação em Ciências Econômicas

Isabela Lara Fernandes

Diversificação das Fontes de Financiamento para as Empresas: Títulos de Dívida Corporativa disponibilizados pelo Mercado de Capitais

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais, da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Marcelo Sartorio Loural

Uberlândia

2025

Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
Instituto de Economia e Relações Internacionais (IERI/UFU)
Curso de Graduação em Ciências Econômicas

Isabela Lara Fernandes

Diversificação das Fontes de Financiamento para as Empresas: Títulos de Dívida Corporativa disponibilizados pelo Mercado de Capitais

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais, da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Marcelo Sartorio Loral

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 24 de setembro de 2025

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loral

Profa. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

Prof. Dr. Júlio Fernando Costa Santos

Resumo

Este trabalho investiga a diversificação das fontes de financiamento empresarial no Brasil, com ênfase na evolução do mercado de títulos de dívida corporativa entre 2017 e 2023. Constatando que as empresas brasileiras historicamente dependeram do crédito bancário, especialmente, do financiamento estatal via BNDES, esta pesquisa busca compreender em que medida a expansão do mercado de capitais pode oferecer alternativas mais robustas e diversificadas de captação de recursos. A pesquisa articula revisão teórica — contemplando as abordagens da *Pecking Order Theory*, do *Static Trade-Off Model* e as contribuições de Keynes e Minsky sobre financiamento do investimento — com análise documental e estatística baseada em dados da CVM e da ANBIMA. Os resultados apontam que, apesar da persistência da predominância do crédito bancário, os títulos de dívida corporativa vêm ganhando espaço como principal via alternativa de financiamento, com destaque para as debêntures, que responderam por mais de 80% do montante captado em 2022, além do crescimento recente das notas comerciais. Entretanto, permanecem desafios relacionados à liquidez, concentração em grandes empresas, regulamentação robusta e necessidade de maior participação de investidores institucionais e pessoas físicas para consolidar um mercado de capitais mais robusto e eficiente no Brasil.

Palavras-chave: financiamento empresarial; mercado de capitais; títulos de dívida corporativa.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	4
2. ESTRUTURA DE CAPITAL E DECISÕES DE FINANCIAMENTO.....	9
2.1 TEORIAS DE ESTRUTURA DE CAPITAL E FINANCIAMENTO DE INVESTIMENTO	9
2.1.1) TEORIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL: <i>PECKING ORDER THEORY</i> E <i>STATIC TRADE-OFF MODEL</i>	9
2.1.2) TEORIA DO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO: KEYNES E MINSKY	10
2.1.3) CIRCUITO DE FINANCIAMENTO: FINANCE - FUNDING	13
3. MERCADO DE CAPITAIS COMO ESTRATÉGIA DE DIVERSIFICAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS.....	15
3.1 INSTRUMENTOS DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA	15
3.2 O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS NA DIVERSIFICAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO	17
3.3 O POTENCIAL DO MERCADO DE DÍVIDA E AÇÕES PARA AS EMPRESAS BRASILEIRAS.....	18
3.4 BENEFÍCIOS DO USO DO MERCADO DE CAPITAIS NA DIVERSIFICAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO.....	19
3.5 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS COMO VETOR DE CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	19
3.6 DESAFIOS E LIMITAÇÕES NA UTILIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	20
3.7 O MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA NO BRASIL.....	21
4. ANÁLISE DE DADOS DOS TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA NO BRASIL.....	24
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
6. REFERÊNCIAS	31

1. Introdução

O financiamento empresarial constitui um dos pilares do desenvolvimento econômico, na medida em que a disponibilidade de recursos financeiros para investimentos impacta diretamente a capacidade de crescimento, inovação e competitividade das companhias. No Brasil, historicamente, o crédito bancário e a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) assumiram papel central no suprimento de capital de longo prazo, funcionando como principal fonte de financiamento corporativo (CINTRA; SILVA FILHO, 2013). Esse modelo, baseado em forte intervenção estatal, garantiu a expansão industrial em diferentes períodos, especialmente durante a segunda metade do século XX, quando o crédito subsidiado desempenhou papel fundamental no financiamento de setores estratégicos da economia brasileira. O BNDES, em particular, consolidou-se como principal agente de fomento de longo prazo, responsável por financiar infraestrutura, energia e grandes conglomerados industriais (CINTRA; SILVA FILHO, 2013). Tal arranjo, embora eficiente em promover a industrialização e reduzir gargalos estruturais, apresentou limitações à medida que aumentaram as restrições fiscais do Estado e a necessidade de maior participação do setor privado no financiamento do desenvolvimento (PAULA; FARIA JR., 2012).

Além disso, a elevada dependência do crédito direcionado reduziu o dinamismo do mercado de capitais, limitando a diversificação de instrumentos de financiamento disponíveis às empresas (PINHEIRO; OLIVEIRA FILHO, 2011). Essa característica contrasta com economias avançadas, em que o mercado de títulos corporativos possui papel mais consolidado na alocação de poupança e no suporte a investimentos de longo prazo (CARVALHO; PAULA; SARAIVA, 2007). Assim, a retração progressiva do crédito subsidiado, especialmente após a década de 2010, tornou evidente a necessidade de fortalecimento do mercado de capitais como via complementar de financiamento, com ênfase na ampliação das emissões de instrumentos de dívida privada.

A partir dos anos 2000, com a intensificação das reformas institucionais e a consolidação de marcos regulatórios, o mercado de capitais brasileiro passou a assumir protagonismo crescente no financiamento das empresas. Um marco desse processo foi a criação do Novo Mercado em 2000, segmento especial da B3 voltado a companhias comprometidas com elevados padrões de governança corporativa, que impulsionou a abertura de capital e fortaleceu a confiança de investidores institucionais e estrangeiros (CARVALHO, 2002). Outro ponto decisivo foi a Lei nº 10.303/2001, que modernizou a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº

6.404/76), ampliando os direitos dos acionistas minoritários e melhorando a transparência (PINHEIRO, 2008). Em paralelo, a regulação conduzida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi progressivamente adaptada às práticas internacionais, estimulando maior segurança jurídica e reduzindo custos de transação (CVM, 2019). Essas mudanças permitiram a ampliação das emissões de instrumentos de renda fixa e variável, fortalecendo o mercado como alternativa ao financiamento bancário. Segundo Paula e Faria Jr. (2012), a partir de meados da década de 2000, “observa-se aumento significativo das emissões de debêntures e de certificados de recebíveis, em um ambiente marcado pela maior participação de investidores institucionais” (p. 118). De fato, dados da ANBIMA (2024) confirmam que, entre 2010 e 2020, o mercado de dívida privada mais do que dobrou de tamanho, refletindo a demanda por diversificação de fontes de financiamento pelas empresas e a busca por maior rentabilidade por parte dos investidores.

Do ponto de vista teórico, o debate acerca da estrutura de capital das empresas fornece fundamentos essenciais para analisar a relevância dos instrumentos de dívida privada. A *Pecking Order Theory*, proposta por Myers (1984), baseia-se na premissa de que existe forte assimetria de informação entre gestores e investidores externos, o que torna mais custoso para a firma emitir novas ações do que utilizar recursos internos. Nesse sentido, a hierarquia de preferência das empresas segue uma ordem: primeiramente, financiamento por meio de lucros retidos; em seguida, endividamento; e, apenas em último caso, emissão de ações. A lógica central é que gestores têm mais informações sobre o valor real da firma do que investidores, de modo que a emissão de ações pode ser interpretada pelo mercado como um sinal de sobreavaliação, resultando em desvalorização (MYERS; MAJLUF, 1984). Assim, o endividamento é visto não como uma escolha ótima, mas como a alternativa menos custosa quando os recursos internos não são suficientes. Por outro lado, o *Static Trade-off Model*, desenvolvido por Bradley, Jarrell e Kim (1984), parte de uma lógica distinta, defendendo que existe um nível ótimo de endividamento que maximiza o valor da empresa. O modelo considera que a dívida possui benefícios claros, como a dedutibilidade dos juros para fins fiscais (o chamado escudo fiscal da dívida), mas também custos relevantes, como os custos de falência e de *distress* financeiro. Nesse contexto, a estrutura de capital resulta do equilíbrio entre esses fatores: quanto maior a dívida, maiores os benefícios fiscais; contudo, acima de determinado ponto, os custos de insolvência superam os ganhos. A teoria prevê, portanto, que cada empresa ajusta seu nível de endividamento de forma a equilibrar essas forças. Estudos empíricos reforçam as discussões teóricas, uma vez que, Brito, Corrar e Batistella (2007) apontam que

fatores como risco, tamanho e composição dos ativos são determinantes da estrutura de capital das maiores empresas no Brasil. Godói, Yoshino e Oliveira (2008), por sua vez, destacam a importância da adequada mensuração do risco de crédito em carteiras de debêntures, ressaltando que a confiança do investidor depende da transparência e da segurança regulatória para garantir liquidez e eficiência ao mercado secundário.

Além das contribuições teóricas e empíricas, é importante destacar o papel do arcabouço regulatório na evolução do mercado de capitais brasileiro. Nas últimas duas décadas, diferentes medidas foram implementadas no sentido de modernizar a legislação e ampliar a segurança para emissores e investidores. Um exemplo foi a Lei nº 10.303/2001, que reformulou a Lei das Sociedades por Ações, introduzindo maior proteção a acionistas minoritários e exigências de transparência (PINHEIRO, 2008). Mais recentemente, a Lei nº 14.195/2021 instituiu as notas comerciais, instrumento de dívida destinado a substituir gradualmente as notas promissórias, oferecendo maior flexibilidade regulatória e redução de custos de emissão. A regulamentação pela Resolução CVM nº 60/2021 consolidou esse título, que já apresentou resultados relevantes nos dois primeiros anos de existência (CVM, 2023).

