

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/378553500>

Retrospectiva do Sistema Financeiro 2023

Preprint · February 2024

DOI: 10.13140/RG.2.2.18264.06405

CITATIONS

0

READS

319

15 authors, including:



Norberto Montani Martins
Federal University of Rio de Janeiro

60 PUBLICATIONS 123 CITATIONS

SEE PROFILE



Luiz Fernando de Paula
Federal University of Rio de Janeiro

241 PUBLICATIONS 2,291 CITATIONS

SEE PROFILE



Luiz Macahyba
Federal University of Rio de Janeiro

12 PUBLICATIONS 1 CITATION

SEE PROFILE



Dalton Filho
6 PUBLICATIONS 1 CITATION

SEE PROFILE

RETROSPECTIVA DO

Sistema Financeiro 2023

- Mercado de capitais encolheu novamente, mas crédito de longo prazo apresentou forte crescimento
- A crise das Americanas e o comportamento dos fundos de investimento
- Financiamento da transição verde avança, mas coordenação é desafio
- As regras para a divulgação de informações sobre sustentabilidade de empresas e produtos de investimento: o que avançou em 2023?
- Perspectivas para o financiamento do setor de energia eólica
- Fragilidade financeira das famílias e o Programa Desenrola Brasil
- Limitar os juros do crédito do rotativo é apenas um paliativo diante do problema de endividamento das famílias
- O Novo Mapa das Fintechs no Brasil
- Nubank enfim começou a dar lucro: será que chegou a hora dos neobancos?

Apresentação

O ano de 2023 começou com um gravíssimo atentado contra a democracia no Brasil. A tentativa de golpe em 8 de janeiro, engendrada por grupos que não aceitavam o resultado das urnas, ocasionou a invasão e a depredação do Palácio do Planalto, dos prédios do Congresso e do STF. A rápida reação dos três poderes da República e de entidades da sociedade civil foi capaz de rechaçar o movimento golpista. A intentona deixou marcas profundas, mas a democracia manteve-se de pé.

No campo econômico, o governo Lula III iniciou com a aprovação de um orçamento que lhe permitiu algum nível de recomposição dos gastos públicos. A questão fiscal deu o tom do primeiro ano do novo governo, com as discussões acerca da reforma tributária e do Regime Fiscal Sustentável, ou Novo Arcabouço Fiscal, que flexibilizou o teto de gastos, mas manteve estrito controle das despesas, inclusive com o estabelecimento da meta (pouco factível) de zerar o déficit primário em 2024. Algumas ações que haviam se mostrado exitosas em governos anteriores, como é o caso da política de reajuste do salário-mínimo, do reforço do Programa Bolsa Família e da recuperação de políticas públicas, como a Farmácia Popular, contribuíram para um desempenho econômico melhor do que o previsto inicialmente.

A relativa melhora da economia não se traduziu num mar calmo para o sistema financeiro brasileiro. Além dos episódios de crises bancárias nos Estados Unidos no primeiro semestre, foi preciso encarar eventos desafiadores no âmbito doméstico. O mercado de capitais encolheu cerca de 15% em termos nominais, refletindo os efeitos da crise envolvendo a Americanas e o baixo dinamismo do mercado acionário num contexto de juros altos. A indústria de fundos foi também fortemente impactada por esses eventos. A título de ilustração, a classe de fundos multimercados registrou captação líquida negativa de R\$ 134 bilhões no ano. Contudo, nem tudo foram más notícias, uma vez que a oferta de crédito de longo prazo se expandiu, inclusive, refletindo a reversão do encolhimento do BNDES pela nova gestão.

O tratamento da questão climática no âmbito do sistema financeiro foi um dos principais temas no ano de 2023. Três artigos desta **Retrospectiva 2023** discutem o tema, sob enfoques distintos. O primeiro debate a proposta da Cepal de coordenação de gastos e investimentos públicos e privados em prol da agenda da transformação do estilo de desenvolvimento da economia, enfocando a questão do financiamento da transição verde. O segundo apresenta os avanços no receituário internacional acerca da divulgação de informações sobre sustentabilidade por emissores e na classificação de produtos de investimento, mitigando riscos de *greenwashing*. O terceiro artigo traz à tona o financiamento aos investimentos em energia

eólica no Brasil, onde se ressalta o papel cada vez mais relevante dos recursos do Banco do Nordeste e das captações por meio de debêntures incentivadas.

A situação crítica do endividamento das famílias e as medidas adotadas pelo governo foram também temas centrais para o ano do sistema financeiro. O Programa Desenrola Brasil trouxe algumas iniciativas relevantes, como a possibilidade de renegociar de forma unificada contratos envolvendo diferentes credores e a redução significativa do valor original das dívidas. Acordou-se também mudanças na modalidade de empréstimo por cartão de crédito, com fixação do teto de 100% para as taxas de juros e encargos financeiros cobrados no crédito rotativo e no parcelamento de saldo devedor das faturas dos cartões. Ainda está em aberto a discussão se as medidas serão capazes de aliviar efetivamente a situação das famílias, em especial, daquelas com menor renda disponível.

Os dois últimos artigos da **Retrospectiva 2023** analisam a trajetória recente das fintechs no Brasil. As evidências estatísticas mostram o aumento da participação dessas instituições em serviços financeiros dominados pelos bancos tradicionais. Esse movimento, entretanto, ainda não foi capaz de afetar a rentabilidade dos grandes conglomerados que operam no Brasil, ainda que estes últimos venham perdendo *market share* em serviços de pagamentos e de gestão de contas. O caso do Nubank ganha particular destaque, uma vez que após anos numa agressiva estratégia de expansão da base de clientes o neobanco enfim auferiu lucros. Será que 2023 foi um ano de virada, que irá se desdobrar numa nova configuração concorrencial para o sistema financeiro brasileiro?

*A **Retrospectiva do Sistema Financeiro 2023** é a quarta edição da publicação. Ela reúne os pesquisadores e as pesquisadoras do Observatório do Sistema Financeiro, grupo de pesquisa vinculado ao Instituto de Economia da UFRJ, para debater o que de mais importante ocorreu nos sistemas financeiros internacional e brasileiro no ano que passou. O debate acerca da conjuntura se alinha à análise de mudanças estruturais, para avaliar como a funcionalidade do sistema financeiro para o desenvolvimento sustentável e inclusivo evoluiu no tempo, com especial interesse no caso do Brasil.*

Desejamos uma excelente leitura a todas as pessoas!

Índice

- 05 >** Mercado de capitais encolheu novamente, mas crédito de longo prazo apresentou forte crescimento
Por Ernani Torres
- 10 >** A crise das Americanas e o comportamento dos fundos de investimento
Por Caio Morgante e Luiz Fernando de Paula
- 16 >** Financiamento da transição verde avança, mas coordenação é desafio
Por Flavia Moraes e Silva
- 22 >** As regras para a divulgação de informações sobre sustentabilidade de empresas e produtos de investimento: o que avançou em 2023?
Por Patrícia Menandro
- 28 >** Perspectivas para o financiamento do setor de energia eólica
Por Filipe de Castro Vieira e Luiz Fernando de Paula
- 32 >** Fragilidade financeira das famílias e o Programa Desenrola Brasil
Por Paula Marina Sarno e Rudrá Balmant de Moura
- 40 >** Limitar os juros do crédito do rotativo é apenas um paliativo diante do problema de endividamento das famílias
Por Dalton Boechat Filho e Luiz Macahyba
- 45 >** O Novo Mapa das Fintechs no Brasil
Por Gabriel Porto, Lara Bonatti, Francisco Diogo Albuquerque e Leonardo Ferreira
- 50 >** Nubank enfim começou a dar lucro: será que chegou a hora dos neobancos?
Por Sergio Martín Páez
- 56 >** Autores
- 57 >** Referências



Mercado de capitais encolheu novamente, mas crédito de longo prazo apresentou forte crescimento

Por Ernani Torres

O ano de 2023 foi marcado por uma nova desaceleração nas emissões de títulos de dívida privada e, principalmente, de ações. Entretanto, o crédito de longo prazo (BNDES e debêntures incentivadas) voltou a crescer. Esses são os principais temas analisados nesse artigo.

O encolhimento do mercado de capitais pelo segundo ano consecutivo confirmou nossas previsões nas duas edições anteriores da Retrospectiva do Sistema Financeiro. Essa contração ainda reflete o ajuste à política monetária fortemente contracionista adotada a partir de 2021, marcada por um aumento da Selic de mais de dez pontos percentuais, revertendo o ciclo de redução iniciado em 2015.

Entretanto, o tombo de 15% nominal no total de emissões em 2023, pela sua elevada dimensão, não pode ser explicado apenas pelo aumento da Selic. De fato, o principal determinante dessa contração foi conjuntural: o pânico que se instalou por causa da crise financeira das Lojas Americanas. No dia 11 de janeiro de 2023, seu novo presidente, nove dias depois de tomar posse, informou que a empresa havia sido vítima de uma fraude contábil vultosa, que escondia perdas, posteriormente estimadas em mais de R\$ 40 bilhões. Assim, os balanços apresentados ao público ao longo de quase uma década eram todos mera obra de ficção.

Diante da gravidade dos fatos, a Americanas entrou em recuperação judicial, suspendendo o

pagamento de suas dívidas. Foi o início de um evento que, pelo porte e pela capilaridade da empresa, teve características sistêmicas, afetando o fluxo de caixa de uma ampla rede de fornecedores, investidores, bancos e fundos de investimento. A esse fato se juntou, poucas semanas depois, o anúncio da suspensão de pagamentos de dívidas por parte da Light. O impacto dessa medida, tomada pela principal empresa distribuidora de energia do Rio de Janeiro, foi menor que o da Americanas, mas deixou mais de 30.000 debenturistas surpresos "a ver navios".

