

Universidade Federal do Rio Grande do Sul  
**Faculdade de Ciências Econômicas**  
Bacharelado em Ciências Econômicas

Mário Lúcio Pedrosa Gomes Martins

**INTEGRAÇÃO DAS CÂMARAS DE NEGOCIAÇÃO E PÓS-NEGOCIAÇÃO  
(BM&F/BOVESPA/CETIP/B3) E OS REFLEXOS SOBRE O FUNDING NO  
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Porto Alegre

2022

Mário Lúcio Pedrosa Gomes Martins

**INTEGRAÇÃO DAS CÂMARAS DE NEGOCIAÇÃO E PÓS-NEGOCIAÇÃO  
(BM&F/BOVESPA/CETIP/B3) E OS REFLEXOS SOBRE O FUNDING NO  
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito parcial à  
obtenção do título de bacharel em Ciências  
Econômicas da Faculdade de Ciências  
Econômicas da Universidade Federal do Rio  
Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss

Porto Alegre

2022

## FICHA CATALOGRÁFICA

CIP - Catalogação na Publicação

Martins, Mário Lúcio Pedrosa Gomes  
INTEGRAÇÃO DAS CÂMARAS DE NEGOCIAÇÃO E  
PÓS-NEGOCIAÇÃO (BM&F/BOVESPA/CETIP/B3) E OS REFLEXOS  
SOBRE O FUNDING NO MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO /  
Mário Lúcio Pedrosa Gomes Martins. -- 2022.  
50 f.  
Orientador: Maurício Andrade Weiss.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2022.

1. B3. 2. Integração. 3. Câmaras de negociação. I.  
Weiss, Maurício Andrade, orient. II. Título.

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

Mário Lúcio Pedrosa Gomes Martins

### **INTEGRAÇÃO DAS CÂMARAS DE NEGOCIAÇÃO E PÓS-NEGOCIAÇÃO (BM&F/BOVESPA/CETIP/B3) E OS REFLEXOS SOBRE O FUNDING NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss

**Aprovado em:** Porto Alegre, 04 de outubro de 2022.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss - Orientador  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

---

Prof. Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

---

Prof. Dr. Glaison Augusto Guerrero  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

## RESUMO

Após uma busca exaustiva de artigos acadêmicos a respeito do processo de integração das câmaras de negociação e pós-negociação do atual Grupo B3, identificou-se que somente órgãos reguladores, fiscalizadores e a própria B3 apresentaram definições sistemáticas sobre o tema. Sendo assim, o estudo em questão terá como objetivo sistematizar e destrinchar o processo de integração das câmaras da BM&F, Bovespa, CETIP e a câmara-resultado pertencente à Brasil Bolsa Balcão (B3), a qual se apresenta como a principal instituição financeira do mercado de capitais brasileiro. Partindo do princípio de que este é um assunto pouco explorado no âmbito acadêmico, buscou-se utilizar da metodologia de pesquisa descritiva, de modo a contribuir para o desenvolvimento de uma estrutura conceitual e melhor compreensão do objeto estudado, ao mesmo tempo que será construído um estudo de caso para analisar parte do cenário brasileiro neste contexto. Neste estudo, fica evidente que o número de intermediárias cresceu significativamente nos últimos dez anos, assim como o mercado de capitais vem aumentando cada vez mais o número de operações e a sua relevância desde a constituição da B3. Portanto, é notável que o projeto de integração tem contribuído positivamente tanto nos reflexos sobre o *funding* das firmas brasileiras, quanto no controle mais robusto e confiável das aplicações financeiras no Brasil.

**Palavras-chave:** B3; Integração; Câmaras de negociação.

## ABSTRACT

After an exhaustive search for academic articles on the process of integrating the negotiation and post-trading chambers of the current B3 Group, it was found that only regulatory bodies, supervisors and B3 itself presented systematic definitions on the subject. Therefore, this study will aim to systematize and unravel the process of integrating the clearinghouses of BM&F, Bovespa, CETIP and the clearinghouse-result belonging to Brasil Bolsa Balcão (B3), which presents itself as the main financial institution in the Brazilian capital market. Assuming that this is a subject hardly exploited in the academic field, it will make use of the descriptive research methodology, to contribute to the development of a conceptual structure and a better understanding of the studied object, while a case study will be constructed to analyze part of the Brazilian scenario in this context. In this study, it is evident that the number of intermediaries has grown significantly in the last ten years, as well as the capital market has been increasing the number of operations and their relevance since the creation of B3. Therefore, it is notable that the integration project has contributed positively both to the effects on the funding of Brazilian firms, and to a more robust and reliable control of financial investments in Brazil.

**Keywords:** B3; Integration; Trading chamber.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>2</b>	<b>ASPECTOS CONCEITUAIS E TEÓRICOS .....</b>	<b>9</b>
2.1	INTEGRAÇÃO VERTICAL OU CONTRATOS MULTILATERAIS COMPLEXOS?.....	9
2.2	REFLEXOS DOS PROCESSOS DE INTEGRAÇÃO .....	12
2.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	19
<b>3</b>	<b>O DESENVOLVIMENTO DA B3 E A ESTRUTURA DE <i>FUNDING</i> BRASILEIRA SOB O MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>21</b>
3.1	COMPREENDENDO A B3.....	21
3.2	COMPREENDENDO O <i>FUNDING</i> .....	26
3.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	30
<b>4</b>	<b>ESTUDO DE CASO: IMPACTOS DAS MUDANÇAS DA B3 SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E OS REFLEXOS SOBRE O <i>FUNDING</i>.....</b>	<b>32</b>
4.1	EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	32
4.2	COMPORTAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NOS ÚLTIMOS ANOS .....	35
4.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	41
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>43</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>45</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA CONSULTADA .....</b>	<b>48</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Após uma busca relativamente exaustiva de artigos acadêmicos a respeito do processo de integração das câmaras de negociação e pós-negociação do atual Grupo B3 (Brasil Bolsa Balcão), bolsa de valores brasileira, identificou-se que somente órgãos reguladores, fiscalizadores e a própria B3 apresentaram definições sistemáticas sobre o tema. Nesse sentido, o estudo em questão terá como objetivo sistematizar e destrinchar o processo de integração das câmaras da BM&F, Bovespa, CETIP e a câmara-resultado pertencente à Brasil Bolsa Balcão (B3), a qual se apresenta como uma das principais instituições financeiras do mercado de capitais brasileiro.

Em suma, as primeiras pesquisas sobre esta questão permitiram a identificação de quatro empresas chave e que estão conectadas ao processo de integração: (a) Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA) - criada em 1996 e comprada pela Bovespa S.A. em 2002, para unificação do Bovespa FIX e elaboração de um mercado de balcão organizado para ações; (b) Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP) - criada em 1984 e comprada pela BM&FBovespa em 2017, que era a principal empresa de balcão organizado de títulos privados do Brasil e agora passou a ser gerida através do sistema NoMe; (c) Bovespa S.A.- Fundada em 1890 e se desenvolveu para atuar como a principal bolsa de valores brasileira; e (d) Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) - Fundada em 1917 e se desenvolveu para atuar no ramo de mercado de futuros e derivativos. As quatro empresas listadas acima hoje são conhecidas pela sigla B3, a qual é a única bolsa de valores em solo brasileiro e uma das instituições mais relevantes para o Sistema Financeiro Nacional. Tal consolidação possivelmente promoveu impactos consideráveis sobre a estrutura de *funding* no Brasil e, conseqüentemente, este estudo também terá como um dos focos compreender quais foram alguns destes impactos sobre tal estrutura.

A hipótese primária é de que (i) o processo de integração permite maior eficiência no processo de controle e execução de investimentos; e a hipótese secundária remete à lógica de que (ii) a estrutura brasileira de *funding* está sendo positivamente afetada pelo processo de integração das câmaras.

A Brasil Bolsa Balcão (B3), como uma das principais instituições financeiras do país, deve ser compreendida, analisada e bem documentada. A forma como ela se

define e as escolhas tomadas por ela sobre o futuro das suas operações impactam diretamente a estrutura do Sistema Financeiro Nacional. Sendo assim, é altamente relevante que o âmbito acadêmico seja capaz de entender como esta empresa poderá afetar positivamente ou negativamente os rumos do país e como ela pode ser utilizada, mesmo que de forma indireta, na direção do crescimento e do desenvolvimento econômico brasileiro sustentável. Vale ressaltar que a proposta deste estudo não é definir e sistematizar todos os aspectos, mas sim fornecer uma base minimamente robusta para o início de uma longa discussão, que, até o momento, não logrou muita força no âmbito acadêmico.

O estudo está sendo construído se baseando, majoritariamente, nas condições de uma pesquisa descritiva. Através desta metodologia, entende-se que seja possível e importante desenvolver uma estrutura conceitual, a qual poderá contribuir para a melhor compreensão do objeto a ser estudado, ao mesmo tempo que tentará prover respostas para a questão formulada (Kumar, 1999, apud Yepes-Rios *et al.*, 2015)<sup>1</sup>. Ainda conforme Yepes-Rios, B. et al (2015), identifica-se que este tipo de metodologia, no campo das Ciências Sociais Aplicadas, permite ganhos relacionados à maior contextualização histórica e sociocultural do fenômeno a ser analisado, apesar de se apresentar como uma forma científica relativamente mais subjetiva.

O principal objeto de estudo é a própria Brasil Bolsa Balcão (B3), a qual servirá de base para a discussão do processo de crescimento e desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional, voltando-se principalmente para a lógica de integração da bolsa brasileira e os reflexos sobre o *funding* no mercado de capitais brasileiro. As bases de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Central do Brasil (BACEN), Conselho Monetário Nacional (CMN), Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e da própria Brasil Bolsa Balcão (B3) serão utilizadas para embasar o estudo. Além disso, serão analisados artigos acadêmicos e notícias jornalísticas voltados ao estudo da integração de instituições nos mercados financeiros internacionais e seus possíveis desdobramentos sobre os sistemas financeiros nacionais, destacadamente sobre a estrutura de *funding* do país.

Desta forma, também recorrer-se-á a revisão da literatura teórica que discute a relação entre poupança e investimento, em especial os textos posteriores à Teoria Geral de Keynes e os pós-keynesianos. Dito isso, vale ressaltar novamente que o

---

<sup>1</sup> Kumar, R. (1999). Research methodology: A step-by-step guide for beginners (2nd ed.). Singapore: Pearson Education.

principal objetivo traçado estará voltado ao fornecimento de bases iniciais para uma construção teórica, mas que também será empregado um estudo de caso para contextualização e tentativa de ratificação do objeto estudado e das hipóteses elencadas, de modo a atingir o objetivo final deste trabalho, que é de sistematizar, coerentemente e de forma razoável, os impactos das mudanças ocorridas na B3 ao longo de sua construção histórica e refletir sobre possíveis impactos na estrutura de *funding* no mercado de capitais do Brasil.

Em relação ao estudo de caso a ser desenvolvido, os dados utilizados concernem a base cadastral de instituições intermediárias da CVM<sup>2</sup>, a qual é atualizada diariamente. Adicionalmente, também serão utilizados os dados do Boletim do Mercado de Capitais de julho<sup>3</sup> e agosto<sup>4</sup> de 2022, desenvolvido pela ANBIMA.

O primeiro capítulo tratará de questões conceituais e teóricas acerca do tema, ao passo que o segundo delineará quesitos históricos acerca da construção da B3 e dos reflexos sobre o *funding* no Brasil. Adicionalmente, o terceiro capítulo irá expor o estudo de caso realizado. Por fim, serão apresentadas as conclusões finais.

---

<sup>2</sup> Disponível em: <https://dados.cvm.gov.br/dataset/intermed-cad/resource/dc80b899-b52d-43fd-ba98-8b6055ad4dae>.

<sup>3</sup> Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-em-julho-aumentaram-49-5-comparadas-a-junho-e-somam-r-317-9-bi-em-2022.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-em-julho-aumentaram-49-5-comparadas-a-junho-e-somam-r-317-9-bi-em-2022.htm).

<sup>4</sup> Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/renda-fixa-tem-a-maior-participacao-relativa-mensal-no-mercado-de-capitais-desde-setembro-de-2018.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/renda-fixa-tem-a-maior-participacao-relativa-mensal-no-mercado-de-capitais-desde-setembro-de-2018.htm).

## 2 ASPECTOS CONCEITUAIS E TEÓRICOS

Conforme elencado por Bindseil (1997, p.2), é importante compreender qual o significado geral de uma bolsa de valores: tal entidade pode ser definida pelo estabelecimento de um contrato, o qual rege a autorregulação dos membros que a compõem, ao mesmo tempo que permite o fornecimento de bases para a disponibilização de bens físicos necessários para o surgimento de negociações eficientes. Ao mesmo tempo, as bolsas de valores tendem a atuar sob o manto do mercado de capitais, o qual, conforme exposto no Caderno 7 da CVM pode ser entendido como:

[...] o conjunto de mercados, instituições e ativos que viabiliza a transferência de recursos financeiros entre tomadores (companhias abertas) e aplicadores (investidores) destes recursos. Essa transferência ocorre por meio de operações financeiras que podem se dar diretamente entre companhias e investidores ou através de intermediários financeiros. As operações que ocorrem no mercado de capitais, bem como seus participantes são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Cadernos CVM, p.6).

Nesse sentido, as próximas seções buscarão compreender quais movimentos de integração estas instituições fizeram ao longo do tempo.

### 2.1 INTEGRAÇÃO VERTICAL OU CONTRATOS MULTILATERAIS COMPLEXOS?

Com um olhar sobre a história dos processos de integração de bolsas de valores a nível internacional, Bindseil (1997, p.9) identifica que a bolsa de valores de Londres, a partir dos anos 1860, em razão dos aumentos significativos do contingente de negociações e do crescimento constante no período, necessitou recorrer à busca de construções maiores e especificamente equipadas para atender às suas necessidades, ao mesmo tempo que se iniciou a lógica da existência de múltiplas transações em diferentes partes da sala de negociações. Este fato passa a ocorrer não só em Londres, mas também na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE) e de outras entidades semelhantes. Dessa forma, os processos desenvolvidos no mercado de capitais, à medida que iam se tornando cada vez mais vultosos e robustos, reforçavam a necessidade de maior integração entre as bolsas de valores a nível mundial, principalmente quando se analisa as maiores economias do período.