Paralelamente, dados divulgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2019) confirmam que os títulos de dívida corporativa respondem pela maior parte dos recursos levantados no mercado de capitais brasileiro. O relatório mostra que, entre 2014 e 2018, 84% do volume total captado correspondeu a instrumentos de renda fixa corporativa, enquanto apenas 10% foram obtidos por meio de ações, seja em ofertas públicas iniciais ou subsequentes. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2024) complementa esse diagnóstico ao apontar que, em 2022, o montante captado por debêntures superou R\$ 270 bilhões, consolidando-se como o ativo mais relevante do mercado de dívida privada, ao passo que instrumentos como FIDCs, CRIs e CRAs, ainda que em menor proporção, vêm ampliando sua representatividade.

Diante disso, a pesquisa discorre sobre a diversificação dos meios de financiamento através dos instrumentos de dívida corporativa, em especial no período recente marcado por transformações regulatórias e mudanças nas condições macroeconômicas. O presente trabalho tem como objetivo geral analisar a evolução das emissões de títulos de dívida corporativa no Brasil entre 2017 e 2023, com foco na comparação entre volume de operações e montante financeiro captado. Como objetivos específicos, busca-se: (i) identificar quais instrumentos se destacaram em termos de crescimento; (ii) avaliar a contribuição de ativos tradicionais, como debêntures e FIDCs, e de instrumentos emergentes, como as notas comerciais; e (iii) relacionar

os movimentos observados às condições institucionais e macroeconômicas que caracterizaram o período.

Este artigo é composto por três seções, além desta Introdução e das Considerações Finais. A seção 2 aborda a relação entre estrutura de capital, decisões de financiamento e investimento, por diferentes perspectivas teóricas, além do circuito de financiamento *finance – funding*. A seção 3 traz mecanismos alternativos de financiamento presentes nos mercados de capitais para, na seção 4, serem apresentados dados e informações sobre tais produtos.

2. Estrutura de Capital e Decisões de Financiamento

2.1 Teorias de Estrutura de Capital e Financiamento de Investimento

2.1.1 Teoria da Estrutura de Capital: *Pecking Order Theory* e *Static Trade-off Model*

As teorias de estrutura de capital e financiamento das empresas oferecem explicações sobre as decisões de captação de recursos e a composição da estrutura de capital das corporações. Entre as principais abordagens estão a *Pecking Order Theory* e o *Static Trade-off Model*, cada uma propondo um entendimento distinto sobre o comportamento das empresas nesse processo. Essas teorias têm raízes em estudos clássicos, como os de Modigliani e Miller (1958), que argumentaram que, sob condições ideais de mercado, a estrutura de capital seria irrelevante para o valor da firma, uma ideia posteriormente contestada à medida que se incorporaram imperfeições de mercado, custos de transação, assimetrias de informação e riscos de falência, que levam à preferência por certos tipos de financiamento.

Cintra e Silva Filho (2013) trazem duas das principais teorias da Estrutura de Capital que serão abordadas nesse presente trabalho: Segundo Myers (1984, p. 37), a *Pecking Order Theory* afirma que as empresas possuem uma hierarquia de preferência na escolha das fontes de financiamento, em que "as corporações priorizariam a utilização de recursos internos, como lucros retidos e depreciação do capital fixo, antes de recorrer a capitais de terceiros. Quando estas opções internas não são suficientes, optam pelo endividamento e, por último, pela emissão de ações". Essa teoria sugere que as empresas evitam o máximo possível o uso de dívidas externas ou emissão de ações, buscando minimizar custos de transação e de assimetria de informações. Como evidenciado no documento, as corporações prefeririam sempre utilizar recursos próprios (lucros retidos, depreciação do capital fixo) aos capitais de terceiros e, quando estes se tornam necessários, recorreriam primeiro ao endividamento e depois à emissão de ações.

Por outro lado, o *Static Trade-off Model* propõe que as empresas buscam uma estrutura de capital "ótima" que minimize custos e riscos totais, ou seja, de acordo com Bradley, Jarrell e Kim (1984, p. 267), essa teoria sugere que "as corporações avaliarão as vantagens fiscais do endividamento (como benefícios decorrentes dos impostos) contra os riscos de falência associados ao elevado endividamento". Assim, as empresas tentam equilibrar esses fatores, considerando que a dívida traz vantagens fiscais, mas aumenta o risco de insolvência. As instituições buscarão uma relação de endividamento que maximize o valor da firma, levando em conta os custos e benefícios do uso da dívida frente às restrições e riscos envolvidos.

Essas duas teorias representam visões complementares. Enquanto a Pecking Order Theory, conforme Myers (1984, p. 37), destaca que "as corporações priorizariam a utilização de recursos internos, como lucros retidos e depreciação do capital fixo, antes de recorrer a capitais de terceiros", o Static Trade-off Model, conforme Bradley, Jarrell e Kim (1984, p. 267), afirma que "as empresas buscarão uma estrutura de capital 'ótima', que minimizasse seus custos e riscos". Assim, Myers reforça que as empresas prefeririam sempre utilizar recursos próprios e recorrer ao endividamento somente quando necessário, enquanto Bradley, Jarrell e Kim defendem que a relação de endividamento ótima é aquela que maximiza o valor da firma, balanceando benefícios fiscais e riscos de falência. Como ressaltam Cintra e Silva Filho (2013; p. 3), "essas teorias oferecem perspectivas diferentes sobre como as empresas tomam decisões de financiamento e estrutura de capital, considerando fatores como preferências por fontes internas ou externas de financiamento, custos associados ao endividamento e riscos financeiros envolvidos".

2.1.2 Teoria do Financiamento do Investimento: Keynes e Minsky

A Teoria do Financiamento do Investimento de Keynes apresenta uma perspectiva sobre o papel do sistema financeiro na economia monetária, destacando sua atuação como um órgão dinâmico que mobiliza recursos necessários à expansão do capital. Segundo Keynes (1937b, p. 168), o financiamento constitui, essencialmente, um "fundo rotativo", que não emprega poupança, mas sim funciona como uma transação contábil cuja liquidez é espontaneamente reconstituída assim que é usada. Essa visão reforça a ideia de que o sistema financeiro, principalmente através de bancos, não atua apenas facilitando transações entre agentes econômicos, mas exercendo uma função de mobilização contínua de recursos, mitigando, assim, a necessidade de poupança prévia para o financiamento das atividades produtivas (KEYNES, 1937b). Nesse sentido, Keynes (1937b, p. 168) explica que o sistema financeiro, ao atuar como um fundo rotativo, consegue fornecer recursos de forma contínua,

assegurando que a ausência de poupança acumulada não seja um entrave à expansão do investimento.

Outro aspecto importante da teoria keynesiana refere-se à atuação dos bancos como agentes financeiros que não apenas facilitam a circulação de recursos, mas também desempenham um papel ativo na criação de liquidez, por meio da expansão do crédito e da emissão de títulos de dívida, ajustando a oferta de moeda às necessidades do momento, independentemente de poupança anterior, ou seja, sem depender de poupança acumulada prévia (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002). Dessa forma, o sistema bancário, ao criar crédito, atua como um mecanismo do circuito de financiamento, influenciando diretamente a disponibilidade de fundos para investimento e, conseqüentemente, para o crescimento econômico.

Em suma, a teoria de Keynes compreende o financiamento do investimento como uma operação fundamentada na flexibilidade do sistema financeiro em criar liquidez, por meio de fundos rotativos e emissão de títulos, deixando de lado a necessidade de uma poupança previamente acumulada. Isso ressalta a importância do sistema financeiro como catalisador da atividade econômica, atuando de forma dinâmica e complementar ao investimento produtivo, especialmente em ambientes de baixa poupança ou durante fases de expansão econômica (KEYNES, 1937b; BELLUZZO e ALMEIDA, 2002).

Em relação, a teoria do investimento de Hyman Minsky parte da ideia de que o capitalismo moderno é essencialmente instável devido à forma como o financiamento influencia as decisões de investimento. Diferente das abordagens tradicionais que tratam o investimento como função da taxa de juros ou do retorno esperado, Minsky afirma que “uma decisão de adquirir ativos de capital é, basicamente, uma decisão de emitir passivos” (MINSKY, 1986, p. 184). Ou seja, toda decisão de investimento envolve, necessariamente, uma decisão sobre o endividamento.

Para Minsky, o sistema financeiro desempenha um papel central no processo de acumulação de capital, pois são as condições de financiamento (taxas de juros, prazos e acesso ao crédito) que condicionam a capacidade dos agentes econômicos de investir. A estrutura de balanço das firmas, composta pela combinação entre fundos internos (lucros retidos) e fundos externos (dívidas e ações), reflete essas decisões. Assim, “uma empresa que investe precisa ter um plano para financiar a produção do investimento. Uma decisão de investir, ou seja, de adquirir ativos de capital, é sempre uma decisão sobre uma estrutura de passivos” (MINSKY, 1986, p. 172).