O calote por parte de dois importantes emissores de títulos de dívida fez com que a liquidez do mercado evaporasse e as taxas de juros subissem de patamar. Com isso, os lançamentos foram suspensos ou encarteirados pelas instituições coordenadoras, que já haviam oferecido garantia firme. É isso que explica por que a contração do mercado de capitais foi ao mesmo tempo forte e generalizada por todas as principais classes de ativos (ver o Quadro).

No caso das debêntures, a queda nominal foi de 13%, a primeira desde 2015. Com a crise de liquidez, os fundos de investimento, que no passado haviam sido responsáveis pela maior parte da demanda por esses títulos, simplesmente se desinteressaram de participar de emissões. No mercado acionário, a desaceleração foi ainda mais intensa. A redução dos lançamentos chegou a quase 50%.

Entretanto, é verdade que o melhor desempenho registrado em 2022 se deveu em grande medida ao sucesso de uma única operação. Houve um único lançamento de cerca de R\$ 32 bilhões de ações da Eletrobrás em junho de 2022, que desestatizou a empresa, por meio da diluição da participação do governo federal em seu capital.

Se essa emissão for desconsiderada, o cenário muda. O encolhimento do mercado de ações em 2022 teria sido muito mais intenso e 2023 teria mantido o nível do ano anterior. De qualquer modo, as emissões de ações em 2022 e 2023, por força da política monetária restritiva, foram uma pequena fração do que se viu em 2020 e 2021, quando os volumes superaram com folga a casa da centena de bilhões de reais.

Entre os demais segmentos relevantes de mercado de capitais, o pior desempenho foi o dos FIDCs, motivado pela fraude da Americanas e pela maior

aversão ao crédito ao varejo. A queda foi de 17% nominal. Já as emissões de CRA e CRI mostraram resiliência, mas não crescimento, chegando a números próximos aos registrados em 2022.

Em contraste com a forte desaceleração do mercado de capitais, os financiamentos relacionados a investimentos de longo prazo mostraram uma evolução muito positiva em 2023. Essa afirmação vale tanto para os desembolsos do BNDES quanto para as emissões de debêntures incentivadas.

O BNDES superou no último ano a marca dos R\$ 114 bilhões, o dobro do verificado em 2019, quando houve o registro do pior dado da série. Além disso, uma novidade importante é que o aumento nas liberações de recursos do banco de desenvolvimento não se deu por meio de contratos de empréstimos (FINEM mostrou um desempenho negativo de R\$ 7 bilhões). De acordo com os dados do BNDES para os primeiros nove meses

TABELA 1 Emissões no Mercado de Capitais e no Crédito do BNDES (R\$ milhões correntes)

ANO	DEBÊNTURES	AÇÕES	FIDC, CRA E CRI	OUTROS	TOTAL	BNDES DESEMBOLSOS	DEBÊNTURES INCENTIVADAS
2015	61.662	18.334	20.622	21.620	122.238	135.942	8.368
2016	64.084	8.666	33.896	18.908	125.554	88.257	4.323
2017	89.386	39.298	39.592	37.741	206.017	70.751	9.177
2018	151.193	13.236	38.830	47.472	250.731	69.303	23.923
2019	184.590	89.559	68.346	87.871	430.366	55.314	33.757
2020	121.143	116.288	73.092	67.824	378.347	64.921	27.770
2021	250.467	128.115	150.269	80.707	609.558	64.300	46.893
2022	270.487	57.472	136.578	80.209	544.775	97.521	40.721
2023	236.259	310.037	129.663	66.722	463.681	114.000	67.624

Fonte: ANBIMA e BNDES.

Obs* (1) FIDC, CRA e CRI são, respectivamente: Fundos de Direitos Creditórios, Certificados de Recebíveis Agrícolas e Certificados de Recebíveis Imobiliários.
(2) O valor dos desembolsos do BNDES para 2023 são uma estimativas do autor.

do ano, as maiores expansões foram no financiamento: à aquisição de máquinas e equipamentos (FINAME), com mais R\$ 4,3 bilhões; às exportações, com mais R\$ 5,1 bilhões, em boa medida de aviões da EMBRAER; e às operações com mercado de capitais R\$ 6,3 bilhões (compra de ações e debêntures). Nesse último caso, o aumento reflete uma política de substituição de instrumentos de crédito que passou a ser perseguida pelo BNDES com mais intensidade em 2023. Em lugar de constituir dívida por meio dos contratos bilaterais, o banco passou a comprar debêntures, muitas das quais incentivadas, de emissão dos mesmos mutuários. Essa mudança promoveu maior eficiência fiscal e liquidez em suas operações.

Um destaque adicional do desempenho do BNDES em 2023 foi o salto observado no valor das consultas, que passaram de R\$ 144 bilhões em 2022 para cerca de R\$ 240 bilhões. Trata-se de um indicador antecedente relevante, que aponta para a continuidade da trajetória ascendente dos desembolsos do banco de desenvolvimento para os próximos anos.

Essa retomada do banco de desenvolvimento está ocorrendo em um cenário em que a instituição vem procurando diversificar sua base de *fund-ing*. Com o pagamento de quase toda a dívida que mantinha com o Tesouro Nacional, o BNDES voltou a ficar muito dependente FAT. Esses recursos são atualmente sujeitos à TLP, uma taxa que tem se mostrado pouco competitiva para prazos inferiores a 7 anos. Além disso, esses créditos são ilíquidos e estão sujeitos à uma tributação maior (IOF e Imposto de Renda) do que a captação através de debêntures incentivadas.

Na busca por fontes menos custosas, o banco de desenvolvimento conseguiu que o governo federal autorizasse o uso da Taxa Referencial (TR) para o financiamento de projetos em inovação. Esses recursos foram limitados a R\$ 20 bilhões e serão despendidos ao longo de vários anos.

“ O PL nº 6.235 é um passo importante no processo de unificação dos diferentes mecanismos de financiamento do investimento corporativo de longo prazo, hoje segmentados, grosso modo, entre os que utilizam recursos privados incentivados; recursos privados não incentivados; e recursos públicos. ”

Outra iniciativa importante é a proposta de se criar um novo mecanismo que permita à instituição captar recursos diretamente junto ao mercado de capitais. Para tanto, o governo encaminhou, nos últimos dias de 2023, o Projeto de Lei nº 6.235. Esse PL permite a emissão por bancos de desenvolvimento de um título de crédito bancário isento de imposto de renda para pessoas físicas, a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD), no valor de até R\$ 10 bilhões anuais por instituição. Esse novo instrumento permitirá que o BNDES possa acessar diretamente o segmento mais dinâmico e moderno do crédito privado de longo de longo prazo. Entretanto, se aprovado, terá implicações que transcendem o financiamento do BNDES.

Na última década, o mercado de títulos incentivados adquiriu porte, eficiência fiscal, dinamismo e liquidez, o que já o habilita a servir de base para reunir os demais mecanismos domésticos de apoio financeiro ao investimento em uma única plataforma financeira. Hoje, a disponibilidade de recursos privados de longo prazo cresce a passos largos, alimentada por pessoas físicas. Esses investidores desenvolveram ao longo da última década um apetite por títulos emitidos por bancos e empresas, desde que sejam isentos de Imposto de Renda e indexados ao IPCA. A *duration*

longa desses ativos – alguns chegam a ter prazos de maturação de duas décadas – é contrabalançada pela existência de um mercado secundário vigoroso que oferece liquidez para os papéis dos emissores de mais baixo risco.

Esse segmento poderia servir de base para a constituição aos poucos de um ambiente de mercado que siga regras básicas comuns de precificação e de indexação de ativos, mantendo-se as devidas diferenciações setoriais, regionais, tecnológicas etc. Além disso, poderia ser aberto a todos investidores e tomadores de recursos. Com isso, o mercado de crédito corporativo brasileiro de longo prazo ganharia ainda maior eficiência, escala e liquidez. Estimamos que o estoque de títulos incentivados corporativos e bancários em 2023 deve estar próximo de R\$ 1,5 trilhão.

O PL nº 6.235 é um passo importante no processo de unificação dos diferentes mecanismos de financiamento do investimento corporativo de longo prazo, hoje segmentados, grosso modo, entre os que utilizam recursos privados incentivados; recursos privados não incentivados; e recursos públicos. Cada um tem instituições gestoras, público-alvo e regras financeiras distintas. Essa segmentação tem uma origem na evolução histórica do mercado brasileiro e fazia sentido quando o mercado privado de crédito brasileiro era caracterizado por prazos curtos, taxas elevadas e muita volatilidade. Esse cenário ficou para trás com o porte alcançado pelo mercado de dívida privada incentivada.

Desse ponto de vista, o PL nº 6.235 avança em dois sentidos importantes. De um lado, permite o acesso do BNDES a recursos incentivados, ao mesmo tempo que obriga o banco de desenvolvimento a seguir regras comuns de precificação, *duration* e indexação. De outro lado, amplia a base de tomadores finais desses recursos, na medida em que permite implicitamente sua destinação ao investimento industrial. Até agora a isenção do imposto

de renda era um benefício exclusivo para o financiamento dos investimentos dos setores imobiliário, agrícola e de infraestrutura. O projeto de lei não exige dos bancos de desenvolvimento direcionamento setorial dos recursos captados com a LCD. Com isso, cria-se a possibilidade de as empresas que realizam investimentos industriais terem acesso aos recursos privados de longo prazo com isenção de imposto de renda, desde que intermediados por bancos de desenvolvimento.

Finalmente, o segmento das debêntures incentivadas registrou em 2023 um crescimento de emissões ainda mais expressivo que o dos desembolsos do BNDES. O valor dos lançamentos foi o maior de toda a série, R\$ 67,6 bilhões. O segmento não só mostrou resiliência frente ao pânico da Americanas, mas também forte recuperação frente à paralisação gerada pelo aumento inesperado nos *spreads* de juros no segundo semestre de 2022. Esse aumento havia sido motivado pelas incertezas associadas ao período eleitoral, que afetou a precificação das operações em curso, o que obrigou as instituições coordenadoras a suspenderem ou encarteirarem boa parte das emissões.