A integração vertical, no contexto referido acima, aparece como uma alternativa à criação de contratos bilaterais complexos e que estariam suscetíveis a efeitos de oportunismo *ex-post* antecipado (Klein, Crawford and Alchian, 1978 e Williamson, 1985, p.78 apud Bindseil, 1997, p.3). Adicionalmente, dentro do contexto da teoria de custos de transação, entende-se que a evolução e a tendência de maior especificidade de ativos neste mercado reforçam as vantagens de um processo de integração vertical.

É relevante apontar que duas instituições buscarão promover o processo de integração vertical caso elas façam transações recorrentes e caso elas sejam duas instituições anteriormente independentes. Como exemplo, em um cenário de monopólio bilateral, um dos atributos que se possui mais atenção é a especificidade de ativos e, caso exista uma transação em que haja tal atributo citado, poderá ocorrer o investimento pela busca de tecnologias eficientes por ambas as partes envolvidas no sentido de evitar o surgimento de um oportunismo *ex-post* de forma antecipada.

Em um primeiro momento, mais especificamente durante o século XIX, entendia-se que cada bolsa teria suas necessidades supridas de formas distintas. O que isso quer dizer? De forma simplificada, o telefone foi utilizado pela primeira vez na bolsa de Nova Iorque em 1978, ao passo que na bolsa de Londres esta mesma tecnologia só seria utilizada alguns anos depois. Além disso, os prédios em que funcionavam tais instituições também tinham formatos diferentes, tamanhos distintos e em épocas díspares. Isto posto, é interessante observar que a partir da segunda metade do século XX tais necessidades passaram a se comunicar cada vez mais umas com as outras, entre a bolsa de Londres e a bolsa de Nova Iorque, principalmente com o desenvolvimento da tecnologia computacional. Ou seja, a possibilidade da existência de um processo de integração vertical fazia cada vez mais sentido. Entre os aspectos que podem exemplificar os motivos para a existência de necessidades distintas, elenca-se a diferença de tamanho entre os mercados, dos ambientes legais e de custo de capital para *traders*. Para este último caso, o autor ressalta os aspectos para que estes agentes de mercado sejam capazes de fazerem parte do quadro societário das bolsas de valores.

Em linha com o cenário exposto anteriormente, Bracker *et al.* (1999) desenvolvem a hipótese do nível de integração das bolsas de valores de nove países, no sentido de que tal nível dependerá de determinados fatores macroeconômicos. Os autores, a partir de revisões bibliográficas, observam que a natureza e a magnitude

do nível de integração irão depender significativamente do período selecionado e dos países envolvidos. Dado este cenário, eles elencam algumas questões relevantes para compreender a discussão:

Each national equity market varies over time in a manner that reflects sensitivity to: (i) sources of information that also influence other national markets, (ii) sources of information that do not affect other national markets, and (iii) noise. The extent of integration between a given pair of national equity markets should, theoretically, depend upon the sensitivity of each market to common sources of information, (i), in relation to the variation within each market that is not systematically associated with the other market, (ii) and (iii). Common sources of information should represent sources of covariation across the stock returns of different national equity markets (Bracker *et al.*, p. 3, 1999).

O artigo reforça que o retorno diário das bolsas de valores de cada país dependerá dos retornos passados no outro mercado que será utilizado para análise comparativa, nos retornos passados da própria bolsa do país e do 'barulho' (*noise*). A depender do país selecionado, as análises de calendário e diferenças de fuso horário também deverão ser levadas em conta. Como exemplo, a influência da atividade de mercado na Europa e na América provavelmente exercerão impacto nos mercados da Ásia e da Austrália somente no próximo dia útil, quando as bolsas estiverem abertas para negociação novamente. O nível de atividades de importação e exportação entre os países selecionados também deverá ser relevante para entender como dois mercados interagem um com o outro.

Conforme o método econométrico aplicado pelos referidos autores, quando considerado um período de vinte e quatro horas, a maioria dos mercados contemplados pelo estudo<sup>5</sup> indicam respostas significativas no sentido de se ajustarem aos movimentos ocorridos entre os próprios nove países selecionados, o que sugere alta eficiência de mercado e um nível significativo de integração entre estas bolsas. Apesar disso, ainda existem inúmeras oportunidades de possíveis lucros durante este processo de ajuste, principalmente após este período de 24 horas. Já em 1999, os autores indicavam que haveria ainda mais tendência destes nove

---

<sup>5</sup> Países que participaram do estudo: Japão, Austrália, Hong Kong, Singapura, Suíça, Alemanha, Reino Unido, Estados Unidos e Canadá.

mercados se tornarem cada vez mais integrados com o tempo. Dito isso, a próxima seção buscará explorar os reflexos dos processos de integração de bolsas de valores.

## 2.2 REFLEXOS DOS PROCESSOS DE INTEGRAÇÃO

McAndrews & Stefanadis (2002) discutem sobre o processo de consolidação das bolsas de valores europeias. Entre o final do século XX e o início do século XXI, com o avanço do euro, os investidores passaram a se sentir mais estimulados aos investimentos entre fronteiras, buscando maiores oportunidades de valorização do capital próprio. Nesse sentido, a discussão sobre a consolidação e/ou junção das bolsas de valores dos países que integram a Zona do Euro se fortaleceu. As instituições envolvidas, em termos operacionais, enxergam possibilidades de ganhos com economias de escala, principalmente no que concerne a possibilidade de formação de plataformas compartilhadas para *trading*, ao mesmo tempo que haveria maior capacidade de redução de custos de transação e maior liquidez para os ativos listados. Naturalmente, existem barreiras esperadas para o processo de consolidação, como é o caso das diferenças contábeis entre os países, das regras nacionais e, conseqüentemente, muitos investidores sentem-se mais retraídos e optam por permanecer em investimentos no próprio país de residência.

Ao avançar nas discussões sobre o processo de integração de mercados financeiros, Neal (1985) tem como objetivo entender quais variáveis podem ser relevantes para este estudo. A escolha das variáveis mais adequadas é fundamental, pois não é simples extrair o nível de integração de uma simples análise comparativa entre as taxas de juros dos mercados em questão, por exemplo. Nesse sentido, o autor estimula a possibilidade de utilização da diferença de preço entre uma ação de uma mesma empresa para uma determinada cotação, tanto no câmbio doméstico, quanto no câmbio estrangeiro, sendo que o produto poderá ser considerado idêntico em dois mercados diferentes, padronizado e com o custo de transação entre os mercados essencialmente igual a zero.

Apesar dos aspectos acima, o autor ressalta a possibilidade de assimetria de informação, decorrente do tempo de processamento dos dados e pela divergência das preferências dos investidores. Ressalta-se, entretanto, que a diferença média entre o preço nos dois mercados majoritariamente irá decorrer de custos de transação de todos os tipos (corretagens, taxas etc.), assim como na cotação de preços do mercado

em si. É interessante destacar que, de acordo com as conclusões dos estudos realizados pelo autor, o nível de integração parece não ter exercido muito efeito no sentido de diminuir a diferença média dos preços entre os distintos mercados analisados, bem como não ter eliminado os padrões sistemáticos nas diferenças de preços, visto que tais padrões se mantiveram para as análises dos séculos XVIII e XIX.

Shachmurove (2006) constrói uma análise econométrica utilizando a metodologia de vetor autorregressivos, visando analisar os impactos dinâmicos de distúrbios randômicos em um sistema de variáveis. É notável que o autor utiliza para a análise os retornos das bolsas de valores dos BRICs (Brasil, China, Índia e Rússia) e o retorno do S&P500 para parâmetro de retornos dos Estados Unidos. De acordo com o modelo desenvolvido, os retornos estadunidenses parecem não ser afetados pelos estímulos dos retornos dos BRICs. Tal fenômeno também ocorre para o mercado chinês. Entretanto, para os outros países, os efeitos de outras bolsas de valores sobre os retornos internos são bastante significativos.

No caso dos retornos do índice da bolsa brasileira, tem-se efeitos relevantes da bolsa estadunidense, da Rússia e da Índia, mas não pela China. Além disso, o Brasil também é capaz de afetar a bolsa indiana e a bolsa russa. É interessante destacar que o retorno da bolsa brasileira indicou ser o que mais sofre efeitos de outras bolsas, cenário que sugere que o Brasil está significativamente interconectado com os choques mundiais e que essa variável não deve ser desconsiderada nos estudos brasileiros. Por fim, Shachmurove (2006) também destaca que, apesar de investimentos nos BRICs permitirem ampliar a diversificação, existe certa falha destes países em promover reformas financeiras relevantes, bem como dificuldade para sustentar altos níveis de transparência, respeito à lei, preservação de direitos humanos, entre outros elementos.

Em consonância com o estudo citado acima, o trabalho econométrico desenvolvido por Sharma et al. (2012) utiliza dados dos retornos diários de bolsas de valores selecionadas dos países que compõem o BRICS. Neste contexto, foi elencado que a bolsa brasileira, na época chamada de BM&FBovespa, exercia influência sobre as variações de todas as outras bolsas. É notável que o período analisado remetia à época de relevante avanço em termos de política internacional brasileira, bem como uma conjuntura voltada às exportações de commodities para economias emergentes, principalmente a China. Essa conclusão é importante para a possível compreensão

dos níveis de impacto que a bolsa brasileira pode exercer sobre as economias ao redor do mundo e o potencial da B3 sobre a economia brasileira.

Sherman & Lee (1995) também contribuem para a discussão da relevância das decisões das companhias de optarem por serem listadas em bolsas estrangeiras, focando em melhor precificação das suas ações decorrente de maior possibilidade de disponibilização de mais informações e maior qualidade de dados. Nesse sentido, esta análise deve ser levada em conta não só pelos emissores, mas também pelas próprias bolsas de valores concorrentes. Como exemplo, o que levaria a uma empresa escolher a NYSE (The New York Stock Exchange) em comparação à B3? Qualquer tipo de política a ser aplicada poderá comprometer a capacidade dos emissores de cumprirem todas as exigências, ao mesmo tempo que muitos investidores podem pesar de forma completamente diferente suas opções de aplicações financeiras, em razão de transações financeiras além das fronteiras nacionais.

Schmiedel (2001) busca analisar o processo de concentração de bolsas de valores europeias, mas focando também no aspecto de desenvolvimento tecnológico. Segundo o autor, inúmeros artigos acadêmicos apontam no sentido de que a integração do mercado financeiro europeu se apresenta como significativo para benefícios de longo prazo quando se volta a atenção para a melhor alocação de capital, intermediação mais eficiente de recursos para investimentos produtivos, bem como o próprio fortalecimento econômico da União Europeia. É interessante notar que este estudo também apresenta o termo *co-ompetition*, que se refere à tendência de aumento da cooperação e da competição entre as bolsas de valores no sentido da concentração das instituições, visando reorganizar as operações, fortalecer alianças e enraizar as suas posições no mercado. Tal processo descrito anteriormente é possível principalmente em razão do processo de globalização, inovação comunicativa e desenvolvimento de plataformas de trading mais tecnológicas e eficientes, assim como a desregulamentação das economias. Vale ressaltar que Schmiedel (2001) também faz um apontamento relevante quanto ao que os artigos nesta área geralmente consideram como bolsas de valores:

[...] financial exchanges are treated as a type of firm that produces two different operative transaction services. First, exchanges facilitate trade processing and matching by providing a centralized trading place or electronic trading systems. Second, financial exchanges are also

engaged in the monitoring of listed companies and maintenance of the marketplace attempting to ensure that transactions are fairly and efficiently executed (Hasan and Malkamäki 2001 *apud* Schmiedel 2001, p.17)<sup>6</sup>.

Considerando o trecho acima, a B3 (Brasil Bolsa Balcão) não se encaixa estritamente no conceito, uma vez que esta instituição atua em diversos mercados, do *pré-trade* ao *pós-trade*, ou seja, a B3 fornece serviços de Central Depositária, Plataforma de negociação e pós-negociação, banco, administradora de recursos, instituição de educação, entre outras frentes. Tal ponto foi destacado por impactar as possíveis linhas de pesquisa comparativa que o trabalho a ser desenvolvido poderá considerar. Além do mais, o estudo de Schmiedel (2001) também sugere, conforme metodologia econométrica e pesquisa empírica, que as bolsas de valores europeias operam em um nível de 20 a 25% maior de custos quando comparado ao nível de eficiência da bolsa utilizada como benchmark.

As evidências trazidas por Schmiedel (2001) indicam que o nível de eficiência das operações das bolsas depende da forma da estrutura societária da empresa, da qualidade de *trading*, da concentração de mercado, da integração com outras atividades de *trading*, entre outros elementos. Considerando estes aspectos, a composição estrutural atual da B3 tende a fornecer bases relevantes para uma boa eficiência e reforça a importância de compreender este *player*, que poderá se tornar um dos maiores em termos mundiais dentro das próximas décadas.