O autor argumenta que há sempre um elemento de incerteza na decisão de investir, pois o desempenho econômico futuro afeta a disponibilidade dos fluxos de lucros com os quais os compromissos financeiros serão pagos. Nas suas palavras: “assim, existe um elemento de incerteza na decisão de investir que independe de o investimento ser executado segundo as recomendações técnicas e se o mercado para o produto do investimento for forte. Este elemento de incerteza está centrado na combinação de financiamento interno e externo que será necessária” (MINSKY, 1986, p. 185). Diante disso, o investimento se realiza quando o retorno esperado justifica o custo do ativo, ou seja, “o investimento será realizado até o ponto em que a curva de oferta de bens de investimento, que incorpora o risco do credor, cruza-se com a curva de demanda de bens de investimento, que reflete o risco do devedor” (MINSKY, 1986, p. 192).

Classifica-se as unidades econômicas segunda a capacidade de honrar compromissos financeiros utilizando de tipologia das estruturas financeiras: Hedge, Especulativa e Ponzi, sendo essa uma de suas principais contribuições. Na estrutura hedge, os compromissos podem ser pagos com os rendimentos correntes. Na especulativa, os agentes dependem da rolagem da dívida ou da venda de ativos. Já na estrutura Ponzi, não há expectativa de que os rendimentos cubram os compromissos, sendo necessário aumentar o endividamento continuamente: “em todos os casos – recorrendo a ativos financeiros, emissão de novas ações ordinárias ou empréstimos – o risco do devedor irá aumentar [...]. O risco do credor transmite um impulso ascendente para as condições de oferta de bens de capital independentemente das condições tecnológicas e de fornecimento” (MINSKY, 1986, p. 191-192). A fragilidade financeira, portanto, não é uma anomalia, mas uma consequência do próprio funcionamento do sistema capitalista, no qual os agentes econômicos são levados a assumir estruturas cada vez mais frágeis à medida que o otimismo se difunde nos períodos de expansão.

Assim, “a instabilidade emerge com um período de crescimento relativamente tranquilo se transformando em um boom especulativo. [...] As proposições fundamentais da hipótese da instabilidade financeira são: 1. Os mecanismos de mercado capitalista não podem conduzir a um equilíbrio sustentável, com estabilidade de preços e pleno emprego; 2. Os ciclos de negócios graves decorrem de características financeiras essenciais para o capitalismo” (MINSKY, 1986, p. 173). Essa perspectiva minskyana permite compreender por que o investimento é tanto um fenômeno econômico quanto financeiro. Ao reconhecer a instabilidade como endógena ao sistema capitalista, Minsky oferece uma visão alternativa à ideia de mercados autorregulados, enfatizando que o comportamento dos agentes financeiros e a estrutura de financiamento dos investimentos moldam, de forma decisiva, o ciclo econômico.

2.1.3 Circuito de financiamento: Finance – Funding

O circuito de financiamento da economia é um conceito importante para entender o papel dos títulos de dívida corporativa como instrumentos de consolidação financeira e suporte à expansão produtiva. Segundo a abordagem pós-keynesiana, poupança e financiamento são conceitos distintos: a poupança surge como resultado do processo de geração de renda, que depende das decisões de gasto e investimento, e não como uma condição prévia para o financiamento (PAULA, 2015, p. 109). Assim, o investimento não decorre da existência de poupança acumulada, mas da capacidade do sistema financeiro de criar crédito e liquidez, mobilizando recursos para sustentar a atividade produtiva. Nesse contexto, o circuito “finance-funding” é composto por duas etapas fundamentais. A primeira é o finance, ou financiamento inicial, no qual o sistema bancário fornece crédito de curto prazo que viabiliza a execução do investimento produtivo. A segunda etapa, denominada funding, ocorre posteriormente, quando a dívida de curto prazo é consolidada em instrumentos de longo prazo, como por exemplo, em títulos de dívida corporativa de longo prazo, que são mais compatíveis com a maturidade dos retornos esperados (PAULA, 2015, p. 110).

Paula (2015, p. 110) destaca que “o funding — que pode ser realizado, por exemplo, pela colocação de um título corporativo de longo prazo — tem um papel importante de mitigar o crescimento da fragilidade financeira”, pois permite que as empresas substituam dívidas bancárias de curto prazo por instrumentos mais estáveis, sustentando ciclos mais longos de investimento. Desse modo, o desenvolvimento de um mercado de capitais dinâmico e funcional é condição essencial para a consolidação do circuito finance-funding, uma vez que amplia as opções de captação de recursos e melhora a estrutura de prazos e custos de financiamento (HERMANN; PAULA, 2014).

Essa concepção dialoga diretamente com as teorias da estrutura de capital apresentadas anteriormente. A Pecking Order Theory, proposta por Myers e Majluf (1984), argumenta que as empresas priorizam recursos internos e, quando necessário, recorrem a endividamento antes da emissão de ações. No contexto do circuito finance-funding, essa hierarquia pode ser interpretada como uma lógica de transição: inicialmente, as empresas utilizam recursos internos ou crédito bancário (finance), e, conforme o investimento amadurece, buscam fontes externas de longo prazo (funding) para equilibrar custos e riscos. Assim, o movimento de finance para funding traduz, na prática, a dinâmica da escolha entre diferentes fontes de capital descrita por Myers (1984, p. 37), segundo a qual “as corporações priorizariam a utilização de recursos internos [...] antes de recorrer a capitais de terceiros”. Por outro lado, o Static Trade-off Model

de Bradley, Jarrell e Kim (1984) complementa esse entendimento ao sugerir que as empresas buscam uma estrutura de capital ótima, equilibrando os benefícios fiscais do endividamento e os riscos de falência. Essa busca pelo equilíbrio é coerente com a segunda etapa do circuito finance-funding, em que a empresa consolida seu passivo em instrumentos de longo prazo, mitigando o risco de insolvência e garantindo estabilidade ao fluxo de caixa. Como afirmam os autores, “as corporações avaliarão as vantagens fiscais do endividamento [...] contra os riscos de falência associados ao elevado endividamento” (BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984, p. 267).

A relação entre o circuito finance-funding e as teorias de Keynes e Minsky também é evidente. Keynes (1937b, p. 168) descreve o sistema financeiro como um “fundo rotativo”, cuja liquidez é constantemente reconstituída, permitindo o financiamento contínuo da produção sem a necessidade de poupança prévia. Essa visão reforça a primeira etapa do circuito (finance), em que o crédito bancário cria poder de compra novo e impulsiona a atividade produtiva. Minsky (1986, p. 172), por sua vez, enfatiza que “uma decisão de investir é, necessariamente, uma decisão de emitir passivos”, destacando que o investimento é, essencialmente, um ato de endividamento. Essa concepção é central para compreender a função dos títulos de dívida corporativa como instrumentos de funding, pois permitem que as empresas transformem passivos de curto prazo em obrigações mais estáveis, ajustadas ao ciclo de retorno do capital.

De acordo com Belluzzo e Almeida (2002), o sistema financeiro exerce, portanto, um papel ativo na criação de liquidez e na sustentação da dinâmica de investimento, não apenas intermediando recursos, mas “mobilizando continuamente o capital por meio da emissão de crédito e títulos de dívida” (p. 57). Essa atuação está diretamente ligada ao desenvolvimento do mercado de capitais, que, ao se tornar mais profundo e acessível, amplia a capacidade de funding das empresas. Entretanto, Paula e Faria Jr. (2012, p. 103) destacam que o mercado brasileiro ainda enfrenta desafios estruturais para consolidar plenamente esse circuito, como o predomínio de títulos públicos de curto prazo, o comportamento conservador dos agentes financeiros e o custo elevado de capital. Tais fatores reforçam o comportamento de “preferência pela liquidez” identificado por Keynes (1936) e limitam o alcance da etapa de funding.

Como observa Paula (2015, p. 111), “a escassez de mercados financeiros suficientemente desenvolvidos contribui para o descasamento entre o perfil dos investimentos produtivos e as fontes de financiamento disponíveis”, o que, em períodos de expansão, tende a gerar fragilidade financeira e restrições ao crescimento. Esse fenômeno é coerente com a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky (1986), segundo a qual o aumento do endividamento

durante períodos de otimismo leva a estruturas de financiamento mais frágeis — hedge, especulativa e Ponzi — que, eventualmente, tornam o sistema mais suscetível a crises.

3. Mercado de Capitais como estratégia de diversificação das fontes de financiamento para empresas

3.1 Instrumentos de Títulos de Dívida Corporativa

Os títulos de dívida corporativa constituem importantes instrumentos do mercado de capitais, permitindo que as empresas captem recursos diretamente junto a investidores, sem depender exclusivamente do crédito bancário. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2019, p. 12), “os títulos de dívida corporativa representam compromissos financeiros assumidos por empresas que se comprometem a pagar juros e principal em condições pré-estabelecidas”, configurando-se como uma alternativa eficiente de financiamento de médio e longo prazo. Entre os principais instrumentos de dívida corporativa existentes no Brasil destacam-se as debêntures, notas promissórias, notas comerciais, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Cada um desses instrumentos apresenta características próprias quanto ao emissor, à estrutura jurídica, à destinação dos recursos e às condições de remuneração e vencimento.