As principais novidades registradas no mercado de debêntures incentivadas em 2023 foram as duas megaoperações de um setor não-tradicional, o de saneamento básico. A segunda novidade foi o BNDES ter participado ativamente nesses lançamentos, oferecendo inclusive garantia firme, o que facilitou muito essas colocações, poucos meses após o episódio das Americanas. Assim, a emissão da Iguá-Rio alcançou R\$ 3,8 bilhões, dos quais o BNDES subscreveu R\$ 1,8 bilhões, e a da Águas do Rio atingiu R\$ 5,5 bilhões, com subscrição de R\$ 1,9 bilhões pelo BNDES.

O cenário das debêntures incentivadas se mostra promissor para 2024. Entretanto, uma mudança legal aprovada no final de 2023, pode mudar um pouco a conformação desse mercado. Trata-se

da Lei nº 14.801, que criou as chamadas "debêntures de infraestrutura", e que as diferenciam das "debêntures incentivadas", que continuam a existir, pela forma como a isenção do Imposto de Renda será apropriada. A principal mudança é permitir a concessão do benefício ao emissor do título e não à pessoa física investidora. Com esse novo benefício tributário, o emissor das debêntures de infraestrutura poderá reduzir da base de cálculo do seu Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, o valor equivalente a 30% dos juros pagos.

Uma das justificativas para a criação desse novo título era a de que essa inovação atrairia os fundos de pensão para o financiamento da infraestrutura, a exemplo do que acontece nos países ricos. Entretanto, na prática esse efeito não deverá ser muito relevante por que, no Brasil, o retorno dos títulos públicos é muito elevado, o que atende às metas atuarias dessas instituições. No exterior, a presença de fundos de pensão em projetos de infraestrutura foi uma consequência das baixas taxas de juros pagas pela dívida pública dos países desenvolvidos ao longo das duas últimas décadas.

A nova lei deverá atrair as emissões de muitas empresas de infraestrutura importantes, como as do setor elétrico, que são grandes emissoras de debêntures incentivadas. Elas têm baixo risco e pagam imposto de renda. Com isso poderão emitir as novas debêntures de infraestrutura, em lugar das tradicionais incentivadas, a taxas semelhantes às que obtêm no mercado não-incentivado e manterão para si praticamente todo o benefício fiscal, que, na prática, se tornaria mais um elemento de desconto de sua declaração anual à Receita Federal. Além do mais, poderão fazer isso de forma automática e não burocrática uma vez que as emissões ao amparo da Lei nº 14.801 não precisam de autorização prévia do governo federal.

A principal consequência da nova lei será, assim, o declínio das emissões de debêntures incentivadas e o aumento da oferta de títulos para os fundos de renda fixa tradicionais. Entretanto, se a aprovação do PL nº 6.235 acontecer no futuro próximo, as LCD poderão ocupar com facilidade parte do espaço que as debêntures incentivadas deixarão de ter junto às pessoas físicas.



A crise das Americanas e o comportamento dos fundos de investimento

Por Caio Morgante e Luiz Fernando de Paula

Este artigo objetiva analisar o comportamento do mercado de capitais, com foco na indústria de fundos de investimento em 2023, ano marcado já no início pelo efeito contágio da crise da Americanas, vindo o mercado se recuperar aos poucos no decorrer do ano. Ao longo do texto, será exposta uma série de fatores internos e externos que interferiram na dinâmica do mercado de fundos de investimento.

Em termos pós-keynesianos, o contexto enfrentado pelo segmento demonstra, na prática, como operações especulativas no âmbito da circulação financeira, ainda que necessárias para gerar liquidez no mercado secundário, podem instabilizar todo um sistema econômico.

Por sua vez, em consonância com a teoria de fragilidade financeira de Hyman Minsky, em momentos de mudanças bruscas de expectativa, inerentes a qualquer sistema financeiro em expansão, o excesso de especulação pode, através dos mecanismos de transmissão disponíveis no mercado, levar a graves crises financeiras.

O que se observou no Brasil, em particular no 1º semestre de 2023, foi um estresse financeiro (embora não uma crise financeira sistêmica) que se alastrou por todo o mercado de capitais. Sua causa primária foi a mudança repentina de expectativa dos agentes em decorrência do evento da Americanas, mesmo que sob influência de outros fatores, e se transmitiu através dos mecanismos

de compra e venda de ativos financeiros e do poder de decisão dos agentes econômicos.

Americanas e a crise do mercado de capitais

De fato, o ano de 2023 foi marcado por episódios que mantiveram o mercado de capitais brasileiro em permanente estado de atenção. Já em janeiro, a Americanas emitiu fato relevante informando a detecção de inconsistências contábeis em seus balanços financeiros. O rombo estaria na ordem dos R\$ 20 bilhões. No mesmo dia, foram anunciadas as renúncias dos recém-empossados diretor-presidente e diretor de relações com investidores. Rapidamente, as ações da companhia despencaram e, poucos dias depois, a varejista pediu recuperação judicial, com dívida estimada em cerca de R\$ 43 bilhões devidos a mais de 16 mil credores, incluindo instituições financeiras e fornecedores. Alguns meses depois, em fato relevante publicado no dia 13 de junho de 2023, a Americanas admitiu que suas demonstrações financeiras vinham sendo fraudadas pela antiga diretoria, ocultando do conselho de administração e do mercado em geral a sua real situação patrimonial.

Em novembro de 2023, a nova diretoria confirmou o valor total fraudado em R\$ 25,2 bilhões, sendo (i) R\$ 20,4 bilhões oriundos de contratos artificiais de Verba de Propaganda Cooperada (VPC) e da contabilização incorreta de operações de risco sacado e capital de giro, (ii) R\$ 1,2 bilhão referente a capitalização de despesas, e (iii) R\$ 3,6 bilhões

referentes a juros capitalizados. Após o comunicado das inconsistências contábeis, a companhia conseguiu a aprovação do plano de recuperação judicial por parte dos credores e deve se capitalizar com R\$ 12 bilhões a serem aportados pelos principais acionistas do grupo: Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira.

O evento da Americanas, como costuma ser chamado por agentes do mercado, desencadeou uma crise que se propagou pelo sistema financeiro nacional. Além da fraude da varejista, somaram-se ao cenário adverso (i) a recuperação judicial da Light a partir de maio, com dívida estimada em R\$ 11 bilhões; (ii) a manutenção da taxa básica de juros em níveis elevados por parte do Banco Central do Brasil, que viria iniciar sua redução apenas a partir de agosto de 2023; (iii) conflitos geopolíticos, como guerras comerciais e territoriais; (iv) incertezas com relação às decisões do Fed e ao andamento da economia norte-americana; e (v) o período de transição política no Brasil, que teve como pano de fundo discus-

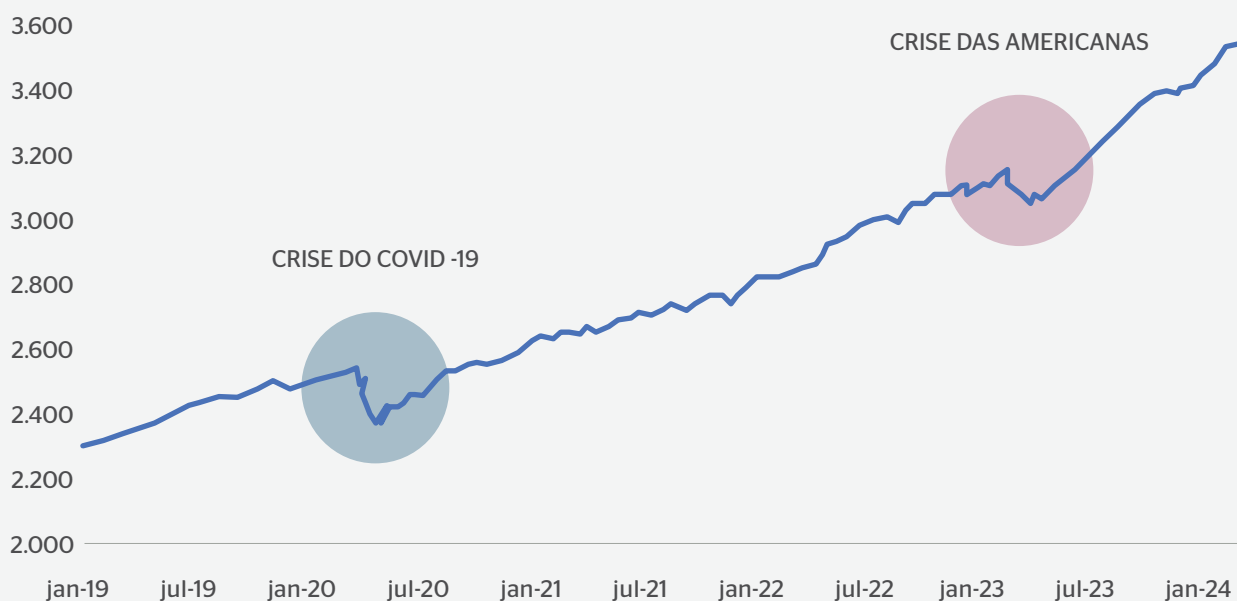
sões essenciais sobre o novo arcabouço fiscal e a reforma tributária. Esse conjunto de fatores gerou muita incerteza e volatilidade no mercado financeiro.

O impacto sobre os fundos de investimento

A fraude da Americanas deu início à maior crise do mercado de fundos de investimento desde a pandemia do coronavírus. Nos fundos concentrados em crédito privado, o impacto foi ainda mais categórico. Entre janeiro e março de 2023, após o primeiro comunicado da varejista sobre a inconsistência contábil, o Índice de Debêntures da Anbima, o IDA, que espelha o comportamento de uma carteira genérica de dívida privada, recuou 2,8%. Como mostra o Gráfico 1 abaixo, há dois momentos de inflexão na trajetória do IDA a partir de 2019: a crise do COVID-19 e a crise da Americanas.