Na linha de estudos latino-americanos, Yepes-Rios et al. (2015) têm como intuito tratar acerca dos impactos da *Latin American Integrated Market* (MILA), a qual promoveu e permitiu mudanças generalizadas no setor de corretagem (corretoras) e afetou a economia, no sentido de que as companhias estariam enfrentando um novo contexto econômico, em razão da integração das bolsas de valores entre três países diferentes (Chile, Peru e Colômbia). Inicialmente, os autores discutem sobre a integração econômica ressaltando a eliminação das barreiras de troca provenientes do processo chamado integração comercial, passando pela liberalização dos fatores

---

<sup>6</sup> [...] bolsas de valores são tratadas como um tipo de empresa que produz dois serviços operacionais de transação diferentes. Em primeiro lugar, as bolsas facilitam o processamento e a correspondência de transações, fornecendo um local de negociação centralizado ou sistemas eletrônicos de negociação. Em segundo lugar, as bolsas de valores também estão envolvidas no monitoramento das empresas listadas e na manutenção do mercado, tentando garantir que as transações sejam executadas de forma justa e eficiente (Hasan and Malkamäki, 2001 *apud* Schmiedel 2001, p.17).

econômicos, pela harmonização de políticas econômicas e, por fim, pela total unificação das políticas econômicas entre os países. Por outro lado, também discutem sobre as *Regional Integration Agreements* (RIAs) indicando benefícios decorrentes dos acordos estabelecidos entre os países, que permitem a existência de maior competitividade internacional e vantagens internas que excluem concorrentes externos, como é o caso de reduções de tarifas regionais, liberalização do movimento dos capitais, do trabalho e das políticas de investimento entre fronteiras. Tais acordos são estabelecidos pelos países buscando eliminar restrições para a condução de operações financeiras entre fronteiras, de modo que haja harmonização de regulamentações, regras e taxações. É notável que mesmo sem estes acordos, ainda poderá haver integração de atividades domésticas e estrangeiras, no sentido de que agentes econômicos internacionais auxiliam nestes processos.

A integração total desses mercados reforça a lógica de que todos os potenciais entrantes ao mercado irão se defrontar com as mesmas características de regras, regulamentações, instrumentos financeiros, serviços, ao mesmo tempo que todos terão acesso mais facilitado a estas ferramentas, sendo que o avanço na manipulação e controle de informações, tecnologias de comunicação, desregulamentação e liberalização têm sido fundamentais para a consolidação da MILA e de uma competição em ascendência entre as instituições financeiras participantes desse mercado. Vale ressaltar que existem ganhos de transparência, fluxo eficiente de informações, redução de custos e prestação de contas mais factível e confiável.

Apesar dos benefícios elencados acima, também se deve levar em conta as possibilidades não desprezíveis de risco de transbordamento, contágios e choques regionais, bem como à dependência da diversificação de risco adequada dos agentes econômicos, o que pode comprometer veementemente os sistemas financeiros nacionais. A MILA tem como um dos objetivos criar um participante regional capaz de competir com os mercados brasileiro e mexicano, entretanto, utilizando uma lógica peculiar: não haverá integração organizacional e operacional, somente o uso de ferramentas tecnológicas e compatibilização da legislação e regulamentação, de modo que seja permitida a negociação de ações por roteamento de ordens entre as corretoras de cada país, ou seja, não haveria perda de independência dos mercados de cada país e nem perda de autonomia regulatória. Além disso, os processos de mudanças ocorrem dentro das centrais depositárias de cada país e não dentro das empresas emissoras de ações.

A MILA, em 2014, possuía 557 emissores, ao passo que o México possuía 421 emissores e o Brasil 375 emissores, indicando o potencial deste acordo, o qual vem fornecendo maiores alternativas de investimentos, maiores possibilidades de diversificação de risco e a consolidação de uma balança mais factível entre risco e retorno. O estudo indica que 29,2% das companhias de corretagem na Colômbia passaram por algum tipo de processo de mudança de participação societária no contexto da MILA, sendo que em 57,1% destes casos houve avanço de organizações internacionais dentro das corretoras e 42,9% de organizações nacionais. Além do mais, 85,7% dos processos ocorreram via aquisições e 14,3% via fusões. É importante reforçar que, atualmente, inclusive o México já faz parte da MILA e, conseqüentemente, ela ganhou ainda mais força para se mostrar como um competidor relevante em níveis mundiais e, principalmente, contra a B3.

Hasan *et al.* (2012) buscam compreender os efeitos dos processos de integração (sem junção acionária, joint ventures e M&As) das bolsas de valores sobre o valor de mercado delas. O estudo não vai exatamente ao encontro do estudo que será proposto no Trabalho de Conclusão de Curso, mas contribui veementemente em aspectos conceituais e de construção teórica. Desde os anos 1990, o mundo vem passando por inúmeros processos de aquisições e formações de alianças entre diferentes bolsas e um dos pontos mais importantes é que existe pouca informação disponível para investidores sobre o que está ocorrendo de fato nestes processos e quais serão os impactos futuros. Ademais, destaca-se que bolsas de valores não podem competir e serem comparadas com empresas normais, visto que elas são reguladas de uma maneira diferente, assim como geralmente elas possuem instituições de autorregulação (*U.S. Securities and Exchange Commission, 2007, apud Hasan et al. 2012*). Tais integrações também devem passar por barreiras de fluxo de capitais, fricções e diferenças de mercado, principalmente no que envolve a precificação de risco entre mercados. Os autores também discutem acerca do processo de integração vertical e/ou horizontal:

We define a deal as vertical integration if the partnering stock exchanges have a different business focus and horizontal integration otherwise. Horizontal M&As and alliances benefit stock exchanges more than vertical deals because more knowledge and governance transfers will happen between two stock exchanges with the same

business model (Hasan et al. 2012 *apud* Dessein, 2005; Gomes-Casseres, Hagedoorn and Jaffe, 2006)<sup>7</sup>.

Como é de se esperar, a B3 estaria incluída não só no processo de integração vertical, mas também em lógicas de integração horizontal e de M&As (fusões e aquisições). Como o estudo ainda foi realizado no início do século XXI, ela foi incluída como São Paulo Stock Exchange (Bovespa), antes mesmo da integração com a BM&F. Para o estudo como um todo, foram identificados 111 eventos de integração para as bolsas de valores analisadas, sendo 30 M&As, 16 joint ventures e 65 *nonequity alliances*. Quanto aos tipos de integração, foi analisado que houve 93 ocorrências de integração horizontal, 18 de integração vertical e, além disso, 99 operações foram entre fronteiras, ao passo que 12 delas foram exclusivamente domésticas.

Dada a exposição inicial, é importante destacar a motivação para o trabalho a ser desenvolvido. Para a análise inicial, serão levadas em conta quatro empresas principais: (a) Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP); (b) Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA); (c) Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F); e (d) Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

A CETIP, criada em 1984 e com início de operações em 1986, é a principal instituição responsável pelo mercado de balcão organizado brasileiro quando consideramos títulos privados. A SOMA foi criada em 1996 para geração de mercado de balcão organizado de ações que não possuíam porte necessário para serem negociadas no listado da Bovespa. O próprio nome da BM&F já sugere a finalidade da instituição, a qual tem como objetivo permitir a negociação de contratos futuros e derivativos. Por fim, a Bovespa corresponde ao mercado listado de ações, sendo reconhecida como uma das principais, senão a principal, bolsa de valores do período.

Em 2002, a Bovespa realizou a compra da empresa SOMA para integrar o processo de mercado de balcão organizado de ações e aprimorar o sistema Bovespa Fix. Em 2008, foi a vez da BM&F fundir com a Bovespa, sendo que tal processo permitiu a formação da principal instituição financeira privada do país, relacionada ao

---

<sup>7</sup> Definimos um negócio como integração vertical se as bolsas de valores parceiras tiverem um foco de negócios diferente e integração horizontal caso contrário. As fusões e aquisições horizontais e as alianças beneficiam as bolsas de valores mais do que os negócios verticais, porque mais transferências de conhecimento e governança ocorrerão entre duas bolsas de valores com o mesmo modelo de negócios (Dessein, 2005; Gomes-Casseres, Hagedoorn and Jaffe, 2006, *apud* Hasan et al. 2012).

mercado de capitais. Já em 2017, foi a vez da CETIP ser comprada pela BM&FBovespa. Sendo assim, a nova instituição passou a se chamar B3 (Brasil Bolsa Balcão), a qual se tornou essencialmente um monopólio no setor.

É notável que desde 2011, a BM&FBovespa já tinha iniciado o processo de integração das câmaras de negociação e com esta fusão ocorrida em 2017, tal procedimento ficou ainda mais completo e responsável por integrar três diferentes câmaras em uma só. A rigor, o que isso quer dizer? A BM&FBovespa iniciou o estudo de integração entre as câmaras e sistemas de mercado de futuros e mercado à vista e, posteriormente, as câmaras e sistemas de mercado de balcão organizado de títulos privados também entrariam no jogo. Nesse sentido, o foco está em simplificar e tornar as rotinas mais eficientes e fornecer informações mais completas ao mercado e à própria instituição, reduzir custos de manutenção de inúmeros sistemas e setores, possuir maior capacidade de gestão da segurança da informação e facilitar a integração com inúmeros participantes do mercado.

### 2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O projeto de integração da Pós-Negociação (IPN), dado o contexto anterior, exercerá um impacto determinante sobre o mercado de capitais brasileiro. Os processos de integração horizontais e verticais ao redor do mundo não são exceção, mas sim uma regra nas últimas décadas. As principais empresas do setor tendem a se tornar cada vez maiores e mais robustas estruturalmente, principalmente quando são observadas experiências semelhantes nas integrações realizadas nas economias europeias e da América Latina.

É importante ressaltar que não existe uma regularidade definida para estes cenários, visto que cada economia precisa tratar suas especificidades seguindo aspectos particulares, como regras, questões culturais, entre outros elementos.

Do lado das economias europeias, conforme os estudos citados anteriormente, os processos de integração são mais orgânicos e com tendência de impactos reduzidos em relação à estrutura de precificação e negociação dos países envolvidos. Nesse sentido, as mudanças não causam rupturas em sua estrutura existente.

Por outro lado, do lado das economias latino-americanas, o projeto desenvolvido sob a MILA reforça a permanência de autonomia das bolsas de valores das respectivas economias, de modo que a integração se dará meramente pela

uniformização de regras e dos sistemas de negociação, destacando-se como um processo relevante para economias em desenvolvimento.

Todavia, este tipo de integração ainda carece de padronização tecnológica e, conseqüentemente, o crescimento de eficiência operacional e de análises de riscos tende a ser comprometido.

Por fim, do ponto de vista da bolsa de valores brasileira, o Grupo B3 tem demonstrado capacidade de padronização de processos, parâmetros e sistemas nos últimos anos, facilitando o gerenciamento de novas implementações de sistemas e mudanças no mercado. Sendo assim, o próximo capítulo buscará explorar os passos adotados pela B3 S.A. para chegar neste cenário, ao mesmo tempo que também terá como foco investigar aspectos acerca da estrutura de *funding* sob o mercado de capitais brasileiro.

### 3 O DESENVOLVIMENTO DA B3 E A ESTRUTURA DE *FUNDING* BRASILEIRA SOB O MERCADO DE CAPITAIS

O Novo Guia de Estudos da B3, disponibilizado no site oficial da instituição de forma gratuita e na versão de 2022, traz em seus três primeiros capítulos questões essenciais e muito bem exploradas acerca da instituição e do Sistema Financeiro Nacional para auxiliar a composição deste trabalho, mesmo que sob uma ótica de valorização da imagem do Grupo B3. Nesse sentido, as próximas seções buscarão sistematizar o processo de construção desta empresa, bem como aspectos sobre a estrutura de *funding* brasileira sob o mercado de capitais.

#### 3.1 COMPREENDENDO A B3

A partir da segunda metade do século XIX, são criadas duas instituições relevantes: (a) a bolsa de valores do Rio de Janeiro – 1851; e (b) a Bolsa Livre de São Paulo – 1891. Em linha com os estudos expostos nos capítulos anteriores, identifica-se que neste período as negociações ocorriam, majoritariamente, em praças de comércio e geralmente envolvendo produtos agrícolas, títulos de dívida pública, serviços de transporte, entre outros elementos. À medida que as relações iam se complexificando e intensificando, reforçava-se a necessidade de organizações cada vez mais confiáveis e preparadas operacionalmente para lidar com os novos modelos de negócios.

Com o passar das décadas, este processo se torna pujante principalmente a partir da década de 1960, quando (i) a BOVESPA (Bolsa Oficial de Valores de São Paulo) assume a característica institucional de bolsa de valores, ao mesmo tempo que (ii) inicia o surgimento de sociedades corretoras em substituição aos corretores oficiais, e (iii) é criado o índice IBOVESPA (Novo Guia de Estudos da B3, p. 71). No período, destaca-se que a BOVESPA não era tão atuante no mercado de balcão organizado, trabalho este empenhado majoritariamente pela Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S/A (SOMA), a qual era uma instituição autorreguladora do mercado de balcão organizado. A SOMA foi adquirida pela BOVESPA em 2002, com o intuito de promover maior celeridade na evolução do Bovespa Fix e, conseqüentemente, integrá-lo ao SOMATrader e SOMABroker, sistemas eletrônicos destinados a um processo contínuo de negociação.

Como é de se esperar, inicialmente a atuação da BOVESPA estaria mais atrelada ao mercado de ações e voltado ao desenvolvimento de soluções para este modelo de negócio. Sendo assim, a partir dos anos 2000, a BOVESPA formaliza a sua integração com a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), bem como com as demais bolsas regionais, tornando-se oficialmente a única bolsa de valores do Brasil e ampliando cada vez mais sua capilaridade dentro do mercado de capitais brasileiro.

Por outro lado, a partir de 1986 o país passaria a contar também com a presença da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP) e a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), as quais uniram forças a partir de 1991 sob a sigla BM&F. Esta união estabeleceu um novo marco para o sistema financeiro brasileiro, o qual passou a consolidar a existência do principal centro de negociação de derivativos da América Latina.

É interessante notar que tanto a BOVESPA quanto a BM&F, no início dos anos 2000, eram caracterizadas como associações civis sem fins lucrativos<sup>8</sup>. A partir de 2007, as duas companhias alterariam sua composição para a modalidade de capital aberto, de forma que o IPO seria realizado neste mesmo ano. Conforme destacado pela própria B3, entende-se que:

Em 2008, com a integração das atividades da BM&F e BOVESPA, foi criada a BM&FBOVESPA S.A., formando-se, assim, uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado, com um modelo de negócios totalmente verticalizado e integrado, atuando na negociação e pós negociação de ações, títulos, contratos derivativos; na divulgação de cotações; na produção de índices de mercado; no desenvolvimento de sistemas e softwares, na listagem de emissores, no empréstimo de ativos e como central depositária (Novo Guia de Estudos B3, 2022, p. 73).