As debêntures são títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas que conferem aos investidores o direito de receber juros periódicos e o reembolso do valor principal na data de vencimento. De acordo com a Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações) e com a Resolução CVM nº 175/2023, sua emissão deve ser formalizada por meio de escritura pública, na qual constam as cláusulas de remuneração, prazos, garantias e eventuais condições de conversão em ações. Conforme explica a CVM (2019, p. 14), as debêntures “constituem um instrumento de captação de recursos de longo prazo, permitindo que as empresas diversifiquem suas fontes de financiamento e reduzam a dependência de empréstimos bancários”. São amplamente utilizadas por companhias abertas, mas também podem ser emitidas por sociedades de capital fechado que desejam financiar projetos de expansão, reestruturação de dívidas ou investimentos em infraestrutura.

As notas promissórias, por sua vez, são títulos de curto prazo que formalizam uma promessa de pagamento futuro por parte da empresa emissora. Segundo a CVM (2019, p. 15), trata-se de “obrigações diretas, líquidas e certas, nas quais o emissor se compromete a pagar uma quantia específica ao portador em prazo determinado, acrescida de juros se assim

convencionado”. Geralmente, esses títulos são utilizados para suprir necessidades de capital de giro ou para financiar despesas operacionais de curto prazo.

Mais recentemente, surgiram as notas comerciais, introduzidas pela Lei nº 14.195/2021 e regulamentadas pela Resolução CVM nº 60/2021. Elas representam uma modernização das notas promissórias, mantendo a natureza de título de crédito de curto e médio prazo, mas com maior flexibilidade regulatória e custo de emissão reduzido. As notas comerciais podem ser emitidas por sociedades anônimas ou limitadas, e podem ter forma escritural ou cartular, sendo admitida a distribuição pública ou restrita. De acordo com a CVM (2023, p. 5), “as notas comerciais foram concebidas para dinamizar o mercado de dívida privada, ampliando as possibilidades de captação das empresas de diferentes portes”.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários — ou seja, em fluxos de pagamentos vinculados a contratos de financiamento, aluguéis ou vendas de imóveis. Segundo a Resolução CVM nº 60/2021 e a Lei nº 9.514/1997, os CRI são emitidos por companhias securitizadoras e têm por objetivo transformar recebíveis de longo prazo em instrumentos financeiros negociáveis, permitindo a transferência do risco e a antecipação de fluxos de caixa. De acordo com o estudo da CVM (2019, p. 16), “os CRI são mecanismos que possibilitam às empresas e instituições financeiras obter liquidez imediata a partir de ativos imobiliários de longo prazo”, desempenhando papel relevante no financiamento do setor imobiliário.

De forma semelhante, os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) são títulos de crédito emitidos por companhias securitizadoras, com lastro em direitos creditórios originados de negócios realizados entre produtores rurais, cooperativas e demais agentes do agronegócio. Regidos pela Lei nº 11.076/2004 e pela Resolução CVM nº 60/2021, os CRA visam canalizar recursos privados para o financiamento do setor agrícola, convertendo recebíveis futuros em títulos negociáveis. Como explica a CVM (2019, p. 17), “os CRA desempenham papel fundamental na ampliação do crédito ao agronegócio, ao permitir que fluxos de caixa futuros sejam transformados em instrumentos de investimento de renda fixa”. Esses títulos são frequentemente utilizados por empresas do setor agroindustrial e possuem apelo entre investidores pessoas físicas devido à isenção de imposto de renda sobre os rendimentos.

Por fim, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) constituem uma modalidade de fundo de investimento que adquire direitos creditórios, como duplicatas, contratos de financiamento, faturas e recebíveis comerciais, e emite cotas no mercado para

captar recursos junto a investidores. Conforme a Instrução CVM 356/2001 e o estudo da CVM (2023, p. 9), “os FIDC têm como objetivo proporcionar liquidez aos originadores de crédito e diversificação de carteira aos investidores, por meio da securitização de recebíveis”. A estrutura desses fundos geralmente envolve a emissão de cotas seniores, com prioridade de pagamento, e subordinadas, que absorvem o risco de inadimplência. Dessa forma, os FIDC funcionam como instrumentos de financiamento indireto, conectando empresas com necessidade de capital a investidores dispostos a assumir diferentes níveis de risco e retorno.

Em síntese, os instrumentos de dívida corporativa constituem o núcleo do mercado de crédito privado, fornecendo às empresas alternativas de financiamento adequadas a distintos prazos, custos e perfis de risco. A existência e a diversidade desses instrumentos contribuem para o equilíbrio do sistema financeiro, ao reduzir a dependência de crédito bancário e ampliar o papel do mercado de capitais no financiamento da atividade produtiva (PAULA; FARIA JR., 2012, p. 106).

3.2. Papel do mercado de capitais na diversificação das fontes de financiamento.

O mercado de capitais desempenha um papel estratégico de diversificação das fontes de financiamento para as empresas, atuando como um instrumento eficiente que complementa e amplia as possibilidades de captação de recursos. No contexto brasileiro, esse mercado tem evoluído ao longo do tempo, enfrentando desafios estruturais, conjunturais e regulatórios, mas também apresentando oportunidades que podem ser exploradas por empresas que buscam ampliar sua base de financiamento de forma sustentável e flexível (PAULA; FARIA, 2012).

O mercado de capitais, segundo os autores supracitados, constitui uma alternativa aos tradicionais recursos provenientes de bancos, financiamentos bancários ou autofinanciamento por lucros retidos. Ele permite às empresas acessarem recursos de uma base mais ampla de investidores, como fundos de investimento, fundos de pensão, investidores institucionais e pessoas físicas, por meio da emissão de títulos de dívida ou de ações. Essa diversificação de fontes, a partir do artigo de Paula e Faria (2012), é crucial para as empresas que buscam reduzir a vulnerabilidade a movimentos específicos do mercado bancário ou de fontes tradicionais de crédito, além de conferir maior flexibilidade na gestão de sua estrutura de capital. Além do mais, Paula e Faria destacam que o desenvolvimento do mercado de capitais é fundamental para a modernização financeira do país, pois estimula a concorrência, promove maior eficiência na alocação de recursos e favorece o crescimento econômico sustentável. De forma complementar, Carvalho (2007) em *A Preferência pela liquidez, convenções e racionalidade: o debate Keynes-Knight*, ressalta que a expansão de mercados financeiros organizados reduz a preferência pela

liquidez e cria condições para uma alocação de recursos mais eficiente, em linha com a teoria keynesiana. Assim, Carvalho afirma que uma estratégia de diversificação por meio do mercado de capitais ajuda as empresas a reduzir riscos de liquidez, de crédito e de mercado, além de possibilitar alongamentos nos prazos de pagamento e condições mais favoráveis de financiamento.

3.3. O Potencial do Mercado de Dívida e Ações para as Empresas brasileiras

Segundo Carvalho (1999), em *Temas de Política Monetária Keynesiana, no Brasil*, o mercado de ações e de títulos de dívida (como debêntures, notas promissórias e outros instrumentos de renda fixa) oferece oportunidades para diversificação das fontes de captação. As ações representam participação acionária na empresa, permitindo captar recursos sem a obrigatoriedade de pagamento de juros ou principal, embora impliquem em diluição do controle e maior exposição ao risco de mercado. Além disso, o autor afirma que essa dinâmica se relaciona à preferência pela liquidez, uma vez que os agentes econômicos escolhem entre manter ativos líquidos ou investir em títulos de maior risco, o que impacta diretamente a política monetária e a formação da taxa de juros.

Já o mercado de dívida, que inclui a emissão de debêntures, notas promissórias, letras financeiras e outros títulos, tem se consolidado como uma alternativa de financiamento de médio e longo prazo. Paula e Faria (2012) assinalam que as empresas têm buscado esses instrumentos de dívida para alongar seus prazos de financiamento, reduzir sua dependência do crédito bancário e obter condições de juros mais compatíveis com seus objetivos de crescimento. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2013), a emissão de debêntures permite às empresas captar recursos de investidores institucionais ou do mercado em geral, com possibilidades de estabelecer condições específicas de pagamento de juros, prazos, garantias e cláusulas de proteção ao investidor, detalhadas nos contratos. Além disso, esse instrumento pode oferecer vantagens fiscais e ser utilizado para financiar projetos específicos ou para refinarar dívidas existentes, contribuindo para uma estrutura de capital mais eficiente. Loureiro (2008), mostra, contudo, que o caso das debêntures também revelou distorções e fragilidades, o que reforça a necessidade de maior regulação e transparência no mercado.

3.4. Benefícios do Uso do Mercado de Capitais na Diversificação das Fontes de Financiamento

Diversificar as fontes de financiamento por meio do mercado de capitais oferece múltiplos benefícios às empresas. Primeiramente, aumenta a resiliência financeira, pois reduz a dependência de uma única fonte, seja ela bancária ou de outro tipo, além de que, em momentos de crise econômica ou de restrição de crédito, as empresas que possuem acesso a mercados de capitais podem manter suas operações e investimentos, minimizando os efeitos de choques externos (HERMANN, 2003).

Diante disso, essa diversificação pode contribuir para a redução do custo de capital. Como ressalta Paula e Faria (2012), o acesso a fontes variadas de financiamento pode permitir às empresas encontrar condições mais favoráveis, principalmente se conseguem emitir títulos com prazos mais alongados ou taxas menores do que as ofertadas pelos bancos. Carvalho (1999) também reforça que a ampliação dos instrumentos financeiros tende a reduzir a preferência pela liquidez e, conseqüentemente, o custo do capital no longo prazo. Outro benefício importante refere-se ao alongamento dos prazos de financiamento, em que os títulos de dívida de longo prazo, como debêntures, possibilitam às empresas planejar investimentos estruturais e de expansão com maior estabilidade financeira, além de melhorar suas métricas de prazo de vencimento de suas dívidas, aumentando sua maturidade financeira. Moura (2006) complementa que a estrutura da dívida brasileira historicamente foi de curto prazo e com elevada indexação, e o fortalecimento de instrumentos privados de longo prazo representa avanço para a estabilidade do financiamento corporativo.