Nos fundos, o impacto imediato da divulgação da fraude foi o aumento das negociações de venda das ações e dos títulos de dívida da companhia.

GRÁFICO 1 IDA-GERAL (Número Índice)



Fonte: Anbima

O mercado foi inundado com ofertas de investidores que tentavam se livrar desses ativos o mais rápido possível. No mesmo instante, o valor das ações despencou e os títulos sofreram remarcações violentas, castigando a rentabilidade das carteiras que continham exposição à Americanas. Em alguma medida, o temor de novas fraudes propagou o efeito negativo para o restante do setor de varejo, deteriorando ainda mais a rentabilidade das carteiras.

“ A estabilização do mercado de crédito, aliada à recuperação da rentabilidade das carteiras previdenciárias, indica uma tendência positiva para o segmento de fundos de previdência em 2024.

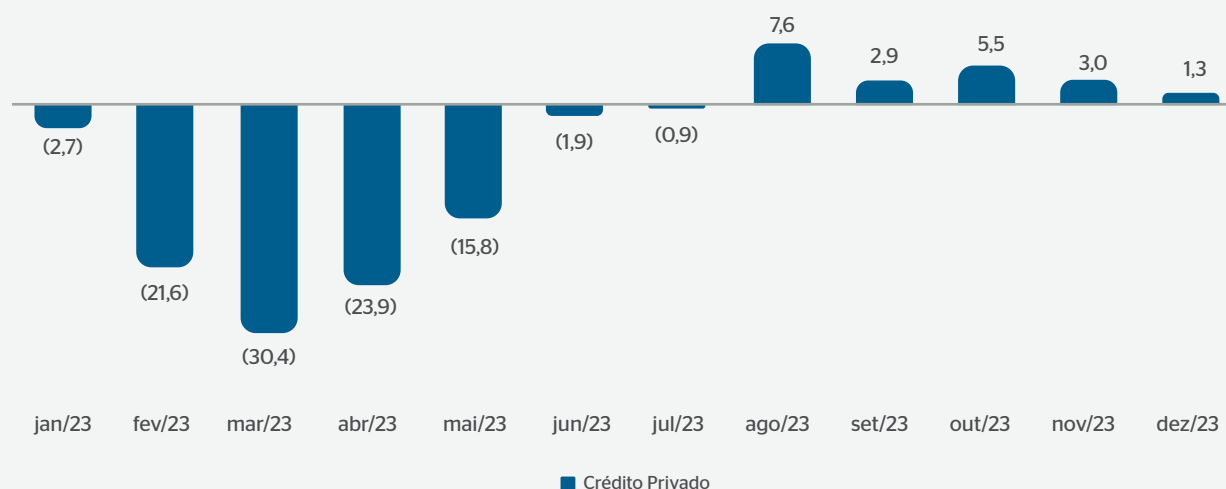
”

Como um dominó, a crise foi atingindo todo o mercado de crédito privado. Com a queda da rentabilidade, aumentaram as solicitações de saques dos fundos de investimento, especialmente, daqueles que não preveem um período de carência para o resgate das cotas, como é o caso os fundos D+0 e D+1, e com maior exposição do passivo a investidores pessoas físicas, mais sensíveis a oscilações de rentabilidade. Para obter a liquidez necessária para cobrir as ordens de resgate, os gestores de investimento precisaram alienar ativos de, praticamente, todos os setores do mercado, o que induziu uma remarcação ge-

neralizada dos preços, piorando ainda mais a rentabilidade dos fundos.

Em paralelo, pelos motivos citados na introdução deste artigo, havia um apelo mercadológico já bem configurado para a migração do capital para ativos financeiros mais seguros e, naquela altura, bem mais rentáveis, como títulos de renda fixa tradicionais, incluindo instrumentos isentos de imposto, como LCIs, LCAs e títulos incentivados. Além disso, vale lembrar, as expectativas envolvendo a tributação de fundos exclusivos também impactaram as movimentações, ainda que em

GRÁFICO 2 Captação Líquida Top-500 Fundos de Crédito Privado (BRL R\$ bilhões)



Fonte: Economática. Exclui operação de passagem do BB Top DI RF Ref DI Cred Priv LP FI de R\$ 5,4 bilhões em setembro de 2023.



menor escala. Esses fundos, geralmente, operam como multimercados, que estiveram entre os mais impactados pela crise.

Como mostra o Gráfico 2, a captação líquida dos 500 maiores fundos de crédito privado do país foi particularmente negativa nos meses de fevereiro a maio de 2023. No pico da crise, os resgates líquidos mensais chegaram a R\$ 30.4 bilhões. No somatório do primeiro semestre, este montante atingiu R\$ 96,2 bilhões, equivalente a 16% do patrimônio líquido dessa amostra ao final de 2022. No mercado de fundos, excetuando os estruturados, somaram-se R\$ 194 bilhões de resgates líquidos em 2023, com destaque para os R\$ 134 bilhões resgatados dos fundos multimercados (ver Gráfico 3). Só no início do segundo semestre que o mercado começou a dar sinais de recuperação.

Na outra ponta, com captação líquida positiva, estão os fundos previdenciários e os estruturados, como os fundos de investimento em direitos creditórios, os FIDCs, e os fundos de investimento em participações, os FIPs.

Os fundos previdenciários (VGBl, PGBL entre outros) vêm acumulando anos seguidos de captação líquida positiva, demonstrando forte resiliência dentro de contextos econômicos distintos. Em 2023, apesar da crise e do desempenho das carteiras, o segmento captou R\$ 19 bilhões, o único acima de zero entre os formatos tradicionais de fundos de investimento. Este movimento recen-

te se explica por mudanças regulatórias que flexibilizaram as regras deste mercado, sobretudo, aquelas vinculadas a restrições de investimentos na composição das carteiras. A consequência foi um aumento substancial da oferta de fundos previdenciários, que ganharam evidência entre os

GRÁFICO 3 Captação Líquida por Classe de Fundos (R\$ bilhões)

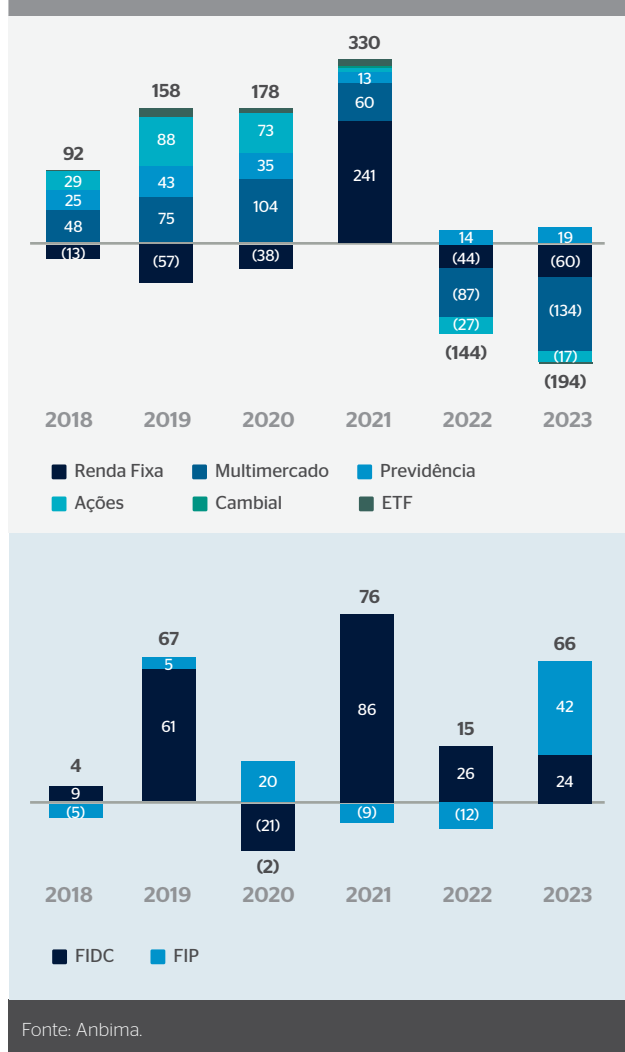


GRÁFICO 4 Patrimônio Líquido por Classe de Fundos (R\$ bilhões)



Fonte: Anbima.

investidores. Adicionalmente, este mercado conta com benefícios tributários aderentes a determinados públicos, em especial, o de alta renda, que passou a buscar alternativas à taxaço dos fundos exclusivos, utilizados como veículos de investimentos de grandes fortunas, definida na Lei nº 14.754, de 2023. A estabilização do mercado de crédito, aliada à recuperação da rentabilidade das carteiras previdenciárias e aos fatores descritos neste parágrafo, indica uma tendência positiva para o segmento também em 2024.

Com relação aos fundos estruturados, destacam-se a boa recuperação dos FIPs, que somaram R\$ 42 bilhões de captação líquida no ano, e o novo avanço dos FIDCs, com R\$ 24 bilhões de captação líquida (ver Gráfico 3). Sobre esse último, sob a óti-

ca do investidor, trata-se de uma alternativa com bom nível de rentabilidade e baixa volatilidade de preço, tornando-o atrativo em períodos de incerteza. Esse argumento explica o bom desempenho do segmento, apesar do evento da Americanas e seu impacto sobre as operações de risco sacado. Para 2024, espera-se um novo ciclo de crescimento desse mercado, não apenas pelo cenário apresentado, mas também pela implementação da Resolução nº 175, da CVM, de 2022, que passou a autorizar a comercialização de cotas de FIDCs para investidores do varejo, até então limitada a investidores qualificados e profissionais.