A partir desta integração das duas maiores instituições financeiras do país, ficou evidente a relevância da infraestrutura de pós-negociação deste grupo dentro do mercado de capitais brasileiro. Por infraestrutura de pós-negociação, entende-se todas as câmaras de compensação e liquidação existentes no Brasil, isto é, a Clearing de Ações e Renda Fixa, Clearing de Câmbio, Clearing de Derivativos e Clearing de

---

<sup>8</sup> Disponível em: <<https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa>>. Acesso em: 24 de julho de 2022, às 17h38.

Ativos. Portanto, iniciou-se neste período o Projeto de Integração da Pós Negociação (IPN), onde a BM&FBovespa teria como objetivo compor as quatro *Clearings* existentes em uma única *Clearing*, conforme demonstrado na Figura 1:

**Figura 1** – Câmaras de compensação e liquidação (*Clearings*)



Fonte: Novo Guia de Estudos B3 (2022, p.86).

Os objetivos e reflexos de um projeto como este são relativamente evidentes, dado que haverá a busca por maior eficiência operacional e tecnológica, simplificação de rotinas e processos, redução de custos de desenvolvimento e manutenção, adoção de metodologia de risco comum a todos os mercados operados e melhor administração de margens e garantias, de modo a utilizar bem o dinheiro dos participantes do mercado ao mesmo tempo que se garantem operações sólidas e seguras. Esta *Clearing* única será nomeada de *Clearing* B3, a qual é (ou será) responsável por realizar o registro, aceite, compensação, liquidação e gerenciamento de risco de contraparte de operações nos mercados de renda variável, de renda fixa privada, de derivativos e de ouro e, por fim, de operações de empréstimos de ativos. É notável que, segundo a própria B3, a construção desta estrutura está se dando de forma progressiva. A B3 sintetiza este processo na Figura 2, a qual formaliza a centralização dos processos operacionais por meio da *Real Time Clearing* e ratifica a robustez necessária para a construção e utilização deste sistema.

Seguindo a definição da própria instituição, entende-se que ela é uma administradora de mercado de bolsa e balcão organizado, a qual atua através de uma estrutura verticalmente integrada e promove a disponibilização de um sistema de negociação multiativos, central depositária de ativos, câmara de compensação e liquidação e, por fim, contraparte central garantidora.

**Figura 2** – Nova configuração da Real Time Clearing (RTC)



Fonte: Novo Guia de Estudos B3 (2022, p.87).

É notável que antes do estabelecimento deste processo gradual de integração de inúmeras empresas sob o Grupo B3, as metodologias de cálculo de risco sobre uma determinada carteira estavam reféns das informações contidas em suas respectivas *Clearings*.

Dado que a composição das carteiras tendia a estar relacionada somente a uma gama específica de ativos, bem como a um mercado particular, o montante de garantias necessárias para cobrir as operações ocorridas sob este cenário possuem maior probabilidade de custo mais elevado do que em um ambiente integrado, onde o algoritmo é capaz de estabelecer correlações entre inúmeros ativos e mercados.

Com isso, a *Real Time Clearing* integrada é munida de informações mais completas sobre o perfil de um determinado cliente e sobre o risco incorporado em suas operações e, além disso, tal processo simplifica a infraestrutura tecnológica necessária para as intermediárias oferecerem produtos mais robustos e eficientes a seus clientes.

Sob esta última ótica, de infraestrutura tecnológica, a tendência de unificação dos sistemas e de padronização de seus parâmetros fornecem maior agilidade aos participantes do mercado no sentido de se adaptar às mudanças introduzidas na bolsa

de valores, assim como nas homologações e implementações de novos sistemas e produtos.

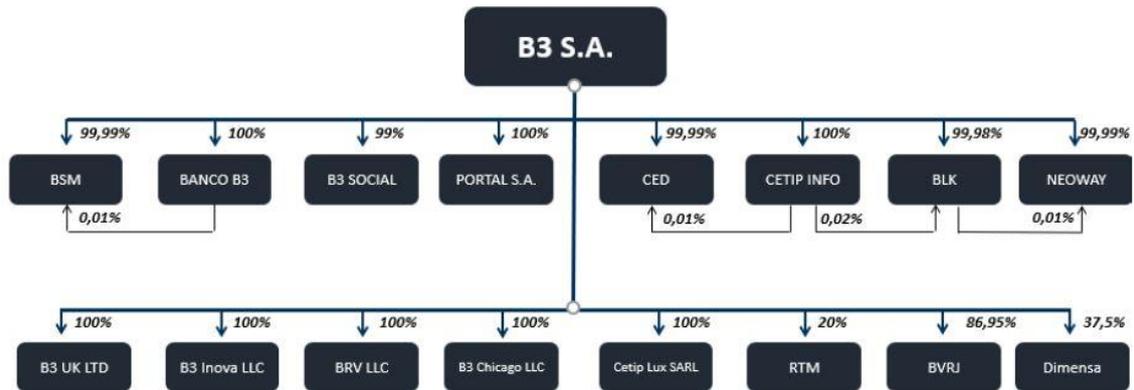
Adicionalmente, sistemas com metodologia de registro mais padronizada permitem uma gestão de dados e características de ativos de forma mais confiável, no sentido que a criação e manutenção de ferramentas de controle e conciliação serão sintetizadas, isto é, o mercado tenderá a analisar o que realmente importa em seus processos operacionais diários e internos, garantindo maior confiabilidade e integridade nas informações fornecidas aos investidores no país.

É notável que todo este processo citado anteriormente, fomentado com maior pujança a partir de 2011 e após a constituição da BMF&BOVESPA S.A., foi fortalecido com a fusão desta última empresa com a CETIP S.A. em 30 de março de 2017, quando houve a aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Tal processo formalizou o surgimento da nova empresa B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, a qual, conforme a própria instituição:

[...] consolida não somente os mercados de bolsa e balcão organizado, mas também a infraestrutura do sistema financeiro brasileiro em uma única instituição. Por meio da integração das atividades das suas partes constituintes, a B3 reúne os mercados de renda variável, renda fixa privada, derivativos financeiros, commodities, títulos de dívida bancária, e outros, nos segmentos de bolsa e balcão, oferecendo aos participantes de mercado e seus clientes uma solução completa de negociação, registro e pós-negociação (Novo Guia de Estudos B3, p.74)

O Grupo B3, conforme Figura 3, se constitui sob seis principais empresas: (i) Banco B3 S.A.; (ii) BSM Supervisão de Mercados; (iii) B3 Social; (iv) Central de Exposição a Derivativos (CED); (v) BLK Sistemas Financeiros; e (vi) Portal de Documentos. Nos últimos anos, o ecossistema B3 tem se alargado cada vez mais e se voltando para a uniformização não só dos processos, mas também da sua marca e do seu posicionamento no mercado de capitais brasileiro. Dito isso, a próxima seção deste capítulo buscará explorar os conceitos acerca do *fundin* sob a ótica desenvolvida por Keynes e seus sucessores, os principais fatores que delineiam este processo no mercado de capitais brasileiro e os possíveis efeitos que o projeto de integração das câmaras da B3 pode ter exercido nos últimos anos.

**Figura 3 - Empresas do Grupo B3**



Fonte: Relações com Investidores – Grupo B3<sup>9</sup>.

### 3.2 COMPREENDENDO O *FUNDING*

Resende (2007, p.2-3) sintetiza, de forma significativamente inteligível, o circuito *finance-investimento-poupança-funding* elaborado por Keynes. Na ótica do financiamento do investimento, este último autor delineia dois processos fundamentais, sendo o primeiro conhecido por investimento planejado e o segundo o investimento propriamente dito.

Em relação ao investimento planejado, identifica-se a caracterização de um tipo de crédito de prazo médio reduzido, o qual é definido e utilizado em uma etapa transitória, dado que a empresa ainda estará analisando a sua decisão de investimento. Neste cenário, é esta etapa uma das peças-chave para a geração do multiplicador keynesiano, visto que se trata de um investimento *ex-ante*, isto é, a renda gerada ao sistema financeiro e que não foi convertida em consumo será uma das forças motrizes do fortalecimento dos fundos de poupança, os quais serão usufruídos em uma relação de crédito de prazo mais elevado mais à frente. Dito isso, entende-se que:

[...] a poupança, resultante da despesa de investimento, é usada para transformar a dívida de curto prazo dos investidores junto ao sistema bancário em passivo de longo prazo. O *funding* corresponde a esse processo de “consolidar” a dívida de curto prazo, isto é, transformá-la

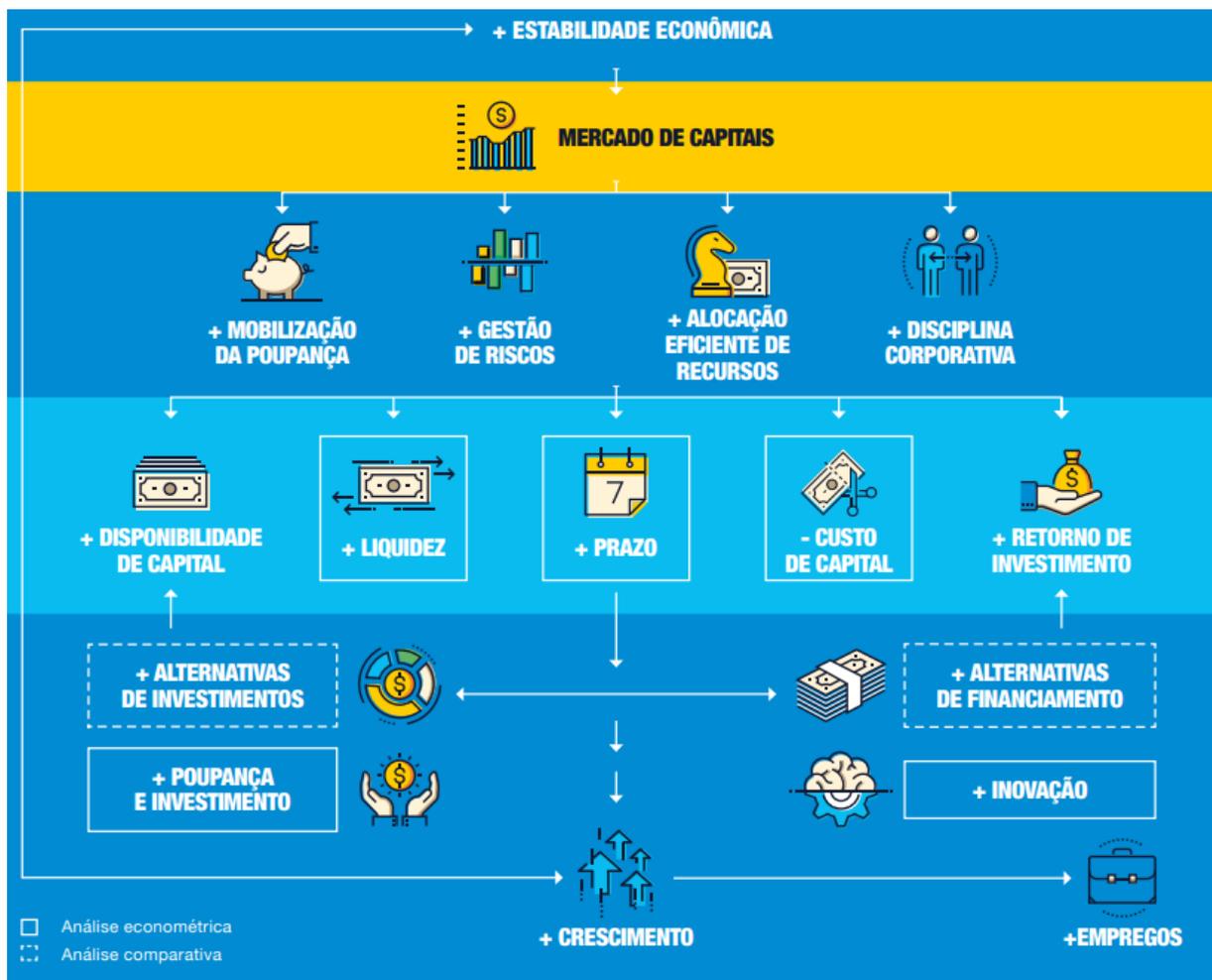
<sup>9</sup> Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/empresas-do-grupo/>.

numa relação de longo prazo através da emissão de ações e de títulos.  
(Resende, 2007, p.3).

Neste sentido, o mercado de capitais pode ser entendido como um dos principais âmbitos onde o *funding* tende a exercer efeitos significativos, isto é, na geração de relações de investimento de longo prazo entre os diversos participantes do mercado.

A ANBIMA e a B3, duas das maiores instituições privadas e fomentadoras do mercado de capitais brasileiro, elaboraram uma agenda conjunta, onde serão explorados diversos quesitos relevantes para o crescimento e desenvolvimento deste ramo no Brasil. Sob a ótica divulgada por estas instituições, entende-se que o caminho para a evolução pode ser sistematizado da seguinte forma:

**Figura 4 - Ecossistema do mercado de capitais**



Fonte: Elaborado por ANBIMA. Agenda ANBIMA e B3 – Mercado de Capitais, 2022.

Conforme estabelecido na Figura 4, a Agenda ANBIMA e B3 para o mercado de capitais brasileiro formaliza a construção de um aparato robusto, o qual possui como premissa a mobilização de poupança *ex-ante*, alocação eficiente de recursos, disciplina corporativa e gestão de riscos. Todos estes fatores estão presentes recorrentemente no dia a dia do mercado financeiro e têm se apresentado como pilares para a manutenção e evolução deste âmbito. As instituições e os investidores, que estão em constante desenvolvimento, recorrem cada vez mais às boas práticas de negociação e governança, bem como com a realização e o estabelecimento de operações íntegras e confiáveis. A ANBIMA e a B3 estimulam este cenário, na medida que aplicam e obrigam os participantes associados ao mercado a cumprirem exigências de autorregulação e de regulação.