A emissão de ações também oferece vantagens, sobretudo quando associada à captação adicional de recursos para expansão ou entrada em novos negócios, além de fortalecer o balanço patrimonial. Com esse aumento de patrimônio, as empresas podem reduzir o endividamento, melhorar sua classificação de risco e ter maior capacidade de investimento (FERREIRA; PEREIRA; SILVA, 2004).

3.5. Desenvolvimento do Mercado de Capitais como Vetor de Crescimento Econômico

O crescimento do mercado de capitais é considerado um vetor importante para o desenvolvimento econômico de um país, especialmente no Brasil, onde a economia enfrenta obstáculos de instabilidade macroeconômica, baixa previsibilidade e uma relativa baixa participação do setor privado no financiamento do crescimento (CARVALHO, 2007). O estudo

de Paula e Faria (2013) reforça essa visão ao afirmar que o mercado de capitais é estimulador e estimulado pelo crescimento econômico, desempenhando um papel crucial no financiamento de empresas de médio e grande porte.

De acordo com Franco (2006), a evolução do arcabouço institucional e a implementação de reformas no regime fiscal e monetário também são determinantes para criar condições mais favoráveis ao desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse contexto, as empresas podem utilizar esse mercado não apenas para captar recursos, mas também para melhorar sua governança corporativa, aumentar sua visibilidade no mercado e atrair investidores institucionalizados, fortalecendo sua posição competitiva (LOUREIRO, 2008).

3.6. Desafios e Limitações na Utilização do Mercado de Capitais

Apesar das vantagens, o uso do mercado de capitais como estratégia de diversificação de financiamento apresenta desafios, especialmente no Brasil. Um dos principais obstáculos é a restrição de liquidez, que afeta a atratividade de alguns instrumentos de dívida e ações, além de questões de complexidade na emissão e no cumprimento de requisitos regulatórios, que podem elevar o custo de captação (FERREIRA; PEREIRA; SILVA, 2004).

Outro ponto importante refere-se à instabilidade macroeconômica e às altas taxas de juros, que costumam dificultar a emissão de títulos de longo prazo e encarecem o custo do capital, tornando o mercado menos competitivo frente ao crédito bancário. Paula e Faria (2012) confirmam tal dificuldade afirmando que a volatilidade das taxas de juros e a instabilidade macroeconômica, características do ambiente brasileiro, limitam o potencial de desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse sentido, Hermann (2003) já havia apontado que a liberalização financeira no Brasil ocorreu de forma incompleta, gerando maior vulnerabilidade às crises externas e ampliando a volatilidade macroeconômica.

Além disso, há limitações estruturais relacionadas à baixa cultura de mercado de capitais por parte de muitas empresas e investidores, assim como o desenvolvimento insuficiente de mercados secundários eficientes, que são essenciais para garantir liquidez, precificação adequada e maior atração de investidores. Modenesi (2008) reforça que a política monetária no regime de metas de inflação, ao manter taxas de juros elevadas, desestimula a expansão dos mercados privados de dívida de longo prazo (MOURA, 2006).

Algumas empresas brasileiras têm utilizado o mercado de capitais de forma eficiente para diversificar suas fontes de recursos. Por exemplo, grandes companhias de petróleo, energia e mineração recorrem frequentemente à emissão de debêntures para financiar projetos de longo

prazo e acelerar sua expansão, aproveitando condições de mercado favoráveis (PAULA; FARIA, 2012, p. 139). Além disso, algumas empresas de médio porte também têm buscado emissão de ações ou títulos privativos, visando captar recursos sem dependência exclusiva do sistema bancário (FERREIRA; PEREIRA; SILVA, 2004). Esses exemplos demonstram que a diversificação através do mercado de capitais é uma estratégia viável, sobretudo quando há ambiente de mercado favorável, boas práticas de governança e um sistema regulatório robusto (FRANCO, 2006; PAULA; FARIA, 2012, p. 142).

3.7. O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil

Um estudo da CVM chamado “O mercado de dívida corporativa no Brasil: Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento” apresenta uma análise do cenário e das perspectivas de desenvolvimento do mercado de dívida corporativa no Brasil ao longo dos anos, abordando aspectos relacionados à estrutura do mercado, às alternativas de financiamento, às características das emissões de títulos e às condições de liquidez e participação de diferentes investidores. O estudo fornece uma visão sobre as dinâmicas internas e externas que moldam o ambiente de financiamento das empresas brasileiras, ressaltando a importância do mercado de capitais no contexto de diversificação das fontes de captação e na promoção de um crescimento econômico mais sustentável e equilibrado (Ross, Westerfield & Jaffe, 2019; Fabozzi, 2016).

Inicialmente, o estudo destaca que, tradicionalmente, as empresas brasileiras dependem fortemente do crédito bancário como principal instrumento de financiamento de suas operações, o que está refletido na redução do volume total de recursos captados pelo mercado de capitais, sobretudo após 2014, em meio à crise econômica que afetou o Brasil. Segundo as informações apresentadas, o financiamento das empresas brasileiras ainda depende fortemente do crédito bancário, e essa dependência tem se agravado com a desaceleração econômica, que resultou na queda na atividade de emissão de títulos e na redução do peso do mercado de capitais no financiamento corporativo na crise de 2014. Fama e French (1989) reforçam que a dependência excessiva de financiamento bancário pode limitar a acessibilidade e aumentar os custos de captação, dificultando o crescimento das empresas em momentos de crise financeira ou de instabilidade macroeconômica. Berger e Udell (1998) também destacam que a concentração em crédito bancário aumenta a vulnerabilidade das empresas em períodos de instabilidade econômica.

Destaca-se que, “apesar da depreciação e relativa instabilidade cambiais ocorridas no período estudado, o que diminui os custos totais das operações externas em relação ao seu

volume convertido em reais, a grande magnitude das diferenças entre as captações das mesmas companhias nos dois mercados sugere que o ambiente externo tem sido mais atrativo que o doméstico, em termos de custo e agilidade na estruturação de ofertas” (CVM, 2019, p.21). Essa constatação reforça a tese de que a internacionalização das captações, embora vantajosa, ainda é mais utilizada por empresas de maior porte e com maior acesso ao mercado externo, em detrimento do potencial representado pelo mercado doméstico, que necessita de melhorias institucionais e regulatórias. Corroborando com essa afirmação, os autores Modigliani e Miller (1958) reforçam que a estrutura de capital e o custo de financiamento influenciam diretamente as decisões corporativas. Diante disso, a tabela 1 demonstra a diferença de volumes captados no mercado interno versus externo, evidenciando a preferência das grandes empresas pelo mercado internacional nos anos analisados.

Tabela 1: Comparativo entre captações remuneradas domésticas e internacionais por ano
(Série Histórica 2012 – 2018)

Tipo de Emissão	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Emissões Domésticas	14%	17%	16%	51%	14%	25%	42%
Emissões Externas	86%	83%	84%	49%	86%	75%	58%

Fonte: Boletim de mercado da ANBIMA.

Ao analisar a composição das emissões, verifica-se que o perfil dos investidores no mercado de dívida privada ainda se encontra concentrado em instituições financeiras tradicionais, com participação relativamente pequena de seguradoras e fundos de previdência, cujos volumes apresentaram-se abaixo de 1% do total de emissões entre 2016 e 2018, de acordo com os dados do estudo (CVM, 2023). Entretanto, há espaço para ampliar a participação de atores institucionais, como seguradoras e fundos de pensão, que, conforme padrões observados em mercados internacionais, especialmente na União Europeia, representam uma parcela significativa da holding de dívida emitida por empresas não financeiras (OECD, 2020; Damodaran, 2010). A relevância de outros investidores institucionais que são habituais adquirentes de dívida privada em outros países: entidades de previdência privada e companhias seguradoras, cuja fatia no volume total subscrito não ultrapassa um por cento nos quatro valores mobiliários analisados (CVM, 2023). Essa baixa participação sugere um potencial de crescimento do mercado caso sejam estimuladas políticas que favoreçam a entrada de tais atores, aumentando a liquidez e a diversificação de investidores.