No geral, boa parte da retomada parcial na captação dos fundos de investimento se explica pela redução das incertezas que cercavam o mercado

“

O país teve um ano economicamente estável, com as aprovações de um novo arcabouço fiscal e da reforma tributária, a desaceleração da inflação, a queda, ainda que à conta gotas, da taxa básica de juros e o crescimento do PIB acima da expectativa dos agentes econômicos. ”

no início de 2023. O país teve um ano economicamente estável, com as aprovações de um novo arcabouço fiscal e da reforma tributária, a desaceleração da inflação, a queda, ainda que à conta gotas, da taxa básica de juros e o crescimento do PIB acima da expectativa dos agentes econômicos. Ao mesmo tempo, a economia norte-americana deu sinais de que o ciclo monetário contractionista estaria terminando, ao mesmo tempo em que surpreendeu no seu crescimento econômico em 2023. Além disso, no mercado brasileiro, os investidores foram percebendo que o caso Americanas era isolado. A maior parte das companhias seguiam operando normalmente, com balanços saudáveis. Como resultado, em agosto, os fundos de crédito privado voltaram a operar com captação líquida mensal positiva. Somando os últimos 5 meses do ano, o volume líquido captado foi de R\$ 20,4 bilhões, mitigando parte dos resgates ocorridos ao longo do primeiro semestre.

Considerações finais

Este artigo analisou o comportamento do mercado de fundos de investimento ao longo de 2023, frente ao efeito contágio da crise da Americanas. Argumentamos que, além do impacto desencadeado pela fraude da varejista, outros fatores, como a recuperação judicial da Light, a manutenção da taxa básica de juros em níveis elevados, conflitos geopolíticos, incertezas com relação ao andamento da economia norte-americana, e o período de transição política no Brasil, também interferiram na dinâmica do mercado, gerando incerteza e instabilidade.

No primeiro semestre, pode-se observar uma queda vertiginosa dos volumes de captação líquida dos fundos tradicionais, principalmente, daqueles com exposição ao mercado de crédito privado. Os fundos previdenciários e estruturados, por sua vez, foram menos impactados pela crise e entregaram números positivos. Ao longo do segundo semestre, com o arrefecimento das incertezas e a constatação do caráter isolado do evento da Americanas, as captações líquidas demonstraram alguma capacidade de recuperação, apesar de insuficiente para compensar as perdas geradas no começo do ano.

Para 2024, espera-se novo ciclo positivo de captação para os fundos estruturados e de previdência. A queda da Selic, em teoria, beneficiará os fundos multimercados e de ações, com a busca dos investidores por retornos mais elevados. A estabilidade político-econômica, por sua vez, será essencial para a recuperação da indústria como um todo.



Financiamento da transição verde avança, mas coordenação é desafio

Por Flavia Moraes e Silva

Dentro do paradigma do Big Push para Sustentabilidade proposto pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), o arcabouço de financiamentos sustentáveis deveria ser estruturado de forma a coordenar os gastos e investimentos públicos e privados em prol da agenda da transformação do estilo de desenvolvimento da economia. Este paradigma entende que a superação dos desafios ambientais, climáticos e sociais exige uma mudança no estilo de desenvolvimento dos países. Para isto, um grande salto de investimentos se faz necessário, coordenando-o por meio de políticas públicas e planejamento de longo prazo que tenham como objetivo principal tal mudança. O arcabouço de financiamento estaria então articulado a este planejamento, dando os instrumentos necessários para que seja mobilizado um conjunto substancial de investimentos complementares.

Dois fatores são destacados como essenciais para que se obtenha sucesso, segundo esta teoria. O primeiro é que a escala mínima de investimentos deve ser tal que permita o impulsionamento e sustentação dessa transformação, ou seja, é necessário haver um volume de recursos substanciais para que esse processo ocorra. Assim, investimentos públicos, privados, nacionais e internacionais, se fazem necessários. O segundo fator aponta para a importância da coordenação dos investimentos e, assim, para o papel do Estado como orquestrador deste processo de transformação de forma a garantir a trajetória desejada.

As finanças sustentáveis seriam, então, instrumentos que apoiem esse plano de investimentos para a transformação da trajetória do desenvolvimento. Sua concepção deveria garantir a previsibilidade e estabilidade na provisão de recursos para as políticas socioambientais. Seriam elementos fundamentais deste arcabouço de financiamento (i) a presença de metas claras que orientem a coordenação das políticas climáticas, ambientais e sociais necessárias; (ii) permitir transparência, mensuração de resultados e regras de *compliance* sobre os recursos implementados; e (iii) possuir execução transversal, coordenada pelo governo federal, e descentralizada, por meio da atuação dos entes subnacionais. A partir desses fatores seria possível a mobilização de recursos públicos e privados, além da coordenação dos diferentes atores.

A chegada do novo governo em 2023, com pautas mais progressistas, trouxe para a agenda das finanças sustentáveis a expectativa de avanços mais significativos e ágeis, agora liderados não apenas pelos órgãos reguladores do setor, mas também pelo governo federal. Desta forma, cabe entender o quanto este arcabouço está em linha com a proposta do Big Push para Sustentabilidade.

O Plano de Transformação Ecológica apresentado pelo Ministério da Fazenda, em novembro de 2023, durante a COP 28, organiza as principais medidas do governo federal nessa direção. Apesar de só ter sido lançado no final do ano passado, uma série de iniciativas, em especial as de

finanças sustentáveis, já estavam em estruturação e andamento ao longo de 2023.

O Plano de Transformação Ecológica busca apoiar o governo federal em seu objetivo de estabelecer uma nova trajetória de crescimento e desenvolvimento e tem como princípios a geração de empregos decentes e o aumento da produtividade, a promoção da justiça ambiental e climática e a redução das desigualdades.

Organizado em seis eixos – finanças sustentáveis, adensamento tecnológico, bioeconomia, transição energética, economia circular e nova infraestrutura – o plano ainda carece de maior detalhamento sobre sua governança, os objetivos e metas de cada eixo e programas específicos que serão desenvolvidos. Estes pontos são essenciais para maior esclarecimento de como os objetivos do plano serão efetivamente alcançados. Ou seja, como se dará a coordenação entre as diferentes agendas e os diferentes ministérios envolvidos, o quanto de recurso público será destinado para esta agenda e quanto se espera de investimentos privados. Nesse sentido, um relatório preliminar com exemplos de ações em andamento e seus status de elaboração ou implementação sob cada eixo foi divulgado ao final do ano passado.

Sob o eixo de Finanças Sustentáveis, especificamente, há quatro medidas listadas e que apresen-

taram andamento significativo. São elas: Mercado regulado de carbono; Títulos soberanos sustentáveis; Taxonomia nacional; e o Fundo clima. Também estão sob este eixo as mudanças propostas pela reforma tributária, que estabelecem um imposto seletivo sobre atividades que produzem externalidades negativas e IPVA com alíquota diferenciada conforme o impacto ambiental, além da adoção de indicadores para práticas sustentáveis em empresas que participam do mercado de capitais, iniciativa já aprovada em Resolução específica sobre o assunto pelo CVM.

O estabelecimento do mercado de carbono regulado no Brasil já estava em discussão no Congresso Nacional desde 2015, mas foi no final de 2023 que houve um significativo avanço neste projeto com a aprovação pela Câmara dos Deputados do Sistema Brasileiro de Comércio de Emissões (SBCE) de Gases de Efeito Estufa (GEE). Baseado em mecanismos de mercado, este instrumento busca internalizar na produção os efeitos das emissões de GEE por meio do aumento dos custos das empresas mais poluentes. Para isto, estabelece limites de emissões de GEE por empresa e estrutura um sistema de negociação em que as empresas que os excedam devem compensar suas emissões adquirindo títulos das empresas que emitiram abaixo dos limites permitidos. Sua compreensão é que o mecanismo de preço introduzido por esse mercado ao inter-



nalizar os custos da emissão dentro da produção seria suficiente para reduzir as emissões aos níveis necessários.

A abordagem do Big Push para a Sustentabilidade é crítica ao SBCE. Segundo ela, o mecanismo de preço implementado pelo mercado de carbono não é suficiente para garantir que as reduções necessárias para a transformação ocorram, além de não garantirem que a economia irá impulsionar os setores corretamente para a trajetória de transformação da economia. Contudo, dentro de um conjunto de políticas, o estabelecimento do mercado regulado de carbono pode ter relevância para regulamentar limites de emissão para setores econômicos, incentivar atividades menos intensivas em carbono, além de proporcionar uma fonte de recurso para o Estado por meio de leilões das permissões concedidas pelos Estados para emissão de GEE, de tributação sobre este ativo e de multas às empresas que desrespeitarem os limites estabelecidos.

Conforme o texto aprovado na Câmara, o Brasil, seguindo o adotado internacionalmente, irá em um primeiro momento distribuir as permissões de emissão de GEE aos setores conforme os limites regulamentados. Posteriormente, tais permissões serão leiloadas. Ainda, o texto aprovado permite a tributação do ativo e já prevê as multas estabelecidas às empresas que não cumprirem o determinado. Tais recursos serão destinados para o Fundo Geral do Turismo, para o financiamento de atividades de pesquisa e desenvolvimento tecnológico em atividades de descarbonização e para o fundo de conservação de biomas. Compreende-se de forma mais geral, este mecanismo como integrante do mix de políticas públicas que permite ao Estado direcionar recursos de atividades intensivas em emissão de GEE ao financiamento de atividades que reduzem as emissões e preservam o meio ambiente.

Contudo, o texto aprovado até o momento não contempla o setor agropecuário, um dos prin-

“

O mecanismo de preço implementado pelo mercado de carbono não é suficiente para garantir que as reduções necessárias para a transformação ocorram.

”

cipais segmentos da economia brasileira e responsável por quase 1/3 das emissões nacionais. Desta forma, este setor não terá um limite estabelecido, nem será obrigado a compensar suas emissões. Este fator impõem um limitante ao texto que está sendo discutido ao não lidar com um dos principais responsáveis pelas emissões brasileiras. Cabe ressaltar que o texto passou apenas pela Câmara, necessitando ainda de sua aprovação pelo Senado Federal e posteriormente o sancionamento pelo Presidente.