Partindo de um ambiente significativamente mais confiável e relativamente mais estável do ponto de vista de expectativas, as firmas possuem maior probabilidade de recorrerem ativamente ao mercado para a busca de financiamento e investimentos, ao mesmo tempo em que os investidores se sentem mais seguros a disponibilizar seus recursos próprios a estas firmas. Dada a tendência de redução do risco das operações, em razão de uma estrutura regulatória e tecnológica mais robusta, forma-se um ambiente propenso à redução do custo para a disponibilização de capital, com maior disponibilidade de capital e com a possibilidade de alongamento do perfil da dívida.

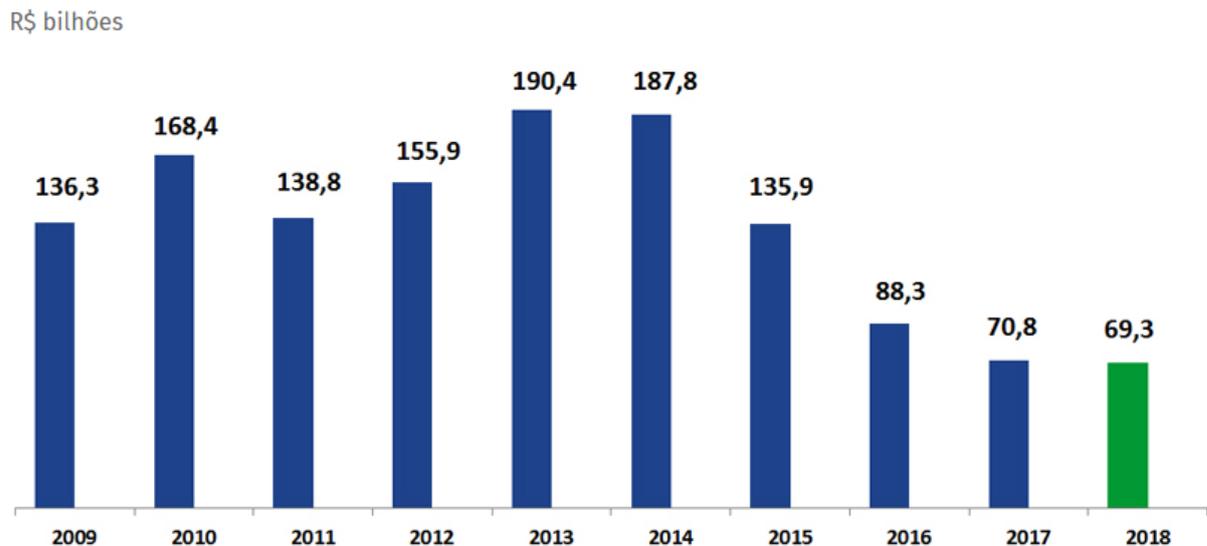
O maior contingente de entrantes no mercado, seja do ponto de vista das firmas ou dos investidores, fomenta o surgimento de inúmeras alternativas de financiamento e de investimentos e, conseqüentemente, estimula também o mercado no sentido de desenvolver novos produtos e soluções, assim como reforça o fluxo de crescimento e formação de poupança e de investimentos. Inevitavelmente, tal cenário é um propulsor favorável a maior geração de empregos e para o crescimento da economia.

Nesse sentido, há relevância no alongamento do perfil da dívida das firmas e da melhor capacidade de gerenciamento de riscos no sentido de fornecer bases sustentáveis ao crescimento do mercado de capitais, o que, como demonstrado nas seções anteriores, está em linha com as iniciativas adotadas pelo Grupo B3 nos últimos anos.

Ao analisar a história econômica do Brasil na última década, nota-se a redução da participação do investimento público, principalmente nos segmentos de longo prazo. A Figura 5 evidencia o caso do BNDES, por exemplo, onde é clara a

significativa diminuição dos desembolsos para investimentos de longo prazo no principal banco de fomento brasileiro. Do montante de R\$69,3 bilhões destinados às empresas em 2018, R\$30,4 bilhões foram destinados a investimentos em infraestrutura, R\$14,7 bilhões ao setor de agropecuária, R\$12,3 bilhões ao setor industrial e R\$11,9 bilhões para os setores de comércio e serviços.

**Figura 5 - Desembolsos do BNDES entre 2009 e 2018**



Fonte: Elaborado por BNDES. Evolução dos desembolsos do BNDES, 2022.

Ainda sob a ótica da Figura 5 e do mercado de capitais, o BNDES, em 2018, realizou um investimento de R\$412 milhões em fundos de crédito, contando com a presença de um efeito multiplicador de magnitude 3, onde, para cada milhão do BNDES, havia a destinação de R\$3 milhões por parte de investidores.

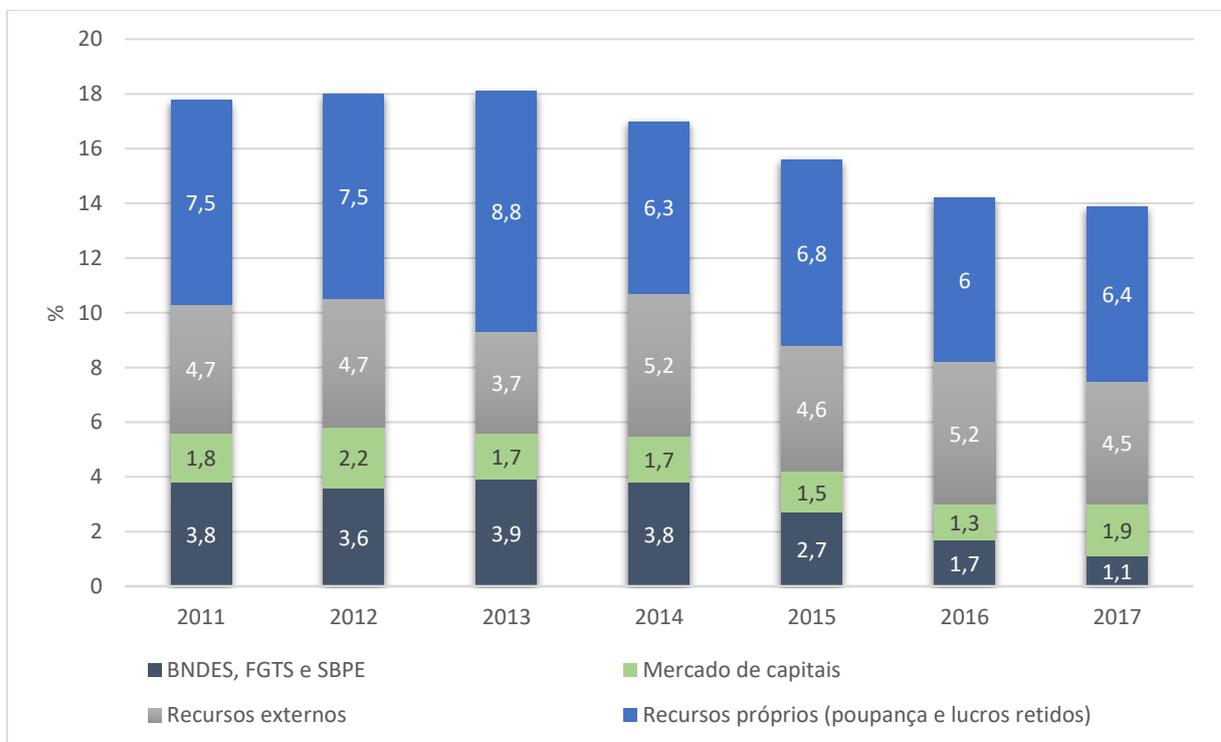
Adicionalmente, nota-se a queda significativa da taxa de juros no país ao longo deste período, o que favorece o fortalecimento da queda da curva da taxa de juros de longo prazo. Apesar disso, existe relativa escassez de fontes privadas de financiamento a longo prazo no Brasil, de modo que as empresas tendem a se financiar utilizando recursos próprios. De acordo com o que foi definido na Agenda ANBIMA B3 (2022)<sup>10</sup>, em 2017, somente 2,4% das emissões foram direcionadas para investimentos e menos de 10% tinham prazo acima de dez anos. Sendo assim, mesmo quando tais instituições recorrem à captação no mercado, o objetivo final não

<sup>10</sup> 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](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: 24 de agosto de 2022.

tende a ser a capitalização para investimento, mas sim o refinanciamento do passivo e a obtenção de capital de giro.

A Figura 6 evidencia que a participação do mercado de capitais no Brasil, quando analisada a origem do financiamento, ainda possui baixa relevância. Entretanto, mesmo ao longo de uma trajetória econômica altamente conturbada, o percentual se manteve relativamente estável e com tendência de aumento a partir de 2017, de modo que as melhorias de eficiência nas estruturas regulatórias e operacionais da ANBIMA e da B3 podem auxiliar no aumento da participação deste segmento.

**Figura 6** - Participação do mercado de capitais no financiamento entre 2011 e 2017



Fonte: Relatório Agenda ANBIMA B3, 2022 & CEMEC, 2019.

### 3.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A B3, dada a sua atual configuração empresarial, se destaca em relação às bolsas de valores ao redor do mundo. A sua estrutura é complexa, sendo comparável a um ecossistema. É evidente que esta instituição se apresenta como uma peça-chave para o crescimento sustentável do país, visto que através dela é possível estabelecer relações de investimento de diferentes prazos, com diferentes custos e para os

diversos tipos de investidores do mercado. Todavia, é importante ressaltar que a bolsa de valores brasileira se apresenta como um complemento no processo de *funding*, uma vez que instituições públicas, como o BNDES, também são fundamentais para a construção de relações de financiamento de maior prazo, confiáveis e rentáveis.

Ainda em relação à B3, seus produtos e os produtos de seus clientes vêm ganhando cada vez mais qualidade e integridade, bem como relativa simplificação com o passar o tempo, ou seja, integrar-se a este mercado tende a ser mais prático e rápido. Isto é altamente relevante ao mercado, uma vez que, quanto menor o custo de entrada para novos intermediários, maior a probabilidade de crescimento da competição neste âmbito e, conseqüentemente, a quantidade de produtos e plataformas disponíveis aos investidores.

O mercado de capitais brasileiro é significativamente incipiente em termos de tecnologia, ao mesmo tempo que os emissores listados também são poucos e com um perfil de dívida não tão interessante, como demonstrado na seção anterior. Entretanto, este meio não para de se desenvolver e tem contribuído para o ingresso de cada vez mais investidores iniciantes, assim como de mais emissores relevantes para a economia nacional.

Ao realizar a composição entre balcão organizado e de empresas com ações listadas em bolsa, com base em dados divulgados pela bolsa de valores brasileira em 02 de agosto de 2022, são atingidas mais de 400 instituições que optaram por se financiar através da B3. Considerando os dados de valor de mercado publicados para de 29 de julho de 2022, estima-se que tais companhias valem aproximadamente R\$4,5 trilhões.

Sendo assim, os próximos capítulos buscarão explorar, através de um estudo de caso e da descrição da metodologia empregada, as hipóteses expostas na introdução deste trabalho: (i) o processo de integração permitirá maior eficiência no processo de controle e execução de investimentos; e (ii) a estrutura brasileira de *funding* foi positivamente afetada pelo processo de integração das câmaras.

## 4 ESTUDO DE CASO: IMPACTOS DAS MUDANÇAS DA B3 SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E OS REFLEXOS SOBRE O *FUNDING*

De acordo com a metodologia apresentada na introdução do trabalho, pretende-se desenvolver um estudo de caso objetivo, voltado à validação das hipóteses. Para recordar o leitor, a hipótese primária é de que (i) o processo de integração permite maior eficiência no processo de controle e execução de investimentos; e a hipótese secundária remete à lógica de que (ii) a estrutura brasileira de *funding* está sendo positivamente afetada pelo processo de integração das câmaras.

No sentido de tentar testar as hipóteses acima, é importante compreender melhor como se definem as principais estruturas do mercado de capitais. O mercado brasileiro, conforme exposto na apresentação institucional do Mercado de Capitais desenvolvido pela Warren CVMC LTDA em agosto de 2022, define três momentos para este âmbito: (a) Revolução 1.0; (b) Revolução 2.0; e (c) Revolução 3.0, que serão explorados abaixo.

### 4.1 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

No caso da Revolução 1.0, volta-se à estruturação do mercado de capitais criada por segmentos específicos dos grandes e tradicionais bancos brasileiros, através da utilização de monomarca, poucos produtos disponíveis aos clientes, remunerações aos funcionários definidas através de metas e sempre direcionando a oferta dos produtos à marca estabelecida.

Por outro lado, a Revolução 2.0 foi fomentada pelas estruturas das corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, as quais se utilizam de uma gama significativa de marcas (multimarcas), uma prateleira imensa de produtos, remunerações aos funcionários por comissão e sempre definindo uma relação entre as marcas e os produtos oferecidos, isto é, a receita das instituições também é intrínseca à oferta do produto e atrelada às suas marcas. Entende-se que foi o começo da descentralização do mercado de capitais.

Atualmente, discute-se<sup>11</sup> no mercado o surgimento e desenvolvimento da Revolução 3.0, onde é fomentado o investimento através de objetivos, *cashback* de

---

<sup>11</sup> Disponível em: <http://www.ouopretoinvestimentos.com.br/blog/mercado-de-investimento-3-0-como-funciona/>. Acesso em 19 de setembro de 2022.

comissões visando redução de conflito de interesse na oferta de produtos, maior transparência, ainda mais produtos disponíveis nas prateleiras das corretoras do que os oferecidos na Revolução 2.0, contas remuneradas, carteiras administradas e, principalmente, estabelecimento de uma relação mais intensa com o cliente, de modo a planejar não só seus investimentos, mas também toda a estrutura econômica das vidas das famílias, ou seja, um acompanhamento completo. Resumidamente, este modelo é focado na descentralização e desintermediação do mercado de capitais, sendo que as instituições envolvidas devem atuar como um *open source* de soluções e parceiros na estruturação das operações e na desintermediação da distribuição, de modo que a redução dos custos envolvidos no processo de captação seja necessariamente verdadeira e descomplicada.