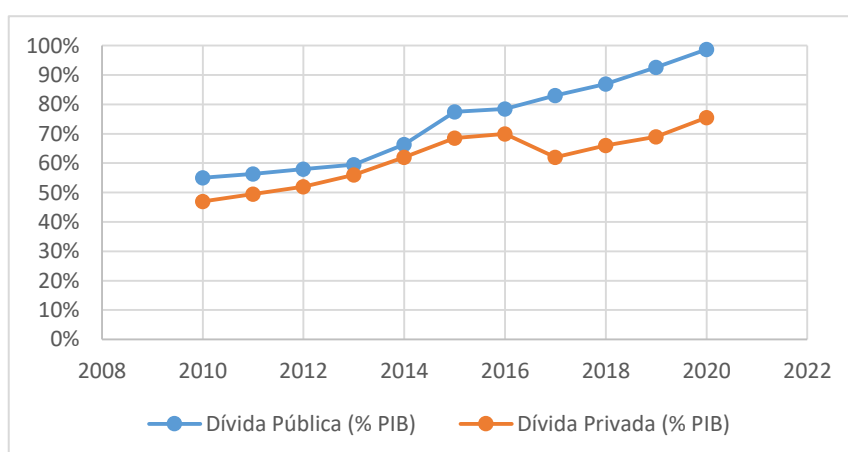
Outro aspecto relevante do estudo refere-se às condições de liquidez no mercado de debêntures incentivadas e não incentivadas, como afirmado no estudo e utilizando o autor Fabozzi para maior veracidade com sua citação (CVM, 2023; Fabozzi, 2016). “O maior grau

de liquidez das debêntures incentivadas aparenta corroborar o senso comum, que assume a existência de correlação com uma maior diversidade da base de investidores do ativo, representada nesse caso pela maior presença de investidores não residentes e pessoas naturais” (CVM, 2023). A dispersão acionária e a maior participação de investidores internacionais e de pessoas físicas contribuem para maior liquidez e diversidade de investidores, fatores essenciais para o fortalecimento do mercado secundário de títulos. Contudo, o mercado brasileiro de debêntures ainda carece de evidências robustas que demonstrem uma relação direta entre liquidez e dispersão de investidores, conforme reconhece o estudo (CVM, 2023; Gorton & Metrick, 2012).

A análise comparativa entre os diferentes tipos de títulos de dívida revela que o crescimento da emissão de títulos públicos tem impacto direto sobre o mercado de dívida privada, muitas vezes gerando um fenômeno de “crowding out”, ou seja, a substituição ou supressão da demanda por títulos privados devido ao aumento na oferta de títulos públicos de alta liquidez e segurança (Krishnamurthy, 2002). Os dados no Gráfico 1, advindos do estudo da CVM indicam que, a partir de 2014, houve um desacoplamento do ritmo de crescimento da dívida pública em relação ao estoque de dívida privada, com este último apresentando expansão compatível, porém ainda limitado, devido às condições do mercado.

O Gráfico 1 mostra o “crowding out” potencial e o desacoplamento entre o crescimento da dívida pública e privada:

Gráfico 1: Evolução da dívida pública versus dívida privada (2010–2022)



Fonte: WorldBank Group | Elaboração própria.

Adicionalmente, discute-se a composição do perfil de emissores, destacando a presença de companhias de grande porte que, com maior facilidade, captam recursos no mercado externo devido às condições mais favoráveis de custo e agilidade na estruturação de ofertas internacionais. “Houve equilíbrio entre o mercado brasileiro e externo apenas em 2015 e 2018,

enquanto nos demais anos as captações no mercado doméstico não ultrapassam 25% do total” (CVM, 2023, p. 17). Essa preferência pelo mercado externo refletiria as vantagens competitivas oferecidas por condições cambiais, custos, bem como a maior maturidade e liquidez do mercado internacional de dívida corporativa. Ainda assim, a preferência pelo externo também está condicionada a riscos cambiais, que podem impactar a estratégia de captação das empresas (Modigliani & Miller, 1958; Damodaran, 2010).

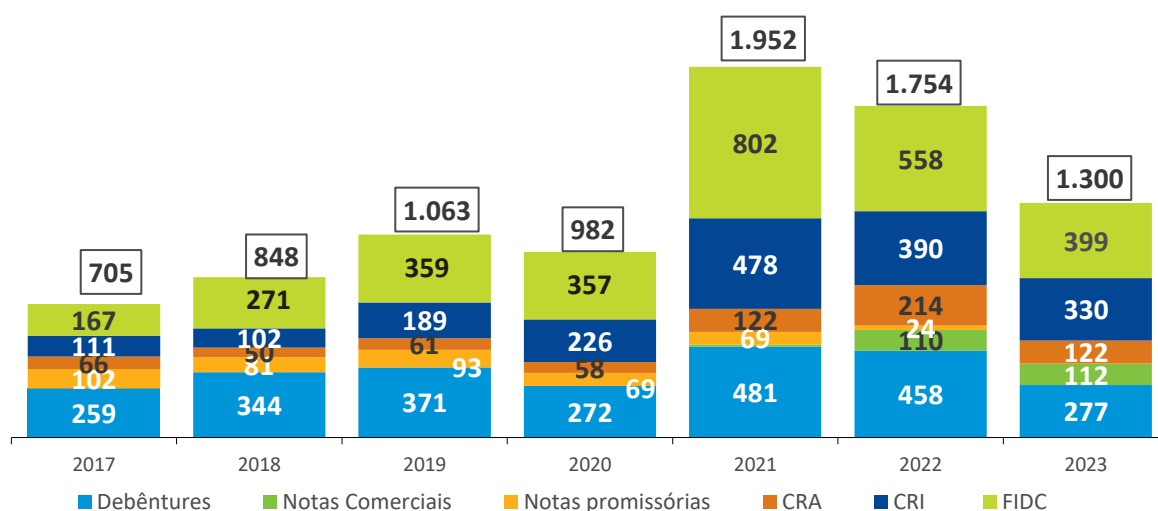
Por fim, evidenciou-se a necessidade de ações que estimulassem o desenvolvimento do mercado de dívida privada no Brasil, incluindo melhorias na regulação, desburocratização do processo de emissão e incentivo à participação de investidores institucionais e pessoas físicas (CVM, 2023; OECD, 2020; Fabozzi, 2016). O aperfeiçoamento das condições domésticas para emissões de dívida em termos de custo e agilidade pode acarretar o maior direcionamento de ofertas de títulos de companhias de grande porte para o mercado brasileiro em vez do exterior (CVM, 2023). Essas medidas podem ampliar o volume de emissões, diversificar a base de investidores e fortalecer a liquidez do mercado secundário, fatores considerados essenciais para o desenvolvimento sustentável do mercado de dívida corporativa no país. (OECD, 2020; Fabozzi, 2016).

Para apoiar essa visão, o estudo traz gráficos detalhados, como a composição das ofertas primárias por tipo de investidor e a evolução dos volumes de emissão ao longo do período, cujo espaço será inserido posteriormente (CVM, 2023). A análise do documento, portanto, aponta para um potencial de crescimento do mercado de dívida privada no Brasil, condicionado a melhorias institucionais e às políticas que incentivem a entrada de diversos atores econômicos, reforçando a relevância de um ambiente regulatório mais favorável e de maior abertura às correções de mercado (Ross, Westerfield & Jaffe, 2019; Fabozzi, 2016).

4. Análise de Dados dos Títulos de Dívida Corporativa no Brasil

Conforme destacado pela Comissão de Valores Mobiliários, em seu estudo “Mercado Brasileiro de Dívida Corporativa”, os títulos de dívida corporativa, ao longo dos anos, têm ganhado relevância na estrutura de financiamento das empresas no país (CVM, 2020), constituindo-se como fontes alternativas de recursos para companhias de médio e grande porte. Da mesma forma, o Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA (2024) evidencia, por meio de dados e números, a evolução das emissões domésticas desses instrumentos entre 2017 e 2023, conforme apresentado no Gráfico 2.

Gráfico 2: Valores numéricos das Emissões Domésticas dos Títulos de Dívida Corporativa



Fonte: ANBIMA | Elaboração própria.

As debêntures configuraram-se como um dos principais instrumentos de captação ao longo de todo o período analisado. Em 2018 e 2019, alcançaram 344 e 371 operações, refletindo em um aumento de 32% e 43% em comparação com as emissões de 2017, respectivamente. Esse comportamento está em linha com a constatação feita pela CVM (2020), segundo a qual “o aumento do volume ofertado de debêntures pode ser atribuído à queda nas taxas reais de juros e à redução de participação do crédito originado pelo BNDES”. De acordo com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES, 2018), a instituição reduziu significativamente sua atuação como financiador de longo prazo entre 2015 e 2018, especialmente no modelo de crédito subsidiado pela TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), o que abriu espaço para o mercado de capitais assumir maior protagonismo no financiamento corporativo.

Analisando especificamente as emissões de valores mobiliários, nota-se que os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) foram o instrumento que concentrou o maior volume de emissões em todo o período, consolidando-se como um dos principais mecanismos de securitização utilizados no Brasil. Esse desempenho está associado ao fato de os FIDC funcionarem como “um instrumento de captação que permite às empresas transformar ativos ilíquidos em recursos financeiros” (CVM, 2019), o que lhes confere relevância crescente no mercado.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) registraram oscilações mais acentuadas no montante emitido ao longo da série, com picos de crescimento em 2020 e 2021, seguidos de recuo em 2022. Esse comportamento já havia sido observado em períodos anteriores, quando “os CRI registraram desempenho irregular a partir de 2015” e os CRA, apesar de expansão expressiva, ainda representavam uma fatia reduzida do mercado de dívida privada (CVM, 2019, p. 29-30). Essa irregularidade pode ser explicada pela maior sensibilidade desses instrumentos a mudanças nas condições de liquidez e pela alta participação de investidores pessoas físicas, que tendem a responder de forma mais imediata às incertezas macroeconômicas (CVM, 2019; ANBIMA, 2024).