Outra fonte de recursos para a atuação do Estado proposta pelo Plano de Transformação Ecológica foi a introdução do instrumento dos títulos soberanos sustentáveis. Estabelecidos como instrumentos de dívida pública, estes títulos obrigam que os recursos captados sob esta modalidade devem ser obrigatoriamente empregados nas atividades definidas como elegíveis pelo Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis. Em 2023, o Brasil deu um passo significativo nesta direção. Além do desenvolvimento e lançamento deste arcabouço, o governo emitiu os primeiros títulos soberanos sustentáveis. Realizada no mercado internacional, esta emissão captou US\$ 2 bilhões que devem ser destinados a uma das 14 categorias (9 ambientais e 5 sociais) contempladas pelo marco regulatório que o fundamenta. Os investimentos que receberem os recursos terão seu impacto avaliado qualitativamente e, quando possível, quantitativamente, o que proporciona maior transparência e mensuração aos investimentos realizados ao amparo destes recursos.

Além de fonte de recursos adicionais para os projetos alinhados à agenda de transformação econômica, a emissão de tais títulos também é relevante por impulsionar o mercado de dívidas sustentáveis do Brasil. Neste sentido, ter realizado a primeira emissão de forma célere e com êxito no mercado internacional foi uma conquista importante para a agenda de finanças sustentáveis. Sem ainda previsão de uma possível segunda emissão, espera-se que venha a ocorrer no mercado interno como forma de impulsionar e movimentar este mercado, além de possibilitar a captação em moeda nacional reduzindo possíveis riscos cambiais.

Parte dos recursos captados pela emissão realizada será utilizada pelo Novo Fundo Clima. Este instrumento passou por uma reformulação, contando com dotação para 2024 de mais de R\$ 10 bilhões e revisão das condições financeiras, ampliando seu papel e buscando alinhamento às prioridades na agenda climática. Dentre as novas finalidades, destaca-se o financiamento para o desenvolvimento urbano resiliente e sustentável, transporte coletivo e mobilidade verdes e florestas e recursos hídricos, que receberam condições mais favorecidas, seja por uma taxa de juros menor ou prazo estendido. As novas condições buscam garantir um financiamento competitivo e com potencial para induzir investimentos.

Como terceiro projeto relevante do eixo de Finanças Sustentáveis do Plano de Transformação Ecológica está o desenvolvimento da Taxonomia Sustentável Brasileira. Este instrumento consiste na definição de um sistema de classificação das atividades, ativos e projetos que possuem uma contribuição significativa para os objetivos climáticos, ambientais e/ou sociais do país. Assim, ao apontar critérios e indicadores específicos para que os projetos possam ou não ser classificados como sustentáveis, ela fornece uma terminologia comum a todos os atores e permite a coordenação dos investimentos públicos e privados para que os

projetos beneficiados estejam alinhados aos objetivos de transição para uma economia sustentável.

Em 2023, o governo abriu para consulta pública o Plano de Ação para construção e estabelecimento da taxonomia nacional. A consulta já apresenta os objetivos estratégicos da taxonomia brasileira, os setores que estarão contemplados e os princípios para definição dos critérios e limites técnicos específicos. A publicação do Plano está prevista para novembro de 2024, com o uso obrigatório da taxonomia a partir de janeiro de 2026. É importante salientar que o desenvolvimento de tal taxonomia deve ser realizado de forma alinhada a outras iniciativas do governo federal de definição de projetos sustentáveis, como o próprio arcabouço de emissão de títulos soberanos sustentáveis. Neste sentido, ressalte-se que o Plano de Ação e a própria taxonomia estão sendo desenvolvidos de forma coordenada com a Casa Civil, com os diferentes ministérios envolvidos, além dos órgãos reguladores do sistema financeiro - Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários e a Superintendência de Seguros Privados - além do BNDES.

Estes três projetos indicam uma base para o desenvolvimento de um mercado de finanças sustentáveis passível de ser utilizado como instrumento de mobilização e coordenação de investimentos públicos e privados para a transformação da trajetória de desenvolvimento em bases sustentáveis. Apontam para possíveis formas de captação de recursos para os investimentos públicos, assim como o estabelecimento de regulamentações que orientem os investimentos privados nesta direção. Falta, contudo, o estabelecimento de um plano de investimento indicando quais serão as prioridades e as formas de viabilização de tais recursos para a agenda.

Como Plano de Investimento do Governo, foi anunciado, também em 2023, o Novo PAC, que consiste em um programa de investimentos coordenado pelo governo federal, que tem como

principal objetivo acelerar o crescimento econômico e a inclusão social. Para isto, busca-se um esforço coletivo junto ao setor privado, aos estados e municípios e aos movimentos sociais, para a realização dos investimentos.

O programa aponta para um investimento de R\$ 1,7 trilhões de reais, sendo 36% advindos de investimento do setor público (investimento público ou de suas estatais) e 56% concentrados em investimentos privados. Os outros 8% estão especificados como investimento público e privado ou como público/concessão. A execução do plano prevê que R\$ 1,4 trilhão seja desembolsado entre 2023 e 2026.

O Novo PAC conta com nove eixos de investimentos, que contemplam as prioridades determinadas pelo governo federal. São eles: transporte eficiente e sustentável; infraestrutura social e inclusiva; cidades sustentáveis e resilientes; água para todos; inclusão digital e conectividade; transição e segurança energética; inovação para indústria da defesa; educação, ciência e tecnologia e saúde. Além disso, o Novo PAC conta também com um conjunto de medidas institucionais que têm como objetivo dar maior eficiência ao Estado, desburocratizando-o e retomando sua capacidade de planejador e indutor do crescimento.

Coordenado pela Casa Civil, com a participação de diferentes ministérios, dos entes subnacionais e do setor privado, o Novo PAC terá o papel de coordenar os investimentos, principalmente fornecendo previsibilidade e estabilidade na provisão de recursos para os projetos.

Contudo, apesar de estabelecer compromisso com a transição ecológica, com a neointustrialização, com o crescimento do país e com a geração de empregos de forma sustentável, não está explícito no objetivo principal do Novo PAC se tais investimentos estarão alinhados a essa nova trajetória de

desenvolvimento. Não é possível compreender de que forma as questões socioambientais foram levadas em consideração para a determinação do montante de investimento realizado em cada eixo e como estas questões serão incorporadas na seleção dos projetos de investimentos.

Isso fica claro quando analisamos os eixos, subeixos e modalidades de investimentos listados pelo novo PAC e o os montantes de recursos alocados para cada um deles. Os três principais eixos em termos de recursos alocados são Cidades Sustentáveis e Resilientes; Transição e Segurança Energética; e Transporte Eficiente e Sustentável, com 36%, 33% e 20% dos recursos respectivamente. No primeiro e no terceiro eixos a maior parte do investimento é esperado do setor privado, com 50% do investimento previsto para cidades sustentáveis e resilientes advindo destes atores e 73% no eixo de transporte eficiente e sustentável. Já no eixo de transição e segurança energética, a maior parte dos recursos, 62%, virá de investimento de estatais e 33% do setor privado.

Assim, apesar de serem os eixos com maior relevância, observamos a importância da atração de capital privado para a realização destes investimentos. Eixos como Educação, Ciência e Tecnologia, Infraestrutura Social e Inclusiva e Saúde, que possuem 100% dos seus investimentos previstos advindos do setor público, representam juntos 5,2% do investimento previsto pelo Novo PAC.

Aprofundando-se nos setores de maior relevância, temos como principais subeixos o Programa Minha Casa, Minha Vida e o Financiamento Imobiliário para o eixo de Cidades Sustentáveis e Resilientes (juntos representam 83% do investimento deste eixo), o subeixo de Petróleo e Gás, em Transição e Segurança Energética, que representa 64% do investimento deste eixo. Já o subeixo Rodovias representa 53% do investimento do eixo Transporte Eficiente e Sustentável.

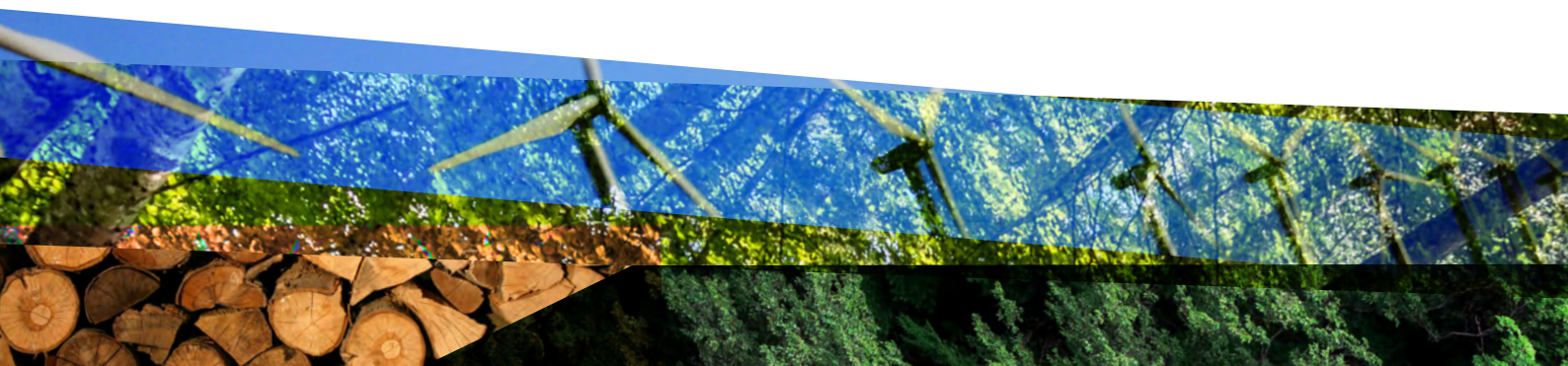
Chama atenção que os dois últimos subeixos ressaltados têm pouco ou nenhum alinhamento com a agenda de transformação da economia para a sustentabilidade. Em especial, no subeixo de Petróleo e Gás, 90% dos recursos estão concentrados na modalidade Desenvolvimento da Produção deste tipo de energia. Esta modalidade de investimento representa 19% de todos os recursos previstos no Novo PAC. Cabe salientar que subeixos como combustíveis de baixo carbono e eficiência energética, que estariam mais alinhados com a agenda de transformação da matriz energética brasileira e com sua eficiência, representam apenas 3% e 0,3% do investimento do eixo de Energia. Mesmo dentro do subeixo de petróleo e gás, modalidades voltadas a pensar a sua transição, como Descarbonização da Petrobrás e Estudos para investimentos em fertilizantes, petroquímica, navios e descomissionamento verde de plataformas, representam apenas 3,1% do investimento do montante deste subeixo.