No Brasil, pode-se dizer que a Revolução 2.0 já é estabelecida e que possui como dois dos principais *players* o Grupo XP Inc e o Grupo BTG Pactual. Entretanto, existem novas instituições no mercado que têm buscado o fomento da Revolução 3.0 no Brasil, que já é um modelo consolidado nos Estados Unidos, como é o caso da Warren Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio LTDA, a qual iniciou suas operações no país em 2016, bem como os bancos digitais como Nubank, Banco Inter e C6 Bank, os quais estão estruturando operações de corretoras mais robustas, com custos reduzidos em relação ao modelo 2.0 e com maior simplicidade na linguagem.

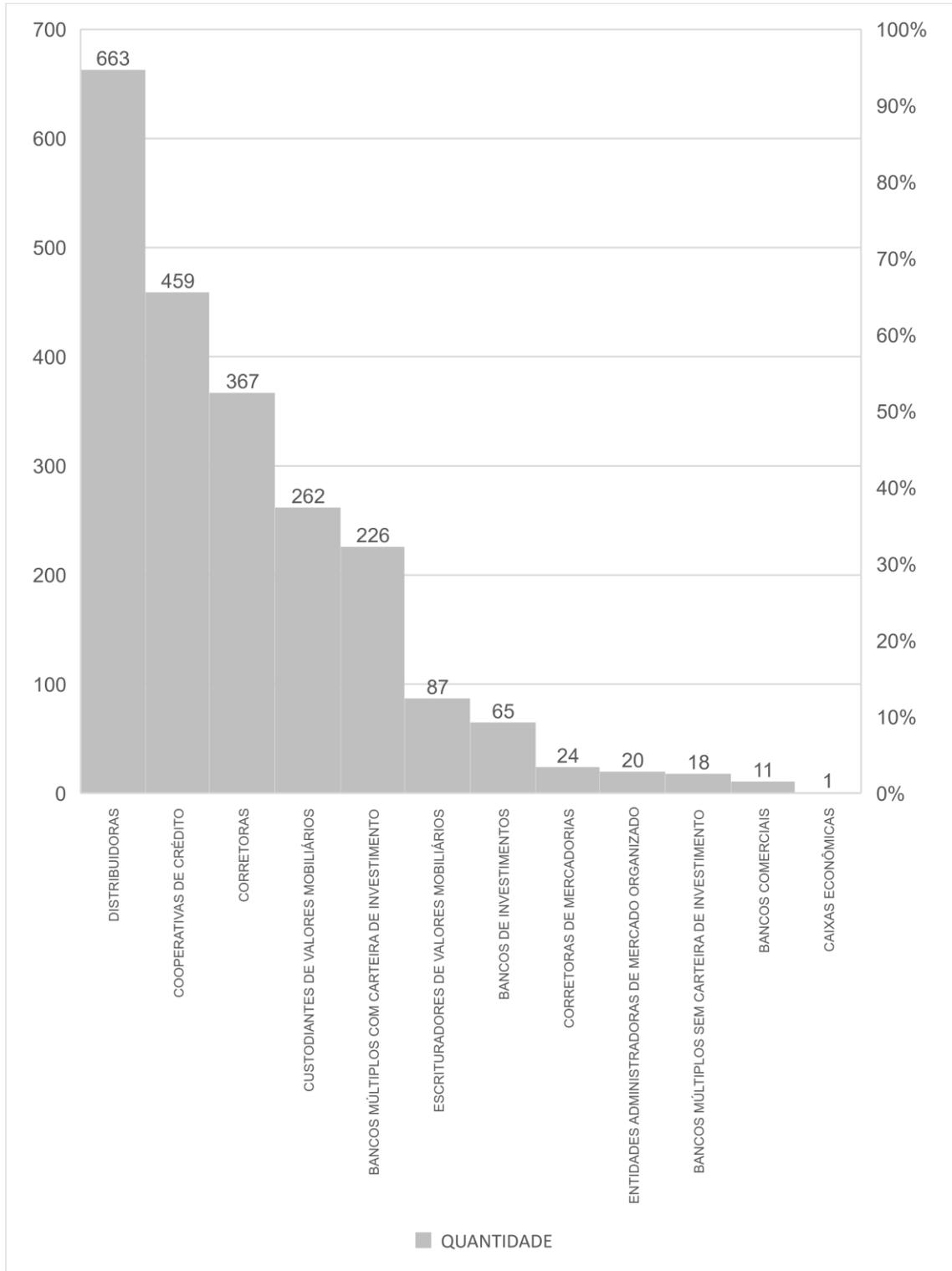
A CVM disponibiliza, diariamente, a atualização da base cadastral de intermediárias no Brasil desde 1923. Este primeiro registro, como ponto de curiosidade, é de um banco múltiplo com carteira de investimento, que possui a denominação social Banco Crefisul S.A. Nesta mesma linha e ao analisar toda a base cadastral disponibilizada, atualmente o Brasil possui 2.203 instituições intermediárias cadastradas, conforme Figura 7 (CVM, 2022).

Destas instituições intermediárias cadastradas, 663 são distribuidoras de valores mobiliários, 459 são cooperativas de crédito, 391 são corretoras e corretoras de mercadorias. Além disso, das 2.203 instituições cadastradas, 1.033 foram estabelecidas após o ano 2000, ou seja, 46,89% das instituições registradas no país possuem menos de 20 anos de atividade econômica.

A partir da publicação da Instrução CVM Nº 542, oficializada em 20 de dezembro de 2013, a qual rege as diretrizes da prestação de serviços de custódia de valores mobiliários por instituições intermediárias, nota-se um saldo surpreendente no

cadastro deste tipo de instituição a partir de 2014, onde, neste mesmo ano, 131 novas instituições ingressaram neste segmento, de acordo com a Figura 8.

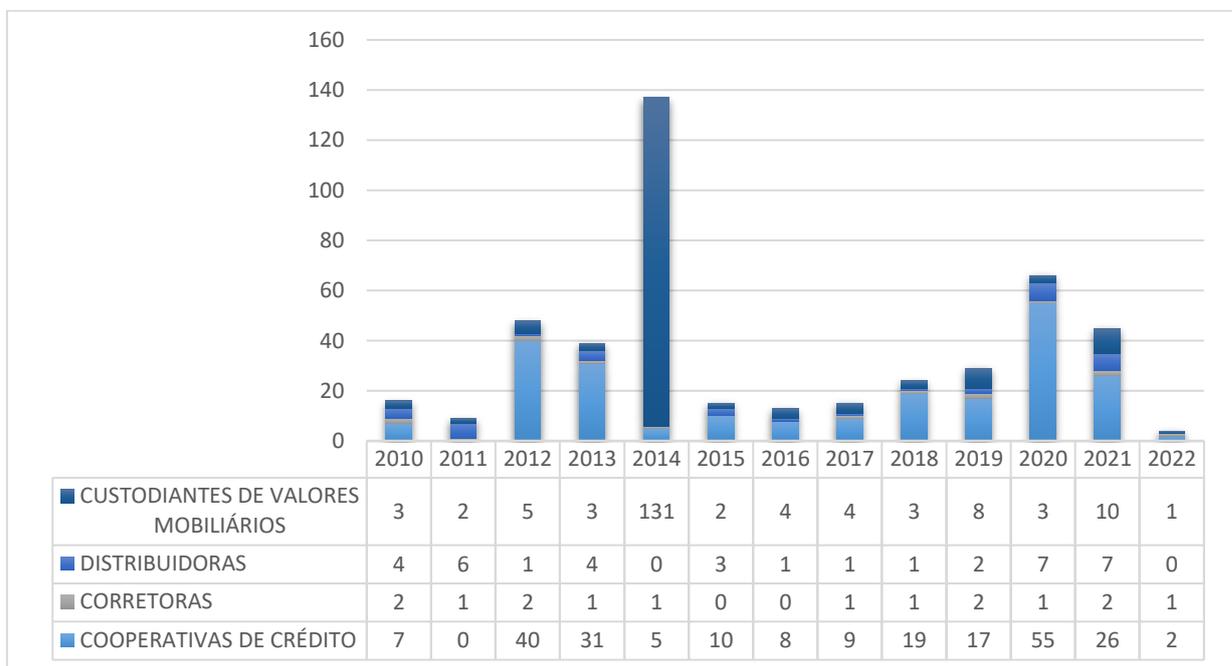
**Figura 7** – Quantidade de instituições intermediárias cadastradas na CVM, por segmento de atuação



Fonte: Elaboração do autor. Base de dados CVM, 2022.

Neste sentido, a maior parte dessas instituições foram estabelecidas principalmente dentro do modelo 2.0, visto que são constituídas inúmeras marcas sob um mesmo grupo controlador. Como exemplo prático, o Grupo XP é constituído pela XP Educação, XP Advisory, XP Gestão de Recursos, Sartus Capital, XP Investments, Clear Corretora, Rico Corretora, XP Corretora de Seguros, entre inúmeras outras empresas em diversos ramos de atuação.

**Figura 8** – Quantidade de distribuidoras, corretoras, cooperativas e custodiantes cadastradas na CVM entre 2010 e o segundo trimestre de 2022



Fonte: Elaboração do autor. Base de dados CVM, 2022.

Com isso, a próxima seção buscará explorar os dados das emissões ocorridas nos últimos anos dentro da estrutura do mercado de capitais brasileiro e entender como as firmas têm buscado se financiar.

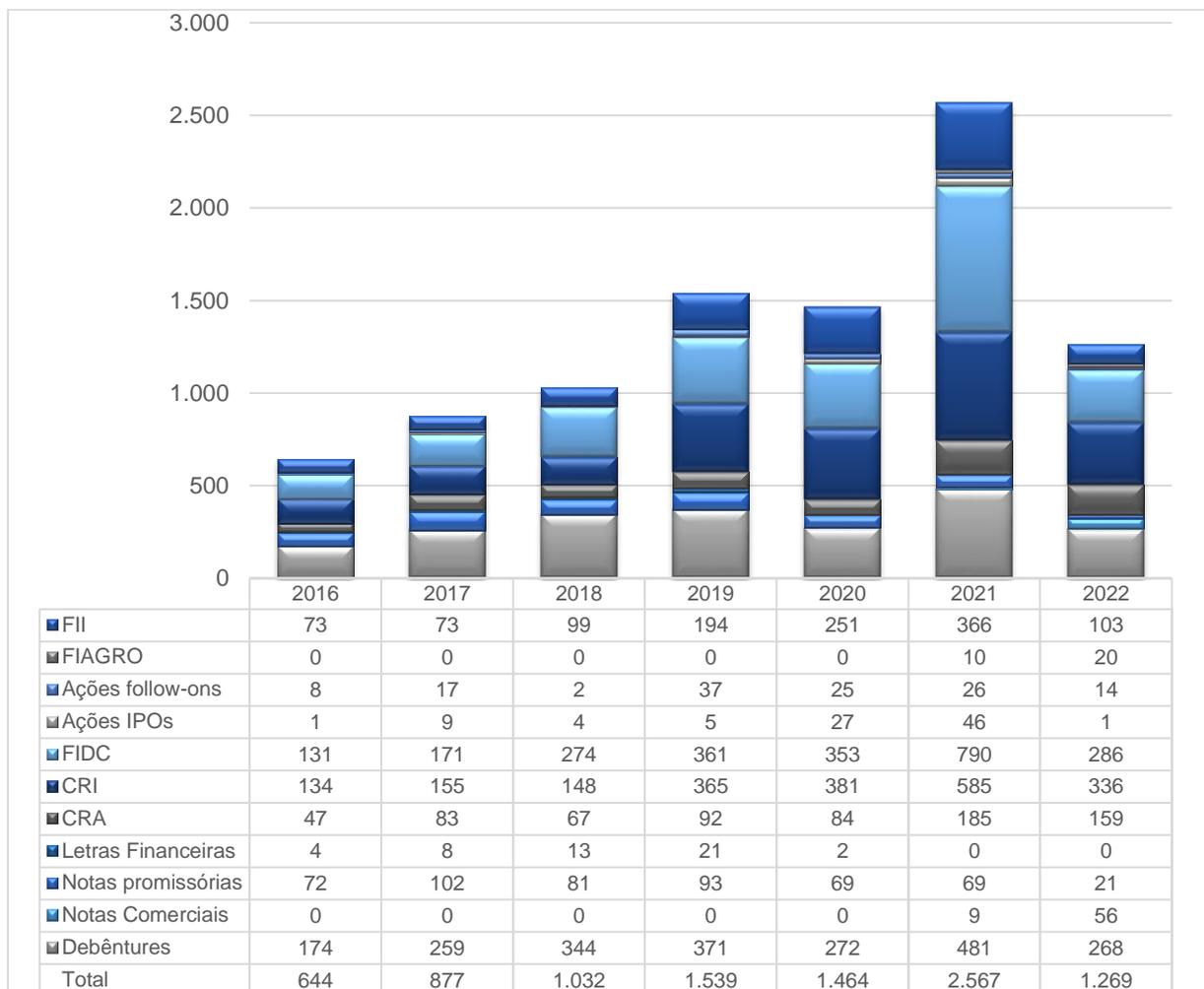
#### 4.2 COMPORTAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NOS ÚLTIMOS ANOS

Esta seção será construída, majoritariamente, com base nos dados disponibilizados pelos Boletins do Mercado de Capitais da ANBIMA, publicados em julho e agosto de 2022. Este material centraliza os dados das emissões de renda fixa, renda variável e híbridos realizados nos últimos anos no Brasil, bem como emissões

a serem realizadas, seja em aspectos de quantidade de operações, seja em volume monetário.