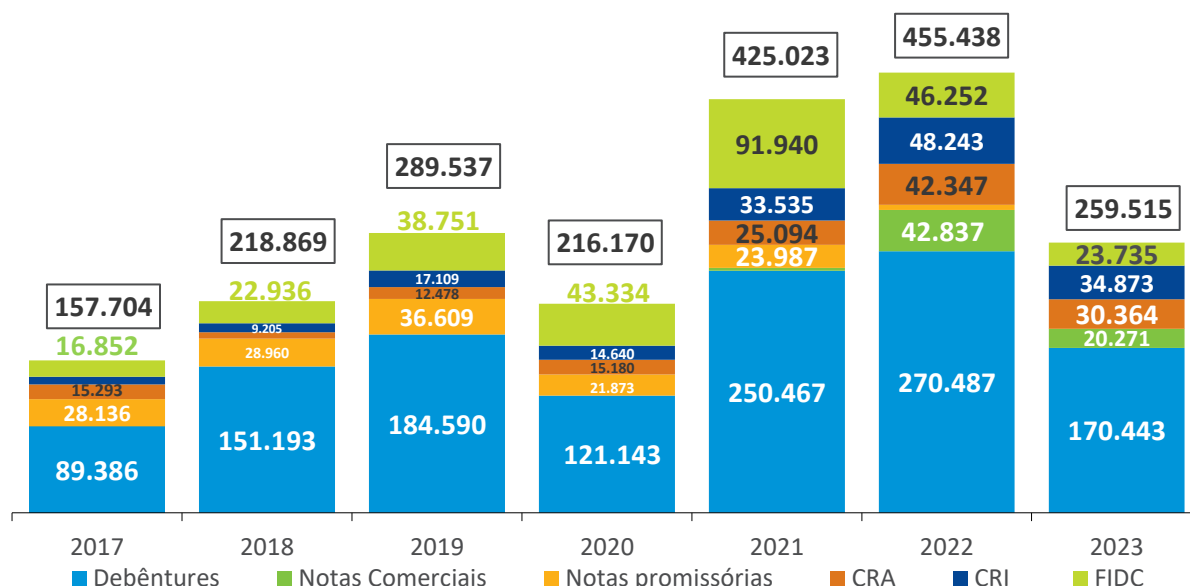
As notas promissórias mostraram comportamento relativamente estável em números absolutos, variando entre 58 e 122 emissões, com pico em 2021. Tal padrão acompanha o apontado pela CVM (2020), segundo a qual “as captações por meio de notas promissórias envolveram montantes totais relativamente estáveis (exceto em 2016)”. Em relação as notas comerciais, que aparecem com maior relevância apenas em 2022 e 2023, representam uma inovação recente no mercado de capitais, introduzida pela Lei nº 14.195/2021 e regulamentada pela Resolução CVM nº 60/21. Esse título de dívida privado veio para substituir as notas promissórias, oferecendo maior flexibilidade e redução de custos de registro, o que explica sua rápida adesão. De acordo com a ANBIMA (2024), as notas comerciais somaram aproximadamente R\$ 100 bilhões em emissões nesses dois anos, reforçando a tendência de ampliação das alternativas de financiamento corporativo fora do sistema bancário.

Assim, observa-se que a estrutura do mercado de dívida privada no Brasil entre 2017 e 2023 foi marcada pela predominância dos FIDC e das debêntures, pela volatilidade dos CRI e CRA e pela entrada recente das notas comerciais como novo instrumento. Em conjunto, esses movimentos confirmam a afirmação de que, “de forma semelhante aos demais países, a dívida privada possui papel crescente no mercado de capitais brasileiro em termos de captação de recursos” (CVM, 2019, p. 31).

Conforme os dados disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2019) e pelo Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA (2024), a análise conjunta do número de emissões (Gráfico 2) e do montante financeiro captado, representado pelo Gráfico 3 abaixo, entre 2017 e 2023 revela particularidades do mercado de dívida privada brasileiro. O mercado de capitais brasileiro tem apresentado crescimento, conforme evidenciado pelos dados no Gráfico 3, em termos de diversificação dos instrumentos de dívida corporativa. Segundo a

Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2023), o volume agregado de emissões em 2023 ultrapassou a marca de R\$ 260 bilhões, distribuídos entre diferentes instrumentos, tais como debêntures, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) e notas comerciais.

Gráfico 3: Valores monetários (R\$ milhões) das Emissões Domésticas dos Títulos de Dívida Corporativa



Fonte: ANBIMA | Elaboração própria.

As debêntures apresentam elevado número de operações, mas, sobretudo, supremacia em termos de montante captado. O valor financeiro movimentado por debêntures em 2021 e 2022 (R\$ 250,4 bilhões e R\$ 270,4 bilhões, respectivamente) confirmando sua posição de principal instrumento de captação no mercado de capitais. Essa predominância reforça o diagnóstico da CVM (2019), segundo a qual “as debêntures são os instrumentos de dívida mais relevantes do mercado de capitais, do ponto de vista de volume financeiro” (CVM, 2019, p. 32). A maior concentração de recursos em poucas operações explica, em parte, porque o montante das debêntures supera o observado nos demais ativos, mesmo em anos em que o número de emissões não variou significativamente.

O comportamento dos FIDC, por sua vez, mostra o inverso: elevado número de emissões, mas participação proporcionalmente menor em termos de montante. Por exemplo,

em 2021, os FIDC responderam por 802 operações (Gráfico 2), mas o valor total emitido foi de R\$ 91,9 bilhões (Gráfico 3), inferior ao das debêntures no mesmo período. Tal contraste evidencia a função dos FIDC como instrumento voltado à pulverização de operações, reforçando sua característica de “transformar ativos ilíquidos em recursos financeiros” (CVM, 2019, p. 28), com papel na diversificação do mercado, embora não sejam o eixo central do financiamento corporativo.

Em relação aos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), observa-se que a evolução no montante acompanha a tendência de oscilação já vista no número de emissões. Em 2022, os CRA atingiram R\$ 42,3 bilhões, enquanto os CRI chegaram a R\$ 48,2 bilhões, refletindo a capacidade desses instrumentos de captarem volumes expressivos em determinados ciclos. Contudo, tal comportamento confirma a avaliação de que os CRI apresentaram “desempenho irregular a partir de 2015” (CVM, 2019, p. 29) e de que, apesar do crescimento expressivo, esses títulos “ainda representam uma parcela modesta do mercado de dívida privada” (CVM, 2019, p. 30).

As notas promissórias, embora presentes em praticamente todo o período, mantiveram baixa representatividade relativa em número e volume. O destaque é 2019, quando alcançaram R\$ 36,6 bilhões, mas sem continuidade nos anos seguintes. Essa estabilidade decorre de sua função como instrumento de financiamento de curto prazo, voltado a necessidades de capital de giro (ANBIMA, 2024). Já as notas comerciais, introduzidas pela Lei nº 14.195/2021 e regulamentadas pela Resolução CVM nº 60/21, aparecem apenas em 2022 e 2023, mas com volumes expressivos (R\$ 46,2 bilhões e R\$ 23,7 bilhões, respectivamente), apesar do baixo número de emissões. Isso indica um perfil de operações concentradas em valores mais elevados, diferentemente dos FIDC. A ANBIMA (2024) ressalta que a rápida adesão a esse instrumento se deve à maior flexibilidade regulatória e ao menor custo de emissão, confirmando sua importância como substituto das notas comerciais.

Desse modo, a leitura conjunta dos gráficos nos mostra que o mercado brasileiro de dívida privada combina instrumentos de alto volume de emissões, mas montante menor, com outros de baixa frequência, mas valores expressivos. Em todos os casos, confirma-se a afirmação de que “de forma semelhante aos demais países, a dívida privada possui papel preponderante no mercado de capitais brasileiro em termos de captação de recursos” (CVM, 2019, p. 31).

5. Considerações Finais

A análise demonstra que a diversificação das fontes de financiamento representa um dos pilares mais sólidos do sistema financeiro e um meio alternativo aos financiamentos tradicionais bancários, contribuindo para a competitividade das empresas brasileiras. A discussão acerca da estrutura de capital permitiu compreender que não existe um modelo único ou estático de financiamento empresarial, mas sim diferentes perspectivas teóricas que ajudam a explicar o comportamento das firmas, uma vez que a *Pecking Order Theory* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984) evidenciou que as empresas tendem a priorizar o uso de recursos internos, recorrendo a dívida e, por último, à emissão de ações, enquanto o *Static Trade-Off Model* (BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984) defendeu o equilíbrio ótimo entre dívida e capital próprio, considerando os benefícios fiscais e os custos de falência. Complementarmente, Keynes (1937) e Minsky (1986) acrescentaram a perspectiva da preferência pela liquidez, das incertezas e da instabilidade financeira, mostrando que as condições macroeconômicas e institucionais também moldam as decisões empresariais de financiamento.

Nesse contexto, o mercado de capitais surge como alternativa estratégica ao crédito bancário, historicamente predominante no Brasil. Conforme destacam Paula e Faria Jr. (2012), a ampliação desse mercado contribui para reduzir a dependência do sistema bancário, alongar prazos de financiamento e diversificar a base de investidores, incluindo fundos de pensão, fundos de investimento e investidores institucionais. Em consonância, Carvalho (2007, *Preferência pela liquidez, convenções e racionalidade: o debate Keynes-Knight*) ressalta que mercados financeiros organizados reduzem a preferência pela liquidez e promovem maior eficiência na alocação de recursos, enquanto Hermann (2003) destaca as limitações impostas pela instabilidade macroeconômica e pelo processo incompleto de liberalização financeira. Tais elementos reforçam que o desenvolvimento do mercado de capitais está intimamente ligado à qualidade institucional, ao ambiente macroeconômico e às políticas regulatórias vigentes nesse mercado.