Já o programa Minha Casa, Minha Vida e o financiamento imobiliário, podem contribuir com a redução do déficit habitacional, importante questão social do país. É preciso, contudo, que incorporem diretrizes que os tornem alinhados a agenda ambiental, para que o impulsionamento deste

segmento seja realizado em linha com a agenda estratégica como um todo.

Dentre as medidas institucionais previstas pelo PAC está citado o Plano de Transformação Ecológica, mas não é explicitado como tais medidas serão incorporadas pelo Novo PAC.

Entendemos que a taxonomia sustentável brasileira poderia ser importante elo de ligação e de apoio entre estas duas agendas. Incorporando suas determinações e classificações para a seleção dos projetos de investimento no futuro, o governo estaria garantindo que essas inversões estariam contribuindo com a transição da economia brasileira de forma sustentável. Em especial, uma vez que conta com salvaguardas e mecanismos para que o impulsionamento de um projeto esteja alinhado a toda a agenda, isto é, que ele tenha contribuições significativas com um dos objetivos sem causar impactos aos demais, a taxonomia apoia a coordenação de investimentos coesos que favoreçam a transformação desejada. Além disso, ao fornecer indicadores para mensuração da contribuição do projeto ao desenvolvimento sustentável, forneceria uma forma de dar transparência e mensuração aos resultados dos projetos investidos.



As regras para a divulgação de informações sobre sustentabilidade de empresas e produtos de investimento: o que avançou em 2023?

Por Patrícia Menandro

As instituições transnacionais de regulação avançaram no receituário voltado para a divulgação de informações sobre sustentabilidade por empresas emissoras. Também no caso de produtos de investimento foi possível verificar que uma curva de aprendizado está ocorrendo no que se refere à elaboração, implementação e supervisão de regras que visam mitigar riscos de *greenwashing* em vários países.

No Brasil, diversas normas aplicáveis a participantes e aos produtos dos mercados financeiros e de capitais foram editadas ou passaram a vigorar em linha com esses importantes avanços. É possível esperar que outras conquistas sejam verificadas no próximo ano no que se refere ao marco legal para os novos temas chave nessa agenda.

Esse artigo traz um breve resumo dos resultados alcançados em 2023 nessa agenda que busca convergência e harmonização de informações em sustentabilidade e alguns de seus desafios.

Os novos padrões para a divulgação de informações pelas empresas

O ano de 2023 representou um marco no que se refere à definição de padrões de divulgação de informações sobre sustentabilidade por empre-

sas. Há 8 anos, o lançamento da Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) foi um passo decisivo para o estabelecimento de recomendações que passaram a guiar a publicação de informações sobre risco climático por empresas financeiras e não-financeiras. O encerramento dessa iniciativa em 2023, com incorporação das tarefas de monitoramento ao Financial Stability Board (FSB), se deu em um contexto de reconhecimento de que seu papel cumprido, e da consolidação de entidades de formulação de padrões globais e internacionais em sustentabilidade.

Com efeito, a criação de uma entidade específica no âmbito do IFRS, em decisão tomada ao final de 2021, possibilitou novos passos a esse respeito. Já em março de 2022, tal entidade, o International Sustainability Standards Board (ISSB), lançou uma consulta internacional com propostas preliminares de padrões para a divulgação de informações sobre sustentabilidade em geral e sobre clima. Em junho de 2023, após receber 1.400 respostas às consultas e analisar os comentários e manifestações, a nova entidade publicou a versão final dos referidos padrões globais.

O processo de audiência pública incorporou alterações decorrentes da ouvidoria de vários países, de diferentes especialistas e empresas reguladas

de múltiplos portes. O Relatório de Audiência reforça que o objetivo para os documentos formulados pelo ISSB é que constituam os padrões para uma série completa de requerimentos de divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade que atendam às necessidades do mercado de capitais.

Para atender o objetivo de reunir padrões consistentes em nível global, comparáveis e verificáveis, os dois primeiros documentos aproveitam esforços prévios e bem-sucedidos e os padrões do Sustainable Accounting Standards Board (SASB) –, mas também incorporam decisões submetidas à consulta. Entre elas, a determinação de que os relatórios devem ser divulgados juntos com as demonstrações financeiras das empresas e a adoção do critério de materialidade financeira – ou seja, exigência de informações sobre os aspectos que podem impactar os resultados financeiros e afetar a avaliação das empresas por parte de investidores.

Em termos mais específicos, o primeiro documento - IFRS1 - dispõe que sejam divulgadas informações sobre todos os riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade que possam afetar o fluxo de caixa da empresa, sua capacidade de acessar fontes de financiamento, ou seu custo de capital no curto, médio e longos prazos. Os requerimentos quanto ao conteúdo e à apresentação

das informações são dispostos de forma que sejam publicadas informações úteis para o processo decisório de agentes quanto à provisão de recursos para a empresa. Em especial, as divulgações devem seguir os pilares da TCFD referindo-se à governança (processo, controles e procedimentos de administração e monitoramento dos riscos e oportunidades) e à estratégia de avaliação e monitoramento dos riscos e oportunidades. Incorporam também exigências informacionais no tocante ao processo de administração dos riscos e a métricas e metas estabelecidas e a esse respeito (inclusive aquelas requeridas pela legislação ou regulamentação locais).

Requerimentos semelhantes se aplicam ao caso do segundo documento - IFRS 2 - que considera riscos e oportunidades relacionados especificamente ao clima, sendo que nestes casos devem se tratar de riscos físicos e de transição a que a empresa está exposta. O IFRS 2 já é efetivo para relatórios anuais referentes ao período iniciado em 1/1/2024, ou relatórios anuais publicados após o início de 2024, mas condicionado à utilização do IFRS 1. Com relação às informações, a base também é constituída pelos pilares da TCFD, cabendo acrescentar, no caso da administração de riscos climáticos, que as informações devem incluir como essa dimensão é integrada ao processo geral de administração de riscos da empresa.



Quanto à consulta, a receptividade positiva aos padrões e ao esforço de convergência foi predominante, mas foram levantadas preocupações relativas: (i) à utilização de conceitos distintos em diferentes jurisdições, principalmente quanto à materialidade; (ii) à disponibilidade de dados, notadamente para incorporação e comparabilidade de métricas. Ressalvas também foram apontadas em relação à proposta de que as informações sejam divulgadas em conjunto às demonstrações financeiras das empresas; bem como no tocante à possibilidade de previsões que considerem diferentes portes de empresas (proporcionalidade).

A necessidade de promover a interoperabilidade com relação a outros padrões e bases regulatórias já vigentes, principalmente na União Europeia, também levantou questionamentos. De fato, uma série de jurisdições já vinha avançando na proposição de regras para a divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade por em-

presas, emissoras ou não. No caso da SEC americana, consulta realizada em 2022 propôs que empresas com registro junto naquela Autoridade passem a disponibilizar informações sobre riscos climáticos, em notas às demonstrações e em relatórios anuais, inclusive métricas de emissão de gases de efeito estufa. Para tanto deverão levar em conta questões de proporcionalidade para a vigência, métricas de diferentes escopos na consideração das cadeias produtivas e exigência de avaliação por especialistas. A proposta, que também considera recomendações da TCFD, ainda não teve como desdobramento a publicação de uma regra final.

No caso da União Europeia por sua vez, a Diretiva de Reporte de Sustentabilidade Corporativa que trata da divulgação de informações sobre sustentabilidade por corporações entrou em vigor em 2023, para adoção por um primeiro grupo de empresas já a partir das demonstrações de 2024,

Crescimento e proporção de adesões às recomendações da TCFD (Ano Fiscal 2022)

Recomendações TCFD		2022/2020	TOTAL	BANCOS	GR	AL
Governança	Supervisão pelo Board	25%	64%	57%	60%	53%
	Papel dos Gestores	21%	44%	40%	61%	34%
Estratégia	Riscos e Oportunidades	26%	62%	69%	65%	61%
	Impacto na Organização	17%	43%	35%	54%	39%
	Resiliência da Estratégia	7%	11%	9%	26%	3%
Gerenciamento de Riscos	Identificação e Avaliação de Riscos	22%	36%	40%	61%	24%
	Gerenciamento de Riscos	20%	39%	46%	57%	34%
	Integração ao Gerenciamento de Riscos	14%	25%	38%	52%	26%
Métricas e Metas	Métricas Relacionadas a Clima	13%	71%	61%	65%	55%
	Emissões GHG Escopo 1, 2 e 3	16%	66%	58%	59%	50%
	Metas Relacionadas a Clima	24%	66%	47%	44%	42%

Extraído de Progress Report on Climate Related Disclosure (FSB, 12/10/23) e 2023 TCFD Status Report: Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD, 12/10/2023). Total de empresas = 1.365; total de bancos = 227; total de empresas da AL (América Latina) = 111; Total GR (gestores de recurso) = 106.

a serem publicadas em 2025. A Diretiva utiliza um conceito mais amplo de materialidade e padrões de divulgação de informações europeus, desenvolvidos por uma entidade independente da região. Um conjunto de 12 padrões europeus, referentes a sustentabilidade em geral e fatores ambientais e sociais foi adotado em julho de 2023 como parte de uma regulamentação complementar.