Conforme os dados expostos na Figura 9, a qual demonstra o número de operações ocorridas entre 2016 ao segundo trimestre de 2022, identifica-se claramente um aumento relevante de 644 operações em 2016 para 2.567 operações em 2021.

**Figura 9** – Emissões domésticas de renda fixa, renda variável e híbridos – Número de operações (2016 – Jun 2022)

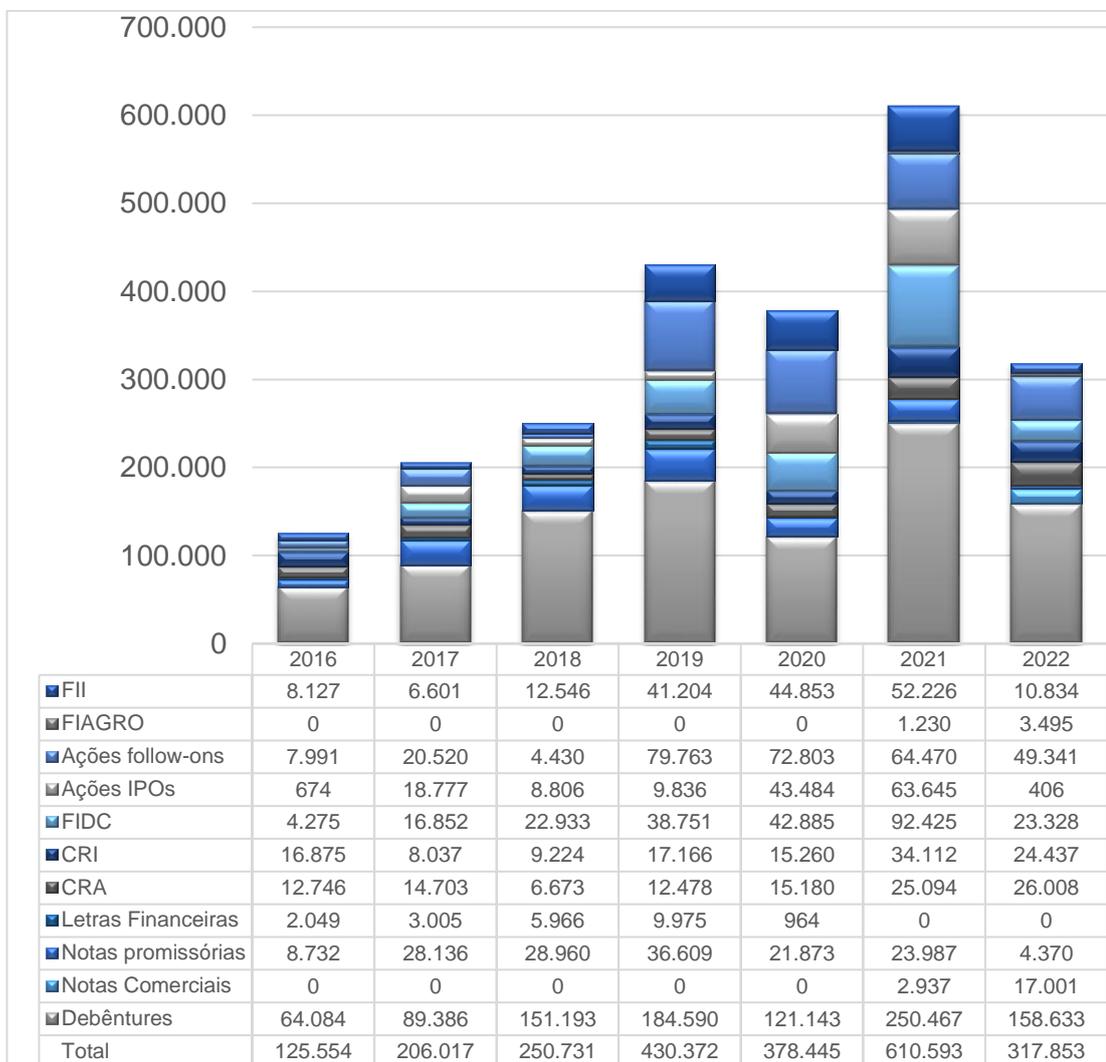


Fonte: Boletim Mercado de Capitais ANBIMA, 2022.

A maior representatividade destas emissões, em termos de quantidade de operações, é dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs), os quais denotam operações de securitização e, conseqüentemente, pode-se dizer que a destinação destes recursos estaria atrelada à proteção patrimonial das firmas, dos seus fluxos de caixa e das suas receitas. É notável que as emissões de Certificados

de Recebíveis Agrícolas (CRAs) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) também possuem alta representatividade, denotando também operações de securitização. Apesar disso, as debêntures têm participação relevante na quantidade de operações e tais emissões se distribuem em dois segmentos principais: debêntures comuns e debêntures isentas. Estas últimas representaram 101 operações em 2021 e são majoritariamente destinadas a investimentos em infraestrutura.

**Figura 10** – Emissões domésticas de renda fixa, renda variável e híbridos - Volume em R\$ milhões (2016 – Jun 2022)



Fonte: Boletim Mercado de Capitais ANBIMA, 2022.

Por outro lado, de acordo com a Figura 10, o volume financeiro das operações realizadas no mercado de capitais brasileiro cresceu 386,32% entre 2016 e 2021, passando de 125 bilhões de reais em 2016 para 611 bilhões de reais em 2021. Os

dados expostos também reforçam a significativa participação do mercado de balcão em relação ao total de emissões e, por conseguinte, o mercado listado (bolsa de valores *per se*), apesar de ser o mais conhecido pela população, não é o principal propulsor do *funding* das firmas brasileiras. Em síntese, o mercado de balcão organizado da B3 permite a conexão de inúmeras empresas, independentemente de porte, a um número maior de investidores em potencial, mediante rígidas regras de controle e fornecimento de informações, sendo um veículo de captação de recursos crescente para investimentos e, conseqüentemente, para o processo de *funding* das firmas.

A partir da publicação da Lei 14.195/2021, destaca-se também um crescimento relevante das emissões de notas comerciais entre 2021 e o segundo trimestre de 2022, sendo que tal regulamentação confirma a legalidade da utilização deste instrumento financeiro por sociedades limitadas, sociedade anônimas e cooperativas. Conforme Art. 45 desta mesma lei, a nota comercial pode ser definida como um valor mobiliário do tipo título de crédito não conversível em ações, o qual é de livre negociação e que explicita uma promessa de pagamento em dinheiro. Das emissões realizadas, 28,9% possuem prazo maior ou igual a cinco anos e 26,5% possuem prazo entre três e cinco anos, indicando que o perfil da dívida destas emissões tende aos médio e longo prazos.

**Tabela 1** - Destinações de recursos de emissões de ações, debêntures 12.431 e debêntures - 2016 a 2021 (em %)

Destinação de recursos - volume (R\$)		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Debêntures	Capital de giro	14,19%	43,25%	28,75%	30,26%	35,52%	39,16%
	Investimento em Infraestrutura	10,39%	9,88%	16,99%	16,64%	13,99%	24,74%
	Investimento imobilizado	3,11%	0,11%	0,71%	0,40%	5,61%	1,11%
	Invest. ou aquisição de participação societária	8,60%	1,96%	8,68%	11,02%	7,65%	8,31%
	Não possui / Não informado	0,84%	0,37%	1,51%	0,13%	0,88%	0,63%
	Recompra ou resgate de deb. de emissão anterior	26,09%	9,77%	9,18%	6,36%	9,51%	4,25%
	Refinanciamento de passivo	36,78%	34,66%	34,19%	35,20%	26,85%	21,81%
Debêntures 12.431	Capital de Giro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,59%	0,53%
	Investimento em infraestrutura	100,00%	74,29%	97,14%	80,76%	45,33%	86,10%
	Investimento imobilizado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	22,68%	0,64%
	Invest. ou aquisição de participação societária	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Não informado	0,00%	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,07%

	Recompra ou resgate de deb. de emissão anterior	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,68%	0,09%
	Refinanciamento de passivo	0,00%	25,36%	2,86%	19,24%	25,73%	12,57%
Ações	Aquisição de ativos/Atividades operac.	12,58%	37,40%	77,65%	37,31%	41,52%	55,14%
	Aquisição de participação acionária	3,65%	6,46%	8,25%	28,76%	17,65%	21,46%
	Capital de giro	59,22%	20,82%	1,90%	10,50%	13,37%	7,35%
	Investimento em infraestrutura	0,00%	0,65%	0,00%	0,00%	10,11%	3,29%
	Investimento em TI e Logística	0,00%	0,00%	0,00%	4,63%	6,46%	1,87%
	Não Informado	3,31%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,29%
	Redução de passivo	21,24%	34,67%	12,19%	18,80%	10,89%	4,59%

Fonte: Boletim Mercado de Capitais ANBIMA, 2022.

Os dados da ANBIMA detalham, conforme a Tabela 1, as destinações de recursos realizadas para as emissões de debêntures, debêntures sob a Lei 12.431/2011 e ações, sendo que para cada tipo de ativo são definidas sete categorias possíveis de destinações. No caso das debêntures simples, a maior parte da obtenção de recursos será direcionada ao capital de giro (39,16% em 2021) e ao refinanciamento de passivo (21,81% em 2021). Entretanto, também em 2021 este segmento aumentou a participação de investimento em infraestrutura para 24,74%.

Referente às debêntures 12.431, as quais possuem incentivos governamentais, o foco majoritário está necessariamente voltado aos investimentos em infraestrutura, mas também ao refinanciamento de passivo. Quanto às ações, os motivos que se destacaram nos últimos anos foram a aquisição de ativos e/ou desenvolvimento de atividades operacionais, com participação de 55,14% em 2021, assim como a aquisição de participação acionária, representando 21,46% em 2021.

**Tabela 2 – Prazos médios de emissões de debêntures, debêntures 12.431 e securitização - 2016 a 2021 (em anos)**

Prazos médios - 1ª repactuação (anos)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Debêntures	4,8	5,0	5,9	6,4	6,9	6,4
Debêntures 12.431	7,3	7,9	10,3	12,6	11,4	12,1
Securitização	5,0	4,7	4,6	5,9	6,6	6,0

Fonte: Boletim Mercado de Capitais ANBIMA, 2022.

De acordo com a Tabela 2, é importante ressaltar que o prazo médio das emissões de debêntures, debêntures 12.431, CRIs e CRAs tem aumentado desde 2016. No caso das primeiras, o prazo médio em 2021 foi de 6,4 anos, ao passo que as segundas têm prazo médio de 12,1 anos em 2021. Adicionalmente, os ativos provenientes de operações de securitização tiveram prazo médio de 6 anos em 2021.

O aumento consistente do prazo médio das emissões dos últimos anos corrobora com a formação de uma estrutura de *funding* mais relevante ao país, no sentido que se consolidam cada vez mais relações de curto prazo em médio e longo prazos, através de emissões de ações e títulos.

A Tabela 3 explora ainda mais o perfil destes prazos, segmentando-os de 2016 ao segundo trimestre de 2022 para debêntures, notas comerciais, notas promissórias e emissões destinadas ao mercado externo. Entre todos os tipos de ativos, exceto as notas promissórias, as emissões entre cinco e dez anos de destacam.

Em 2021, 39,62% das emissões de debêntures tiveram prazo estabelecido de 4 a 6 anos, ao passo que 21,87% possuem mais de dez anos de duração. As notas comerciais, as quais têm aumentado cada vez mais a sua relevância a partir de 2021, tiveram 46,15% das suas emissões em 2021 com prazo acima de 5 anos. Quanto ao mercado externo, 58,82% das emissões em 2021 estabeleceram relações de 6 a 10 anos de duração.

**Tabela 3** – Perfil dos prazos das emissões de debêntures, notas comerciais, notas promissórias e mercado externo - 2016 ao segundo trimestre de 2022 (em %)

		Perfil dos prazos (1ª repactuação) - participação por número							
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	jan-ago 2021	jan-ago 2022
Debêntures	Até 3 anos	47,75%	48,59%	32,04%	19,57%	33,91%	23,30%	23,21%	19,69%
	De 4 a 6 anos	37,39%	30,51%	40,65%	45,40%	31,01%	39,62%	41,55%	44,04%
	De 7 a 9 anos	3,60%	12,15%	14,19%	17,03%	18,26%	15,21%	12,03%	17,36%
	10 anos ou mais	11,26%	8,76%	13,12%	18,00%	16,81%	21,87%	23,21%	18,91%
Notas comerciais	Até 1 ano	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,69%	0,00%	16,87%
	De 1 a 2 anos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	15,38%	0,00%	7,23%
	De 3 a 5 anos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	15,38%	0,00%	26,51%
	5 anos ou mais	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	46,15%	0,00%	28,92%
	Não informado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	15,38%	0,00%	20,48%

Notas promissórias	Até 90 dias	7,10%	6,51%	4,31%	1,47%	1,30%	2,33%	0,58%	5,26%
	De 91 a 180 dias	14,75%	12,26%	8,13%	8,46%	4,55%	4,00%	4,09%	18,42%
	De 181 a 365 dias	21,86%	25,67%	27,27%	25,37%	38,96%	21,33%	20,47%	42,11%
	366 dias ou mais	44,81%	54,02%	57,42%	64,71%	54,55%	71,33%	74,85%	34,21%
	Não informado	11,48%	1,53%	2,87%	0,00%	0,65%	1,00%	0,00%	0,00%
Mercado externo	Até 5 anos	22,22%	10,53%	22,73%	23,53%	27,78%	29,41%	25,93%	30,00%
	De 6 a 10 anos	61,11%	76,32%	54,55%	58,82%	52,78%	58,82%	59,26%	40,00%
	De 11 a 15 anos	11,11%	0,00%	9,09%	2,94%	2,78%	5,88%	7,41%	10,00%
	Mais que 15	5,56%	7,89%	9,09%	14,71%	13,89%	5,88%	7,41%	10,00%
	Perpétuo	0,00%	5,26%	4,55%	0,00%	2,78%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Boletim Mercado de Capitais ANBIMA, 2022.