O artigo revela a relevância dos instrumentos de dívida corporativa. Debêntures, FIDCs, notas comerciais, CRIs e CRAs compõem um leque crescente de alternativas de financiamento privado. Segundo a CVM (2019; 2023), esses instrumentos vêm ampliando seu espaço na estrutura de capital das empresas, embora ainda enfrentem obstáculos de liquidez e custos relativamente elevados. A ANBIMA (2024) mostrou que, em termos de volume financeiro, as debêntures permanecem dominantes, mas os FIDCs assumem papel destacado em número de emissões, sinalizando a crescente sofisticação do mercado. Fabozzi (2016) e Ross, Westerfield

e Jaffe (2013) confirmam, em perspectiva internacional, que a diversidade de instrumentos de dívida contribui para reduzir riscos, aumentar a estabilidade financeira e criar condições mais vantajosas de captação.

Ao mesmo tempo, determinadas práticas, como o uso de debêntures de leasing, expuseram fragilidades estruturais do mercado brasileiro, reforçando a importância de regulação e governança adequadas, conforme afirma Loureiro (2008) em *Debêntures de leasing e o mercado de capitais no Brasil: uma análise crítica*. O autor evidencia que tais instrumentos, ao serem utilizados sem a devida transparência e sem mecanismos de proteção suficientes aos investidores, acabaram por comprometer a credibilidade do mercado, revelando a necessidade de aprimoramentos institucionais que garantam maior segurança e previsibilidade. Além disso, o histórico de endividamento de curto prazo e com alta indexação no Brasil evidencia a necessidade de consolidação de instrumentos privados de longo prazo como condição essencial para estabilidade financeira. Nesse sentido, Moura (2006) argumenta que a prevalência de passivos atrelados a prazos reduzidos e indexados a taxas de juros variáveis fragilizou tanto o setor público quanto o privado, tornando-os mais vulneráveis a oscilações macroeconômicas. Assim, a expansão de títulos corporativos de maior maturidade, como debêntures tradicionais, CRIs e CRAs, representa não apenas uma alternativa de financiamento para as empresas, mas também um avanço estrutural necessário para o equilíbrio e o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro

Os dados trazidos reforçam essa perspectiva, uma vez que a análise empírica baseada nos relatórios da ANBIMA (2024) e da CVM (2019; 2023) mostrou que, apesar dos avanços, a predominância do crédito bancário ainda constitui um desafio central para a consolidação de um mercado de capitais mais robusto no Brasil. A avaliação dos volumes financeiros e do número de emissões entre 2017 e 2023 revelou que, embora a intermediação bancária ainda seja abrangente, as companhias vêm recorrendo de forma crescente a instrumentos de dívida privada para financiar projetos de expansão, aproveitando prazos mais longos e condições financeiras mais adequadas às suas estratégias de crescimento. Esse movimento é especialmente visível no caso das debêntures e dos FIDCs, que passaram a ocupar espaço de destaque no financiamento corporativo, indicando um processo gradual, mas consistente, de diversificação das fontes de recursos. Tal tendência confirma a tese de que a diversificação do financiamento fortalece não apenas as empresas individualmente, ao proporcionar maior previsibilidade e flexibilidade, mas também a resiliência sistêmica da economia brasileira, ao reduzir a vulnerabilidade a choques de liquidez. Nesse sentido, pela perspectiva dos autores em

conjuntura com os dados da do boletim da ANBIMA, reforça-se que a expansão e diversificação do mercado de capitais no país desempenham um grande papel na redução das fragilidades estruturais do sistema financeiro, criando condições mais estáveis para o desenvolvimento econômico de longo prazo.

Dessa forma, a conclusão que se impõe é a de que o mercado de capitais brasileiro, embora ainda enfrente barreiras como instabilidade macroeconômica, baixa liquidez e custos elevados de emissão, caminha progressivamente para uma maior consolidação como vetor de financiamento corporativo. A experiência internacional, conforme destacam Fabozzi (2016) e Ross, Westerfield e Jaffe (2013), mostra que o amadurecimento dos mercados de capitais pode gerar impactos positivos duradouros, como a redução do custo de capital, a ampliação da eficiência na alocação de recursos e o fortalecimento das práticas de governança das empresas. Portanto, a diversificação via mercado de capitais não deve ser entendida apenas como uma estratégia empresarial, mas também como um instrumento de política econômica e de desenvolvimento de longo prazo. Para que isso ocorra, será necessário ampliar a base de investidores, estimular a adoção de práticas de governança corporativa, melhorar a liquidez dos mercados secundários e promover um arcabouço regulatório que assegure maior transparência e segurança. Assim, o mercado de capitais poderá cumprir plenamente seu papel de canalizar a poupança nacional em investimento produtivo, garantindo maior competitividade às empresas brasileiras e contribuindo de maneira decisiva para o crescimento econômico sustentável do país (PAULA; FARIA JR., 2012; CARVALHO, 2007; HERMANN, 2003; MOURA, 2006; MODENESI, 2008; LOUREIRO, 2008).

Referências

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Boletim de Mercado de Capitais – 2024*. São Paulo: ANBIMA, 2024.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Gomes de. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. 5. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BERGER, Allen N.; UDELL, Gregory F. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, v. 22, n. 6–8, p. 613–673, 1998.

BRADLEY, Michael; JARRELL, Gregg; KIM, E. Han. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 857–878, 1984.

BRITO, Giovani A. S.; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9–19, 2007.

CARVALHO, Antonio G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19–32, 2002.

CARVALHO, Fernando Cardim de. *Temas de Política Monetária Keynesiana. Ensaios FEE*, Santa Catarina, v. 15, n. 1, p. 33–61, 1999.

CARVALHO, Fernando Cardim de. *Preferência pela liquidez, convenções e racionalidade: o debate Keynes-Knight*. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 2007.

CARVALHO, Fernando Cardim de; PAULA, Luiz Fernando de; SARAIVA, João Francisco. Mercado de títulos de dívida e política monetária no Brasil. In: CARNEIRO, Ricardo; PAULA, Luiz Fernando de (orgs.). *Mercado de capitais e desenvolvimento econômico: lições da experiência brasileira*. São Paulo: Editora UNESP, 2007.

CINTRA, Marcos Antonio; SILVA FILHO, Edison Benedito da. *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *O mercado brasileiro de dívida privada*. Rio de Janeiro: CVM, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Estudo de Mercado: Notas Comerciais*. Rio de Janeiro: CVM, 2023.

FABOZZI, Frank J. *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. 9. ed. Boston: Pearson Education, 2016.

FERREIRA, Rafael; PEREIRA, Luiz Carlos; SILVA, Luiz Cláudio. Gestão da dívida pública no Brasil: evolução e perspectivas. *Revista do Banco Central do Brasil*, v. 1, n. 2, p. 25–54, 2004.

FRANCO, Gustavo Henrique Barros. Reformas e o regime de política monetária e fiscal no Brasil. In: GIAMBIAGI, Fábio; VILLELA, André (orgs.). *Economia brasileira contemporânea (1945–2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GODÓI, Adriano C.; YOSHINO, Joe A.; OLIVEIRA, Rogério D. Risco de crédito e alocação ótima para uma carteira de debêntures. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 38, n. 2, p. 349–372, 2008.

GONÇALVES, Reinaldo. *Mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

HERMANN, Jennifer. Liberalização e instabilidade macroeconômica no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 7, n. 2, p. 157–185, 2003.

KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan, 1936.

KEYNES, John Maynard. Alternative Theories of the Rate of Interest. *The Economic Journal*, v. 47, n. 186, p. 241–252, 1937b.

KRISHNAMURTHY, Arvind. *The Bond/Old-Bond Spread*. Evanston: Northwestern University, 2002. (Working Paper).

LOUREIRO, Luiz Gustavo. *Debêntures de leasing e o mercado de capitais no Brasil: uma análise crítica*. 2008. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

MINSKY, Hyman P. *Estabilizando uma Economia Instável*. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. São Paulo: Novo Século, 2010.

MODENESI, André Maurício. A convenção da política monetária no Brasil: uma análise do comportamento do Banco Central no regime de metas de inflação (1999–2005). *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 223–254, 2008.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.

MOURA, Alkimar R. C. A dívida pública brasileira: evolução recente e perspectivas. *Revista do Tesouro Nacional*, Brasília, v. 2, n. 1, p. 239–261, 2006.

MYERS, Stewart C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575–592, 1984.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy*. Paris: OECD Publishing, 2020.

PAULA, Luiz Fernando de. Keynes, preferência pela liquidez e política monetária. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 19, n. 2, p. 87–106, 1999.

PAULA, Luiz Fernando de. *O Circuito Finance-Funding e a Economia Brasileira*. *Brazilian Keynesian Review*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 108–112, 2015.

PAULA, Luiz Fernando de; FARIA JR., José A. de. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, p. 107–137, jan./abr. 2012.

PINHEIRO, Armando Castelar. Governança corporativa: avanços recentes e agenda de reformas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 41–76, 2008.

PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luciano A. *O papel do BNDES no desenvolvimento econômico brasileiro*. Rio de Janeiro: FGV/IBRE, 2011.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Corporate Finance*. 10. ed. New York: McGraw-Hill, 2013.