A próxima seção buscará sintetizar os dados expostos para o mercado de capitais entre 2016 e 2021, trazendo os pontos mais relevantes e a compreensão acerca das hipóteses deste trabalho.

#### 4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

É notável que o crescimento da participação do mercado de capitais nos últimos anos na obtenção de recursos por parte das firmas se deve a inúmeros fatores. Conforme dados publicados pelo Banco Central do Brasil (BACEN)<sup>12</sup>, em 30/11/2016 a taxa SELIC se encontrava em 13,65% ao ano, de modo que ela reduziu consistentemente entre 2017 e 2020, chegando ao patamar de 1,90% ao ano até 20/01/2021. Este fator favorece a busca por recursos diretamente no mercado, uma vez que o custo da dívida será menor.

Ao mesmo tempo, órgãos como a CVM, BACEN e ANBIMA instituíram uma série de instruções e leis que tornam o mercado mais robusto, amplo e confiável, contemplando cada vez mais as necessidades de financiamento e obtenção de recursos por parte das firmas, assim como na prestação de serviços por parte das instituições intermediárias, como corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

Neste sentido, o projeto de integração das câmaras iniciado pela BM&FBOVESPA, em 2011, também foi um dos motores para este aumento de

<sup>12</sup> Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>.

participação do mercado de capitais, o qual foi reforçado com a aquisição da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) em 2017, formando a atual Brasil Bolsa Balcão (B3).

A CETIP já representava a principal instituição operadora no mercado de balcão no Brasil e, com tal integração, o desenvolvimento deste mercado ganhou ainda mais propulsão, em razão dos investimentos vultosos direcionados a este âmbito. Entende-se que, mesmo que existam variáveis macroeconômicas que estimulem as firmas a recorrerem ao mercado de capitais, sem que haja infraestrutura tecnológica e regulatória não haverá a concretização desta busca ao mercado de forma significativa e por um número cada vez maior de firmas e investidores.

Pode-se dizer que o projeto de integração também colaborou com o estabelecimento mais ágil dos inúmeros novos prestadores de serviço que surgiram entre 2010 e 2021, os quais puderam se adaptar facilmente à infraestrutura tecnológica. Os manuais operacionais, as diretrizes e regulamentos da B3 têm sido unificados, revisados e amplamente divulgados aos participantes do mercado, assim como o Programa de Qualificação Operacional (PQO) tem sido cada vez mais exigido nas instituições intermediárias e nas fiscalizações da BSM Supervisão de Mercados (BSM).

O alongamento do perfil da dívida nos últimos anos e as mudanças nas destinações de recursos provavelmente não ocorreriam sem que se estabelecessem processos mais confiáveis de análise de risco, custódia e controle dos investimentos.

## 5 CONCLUSÃO

No presente estudo, foram investigados os processos de integração ocorridos ao redor do mundo e as consequências a respeito destas ocorrências sobre as bolsas de valores de inúmeros países. Com isso, foi possível fornecer uma base comparativa para a experiência brasileira com o Grupo B3 e, conseqüentemente, tal sequência permitiu a construção de uma explicação factível a respeito do projeto de integração da pós-negociação, iniciado em 2011, e seus reflexos sobre o *funding* no mercado de capitais brasileiro.

Considerando o principal objetivo do trabalho, que é de sistematizar os efeitos que a B3 exerce sobre a estrutura de *funding* brasileira e, portanto, compreender se o processo de integração permitiria maior eficiência no processo de controle e execução de investimentos, bem como a lógica de que a estrutura de *funding* foi positivamente afetada pelo processo de integração das câmaras, entende-se que as variáveis exploradas no estudo de caso corroboram com as hipóteses e objetivo apresentados.

O processo de gestão de risco de carteiras da B3 está se tornando cada vez mais robusto e eficiente, dado que mais informações a respeito dos investidores são conhecidas em uma câmara centralizada. Os custos de direcionamento e bloqueio de recursos direcionados às margens e garantias tendem a se reduzir com o tempo para cada operação realizada, o que se apresenta como uma variável muito positiva para os participantes do mercado em geral.

Adicionalmente, o investidor passa a contar com uma plataforma integrada da própria bolsa brasileira, onde ele poderá validar se suas posições e eventos de ativos custodiados na plataforma NoMe (antiga CETIP) e Central Depositária estão sendo devidamente espelhados e creditados pelos intermediários (corretoras, distribuidoras e bancos) contratados, garantindo mais confiabilidade ao sistema.

Desde 2017, ano que marcou a criação da B3, os números do mercado de capitais vêm apresentando melhoras em sua composição, seja em termos de quantidade de emissões, volume financeiro, participação deste mercado no processo de *funding* das firmas e até mesmo na quantidade de participantes do mercado, sejam eles investidores ou intermediários.

Quanto às destinações de recursos das emissões realizadas, nota-se que as bases de dados estão em um estágio inicial de formação e consolidação. Apesar disso, os principais títulos de dívida privada e as emissões de ações indicam que o

principal foco das empresas, nos últimos anos, esteve na obtenção de recursos para capital de giro e aquisição de ativos e/ou reforço de atividades operacionais, respectivamente. No caso das debêntures incentivadas, em que o foco está no desenvolvimento de infraestrutura, observa-se que as empresas têm optado por destinações além do investimento *per se*, dado que direcionaram valores significativos ao refinanciamento de passivo entre 2019 e 2021.

Quanto ao prazo de duração das dívidas, identificou-se que há tendência de aumento do prazo médio de duração das emissões dos títulos de dívida privada, o que é favorável ao processo de *funding* descrito neste trabalho. De qualquer forma, essa questão possui muito espaço para ser explorada nos próximos anos, dado que as bases de dados ainda são muito limitadas nesse sentido.

É evidente que este âmbito ainda carece de muito crescimento e desenvolvimento no Brasil, mas, apesar disso, possui potencial relevantíssimo para a economia do país. Abrem-se portas para a compreensão de impactos sobre os investidores finais e sobre bancos de fomento, dado o contexto apresentado.

## REFERÊNCIAS

A História da Bolsa. **Acervo B3**. Disponível em: < <https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa>>. Acesso em: 17 de setembro de 2022.

BINDSEIL, Ulrich. Vertical integration in the long run: The provision of physical assets to the London and New York stock exchanges. **Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)**/Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, p. 641-656, 1997.

BRACKER, Kevin; DOCKING, Diane Scott; KOCH, Paul D. Economic determinants of evolution in international stock market integration. **Journal of empirical finance**, v. 6, n. 1, p. 1-27, 1999.

CAMPBELL, Gareth; ROGERS, Meeghan. Integration between the London and New York Stock Exchanges, 1825–1925. **The Economic History Review**, v. 70, n. 4, p. 1185-1218, 2017.

DE ALMEIDA, Juliano Ribeiro; EID JR, William. Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 5, p. 924-934, 2014.

Emissões domésticas em julho aumentaram 49,5% comparadas a junho e somam R\$ 317,9 bi em 2022. **ANBIMA**, São Paulo, 08 de agosto de 2022. Disponível em: < [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-em-julho-aumentaram-49-5-comparadas-a-junho-e-somam-r-317-9-bi-em-2022.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-em-julho-aumentaram-49-5-comparadas-a-junho-e-somam-r-317-9-bi-em-2022.htm)>. Acesso em: 17 de setembro de 2022.

Empresas do Grupo. **Relações com Investidores B3**. Disponível em: < <https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/empresas-do-grupo/>>. Acesso em: 17 de setembro de 2022.

HASAN, Iftekhar; MALKAMÄKI, Markku; SCHMIEDEL, Heiko. Technology, automation, and productivity of stock exchanges: International evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, n. 9, p. 1743-1773, 2003.

HASAN, Iftekhar; SCHMIEDEL, Heiko; SONG, Liang. Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges? **Financial Review**, v. 47, n. 3, p. 469-499, 2012.

MCANDREWS, James; STEFANADIS, Christodoulos. The consolidation of European stock exchanges. **Federal Reserve Bank of New York – Current Issues in Economics and Finance**, 8(6), 1-6. Available at SSRN 687851, 2002.

Novo Guia de Estudos B3. (2022). **B3 Educação**, 1-705. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/educacao/certificacoes-pqo/guia-de-estudo/](http://www.b3.com.br/pt_br/b3/educacao/certificacoes-pqo/guia-de-estudo/). Acesso em: 24 de julho de 2022.

Participantes intermediários. **CVM**. Disponível em: <<https://dados.cvm.gov.br/dataset/intermed-cad/resource/dc80b899-b52d-43fd-ba98-8b6055ad4dae>>. Acesso em: 17 de setembro de 2022.

Renda fixa tem a maior participação relativa mensal no mercado de capitais desde setembro de 2018. **ANBIMA**, 09 de setembro de 2022. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/renda-fixa-tem-a-maior-participacao-relativa-mensal-no-mercado-de-capitais-desde-setembro-de-2018.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/renda-fixa-tem-a-maior-participacao-relativa-mensal-no-mercado-de-capitais-desde-setembro-de-2018.htm)>. Acesso em: 17 de setembro de 2022.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 28, p. 136-154, 2008. Acesso em: 24 de outubro de 2021. Disponível em: <https://www.scielo.br/jj/rep/a/9hmd73H4DN8fqSQ8D6bDqhz/?lang=pt&format=pdf>

SHACHMUROVE, Yochanan. Dynamic linkages among the stock exchanges of the emerging tigers of the twenty first century. **International Journal of Business**, v. 11, n. 3, p. 319, 2006.

SHARMA, Gagan Deep; MAHENDRU, Mandeep; SINGH, Sanjeet. Are the stock exchanges of emerging economies inter-linked: Evidence from BRICS. **Indian Journal of Finance**, v. 7, n. 1, 2013.

SCHMIEDEL, Heiko, Technological Development and Concentration of Stock Exchanges in Europe (August 10, 2001). **Bank of Finland Working Paper No. 21/2001**, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=315483> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.315483>

Taxas de juros básicas – Histórico. **Banco Central do Brasil**. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: 17 de setembro de 2022.

YEPES-RIOS, Beatriz; GONZALEZ-TAPIA, Kelly; GONZALEZ-PEREZ, Maria Alejandra. The integration of stock exchanges: The case of the Latin American Integrated Market (MILA) and its impact on ownership and internationalization status in Colombian brokerage firms. **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, v. 20, n. 39, p. 84-93, 2015.

## BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

AKHTAR, Shamshad et al. Demutualization of stock exchanges: problems, solutions and case studies. **Asian Development Bank**, 2002.

ANEY, Madhav; BANERJI, Sanjay; LAMPOUSIS, Athanasios. Evidence from the National Stock Exchange in India. **International Growth Center**, 44(5), 346–351, 2016.

BAGHERI, Mahmood; NAKAJIMA, Chizu. Competition and integration among stock exchanges: the dilemma of conflicting regulatory objectives and strategies. **Oxford Journal of Legal Studies**, v. 24, n. 1, p. 69-97, 2004.

BIELING, Hans-Jürgen. Social forces in the making of the new European economy: The case of financial market integration. **New Political Economy**, v. 8, n. 2, p. 203-224, 2003.

CHEUNG, C. Sherman; LEE, Jason. Disclosure environment and listing on foreign stock exchanges. **Journal of Banking & Finance**, v. 19, n. 2, p. 347-362, 1995.

DARRAT, Ali F. et al. On the integration of emerging stock markets in the Middle East. **Journal of Economic Development**, v. 25, n. 2, p. 119-130, 2000.

HILLIER, David; LONCAN, Tiago. Stock market integration, cost of equity capital, and corporate investment: evidence from Brazil. **European Financial Management**, v. 25, n. 1, p. 181-206, 2019.

IRVING, Jacqueline, Regional Integration of Stock Exchanges in Eastern and Southern Africa: Progress and Prospects (June 2005). **IMF Working Paper** No. 05/122, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=887991>

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the

Brazilian experience. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 5, p. 1281-1306, 2015.

KEYNES, J. M. (1978, a). A teoria da taxa de juros. In: **T. Szmrecsányi, Keynes**. São Paulo: Editoram Ática, 1978.

KEYNES, J. M. (1978, b). A distinção entre poupança e investimento. In: **T. Szmrecsányi, Keynes**. São Paulo: Editoram Ática, 1978.

KEYNES, J. M. (1933). The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (E. Johnson & D. Moggridge, Eds.). **Royal Economic Society**, 1-357. doi:10.1017/UPO9781139524186

LI, Hong. International linkages of the Chinese stock exchanges: A multivariate GARCH analysis. **Applied Financial Economics**, v. 17, n. 4, p. 285-297, 2007.

MITTOO, Usha R. Additional evidence on integration in the Canadian stock market. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 5, p. 2035-2054, 1992.

NASHIER, Tripti. Financial integration between BRICS and developed stock markets. **International Journal of Business and Management Invention**, v. 4, n. 1, p. 65-71, 2015.

NATH MUKHERJEE, Kedar; MISHRA, Ram Kumar. Stock market integration and volatility spillover: India and its major Asian counterparts. **Research in International Business and Finance**, v. 24, n. 2, p. 235-251, 2010.

RAMOS, Sofia Brito. Competition between stock exchanges: A survey. **FAME Research paper**, n. 77, 2003.

TORR, C. S. W. (1980). The Distinction Between an Entrepreneur Economy and a Co-operative Economy (Review Note). **The South African Journal of Economics**, 48(4), 278–282. doi:10.1111/j.1813-6982.1980.tb00680.x

Warren CVMC LTDA. **Mercado de Capitais – Apresentação institucional.**  
Apresentação do Power Point. Disponível em:  
[https://docs.google.com/presentation/d/1JTgHGVh1ssDvAlqmLvDUVkh\\_HG50fOxOmVf11Gdg3v8/edit?usp=sharing](https://docs.google.com/presentation/d/1JTgHGVh1ssDvAlqmLvDUVkh_HG50fOxOmVf11Gdg3v8/edit?usp=sharing). Acesso em 10 de setembro de 2022.