Assim, as preocupações manifestadas na consulta do ISSB quanto à interoperabilidade referiram-se à possibilidade de que a existência de padrões distintos em diferentes jurisdições provoque múltiplos relatórios, custos e complexidades, além de potenciais arbitragens. No mencionado relatório de consulta, o ISSB traz explicações e relaciona os esforços adotados no sentido de assegurar a interoperabilidade entre os novos padrões e iniciativas já em curso.

Sobre outras colocações da consulta, o ISSB comunicou uma estratégia para facilitar a implementação dos novos padrões, inclusive adotando mecanismos de proporcionalidade nos documentos, programas de capacitação técnica e dispositivos transitórios de flexibilização para quando os padrões para sustentabilidade forem utilizados pela primeira vez. Entre esses últimos inclui-se a consideração inicial tão somente de informações sobre riscos e oportunidades relacionadas ao clima, ficando a consideração das demais informações sobre sustentabilidade em geral exigíveis a partir do segundo ano de adoção.

Dois outros mecanismos de flexibilização foram apontados. As empresas dispõem de uma dispensa inicial para a divulgação da medida de emissões de gases de efeito estufa mais completas na primeira utilização do padrão sobre clima, bem como a possibilidade de defasagem entre a divulgação das demonstrações financeiras e das informações relacionadas à sustentabilidade (desde que sejam divulgadas no mesmo ano).

Logo no mês de julho seguinte, os documentos

receberam apoios importantes. A entidade internacional que reúne os reguladores de valores mobiliários (IOSCO), divulgou seu endosso aos documentos publicados pelo ISSB, após revisão criteriosa e independente coordenada pela respectiva Força Tarefa de Sustentabilidade. Esse endosso também compreendeu uma recomendação aos seus membros – reguladores de mais de 130 jurisdições – a desenvolverem meios para “adoção, uso ou recebimento de informações com base nesses padrões”, dentro dos diversos arranjos regulatórios vigentes nos respectivos mercados locais. Além disso, a publicação dos padrões da União Europeia foi anunciada já considerando as questões discutidas com o ISSB com vistas à interoperabilidade entre esses padrões.

A importância do trabalho pioneiro da TCFD

É possível notar que um dos fatores que deverá favorecer a convergência aos padrões do ISSB e condições de interoperabilidade entre outras propostas é o trabalho pioneiro da TCFD – utilizado como referência na maior parte dessas iniciativas e pelas empresas que voluntariamente ou por disposição legal já divulgam tais informações. O Relatório de 2023 do FSB faz um apanhado do crescimento verificado na disponibilidade de informações relacionadas a clima tanto em nível de setores, quanto regional, com base nos pilares da TCFD (ver quadro). Segundo o documento, no ano fiscal de 2022, entre 1.350 empresas pesquisadas, 58% já divulgavam informações referentes a pelo menos 5 de 11 recomendações da Força Tarefa. Entre as informações mais frequentes, aquelas referentes a riscos e oportunidades climáticos, supervisão pela diretoria e metas relacionadas a clima acusaram crescimento, respectivamente, de 26%, 25% e 24% entre 2022 e 2020.

O 6º Relatório da Força Tarefa encerrou seus trabalhos com análises de adoção das Recomendações, diferenciações setoriais e regionais e estudos de caso. Em relação ao que ainda precisa ser feito, o

“

No Brasil, diversas normas aplicáveis a participantes e aos produtos dos mercados financeiros e de capitais foram editadas ou passaram a vigorar em linha com esses importantes avanços. É possível esperar que outras conquistas sejam verificadas no próximo ano no que se refere ao marco legal para os novos temas chave nessa agenda. ”

documento traz uma série de exemplos de iniciativas locais e aponta as lacunas. A pesquisa também mostra que a adesão à totalidade das (11) recomendações ainda é reduzida (4% dos pesquisados), e que os números mais baixos em "resiliência da estratégia" revelam necessidade de dados e a complexidade associada à consideração de cenários. Indicam, também, a falta de integração de riscos climáticos ao "gerenciamento de riscos em geral". Os Relatórios ainda demonstram que os principais passos no sentido da convergência e da interoperabilidade entre as definições regulatórias promovidos em determinados países tem a TCFD como referência comum, o que deverá fortalecer o trabalho futuro do ISSB.

Esse avanço na utilização de padrões em comum também é realidade no caso do Brasil. A referência aos trabalhos divulgados pela Força Tarefa foi um dos pontos centrais da adoção pelo Banco Central do Brasil de novas normas para a divulgação de informações por instituições financeiras e de gerenciamento de riscos editadas em 2021. Tais regras passaram a ser exigidas a partir de 2023, na íntegra para instituições de maior porte e parcialmente no caso das instituições médias e pequenas. Sobre a elaboração do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas, foram editadas normatizações complementares em 2023 que

flexibilizaram sua divulgação e esclareceram detalhes em relação à apuração das respectivas informações, mantida a implementação faseada prevista inicialmente pelo Banco Central do Brasil.

No caso de empresas em geral, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já havia editado, em 2022, a Resolução CVM nº 80 trazendo requerimentos informacionais mais detalhados quanto à sustentabilidade nos formulários de empresas. O novo marco regulatório inclui a divulgação das metodologias utilizadas, auditorias e avaliações por prestadores de serviços independentes, inventários sobre emissões de gases de efeito estufa e indicadores de performance, além da consideração ou não de recomendações da TCFD ou outros padrões, a partir de 2023. As exigências passam a vigorar com base no princípio de "pratique ou explique", em que as informações são divulgadas ou sua ausência deve ser explicada.

Já em outubro de 2023, a CVM publicou a Resolução nº 193 já permitindo a adoção voluntária por companhias abertas, fundos de investimento e companhias securitizadoras dos padrões ISSB para fins da divulgação de relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, desde que a opção seja declarada em 2024. A adoção pioneira por empresas no Brasil fará jus às flexibilizações previstas pelo ISSB nesses primeiros anos. A partir dos exercícios sociais iniciados em 2026 a medida se torna obrigatória para as companhias abertas locais.

A evolução de regras para produtos de investimento e outros desafios

Outros avanços quanto à divulgação de informações sobre sustentabilidade foram verificados no nível dos produtos de investimento. Relatório publicado pela IOSCO ao final de 2023 divulgou experiências e a evolução das regulações locais a esse respeito. Mas a despeito da existência de

práticas e procedimentos que já apontam um receituário internacional, é possível notar que os principais avanços regulatórios neste ano tiveram como foco a mitigação de riscos de *greenwashing*.

Tanto nos EUA quanto no Reino Unido, a publicação de marcos regulatórios para a identificação de Fundos de Investimento Sustentáveis não está completa, mas priorizou a existência de instrumentos objetivos para atuação da supervisão, como o estabelecimento de percentuais mínimos de alocação de investimento, de 80 e 70% respectivamente, no caso de cada jurisdição, para justificar referências à sustentabilidade no nome do Fundo.

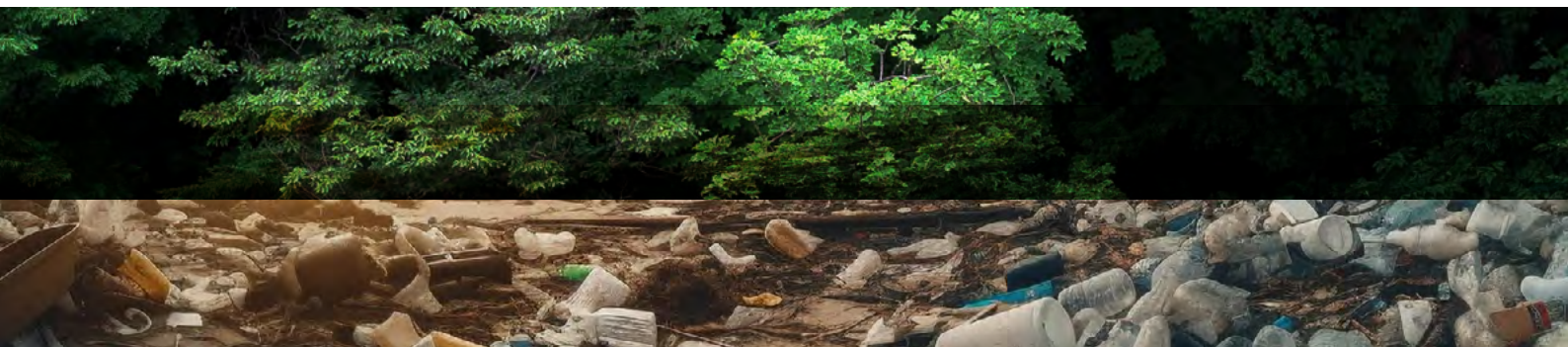
No caso da União Europeia, a regulação voltada para a divulgação de informações sobre produtos entrou em vigor em 2023 e deu prioridade a exigências informacionais associadas à consideração, promoção ou ao objetivo de sustentabilidade. Mas as dúvidas e dificuldades trazidas por essa abordagem já justificaram consultas divulgadas esse ano, tanto de reguladores da região quanto da própria Comissão Europeia e é possível que sejam feitos ajustes na norma, inclusive com a adoção de percentuais mínimos, como nos EUA e Reino Unido. No Brasil, a identificação de Fundos com denominações associadas à sustentabilidade já é objeto de regulação, pela CVM, e autorregulação pela Anbima, conforme registrado no referido Relatório.

“

Tanto nos EUA quanto no Reino Unido, a publicação de marcos regulatórios para a identificação de Fundos de Investimento Sustentáveis não está completa, mas priorizou a existência de instrumentos objetivos para atuação da supervisão, como o estabelecimento de percentuais mínimos de alocação de investimento, de 80 e 70% respectivamente

”

Como áreas de trabalho, os próximos desafios no mercado de capitais estarão voltados para a disponibilidade de dados e *ratings* relacionados à sustentabilidade, além das questões envolvendo *benchmarks* e índices. No campo da legislação, a regulação de mercados de carbono, voluntários ou não, e as taxonomias devem multiplicar-se nas diversas jurisdições, atendendo ao receituário internacional já existente. Planos, riscos e financiamento da transição devem ser enfatizados na pauta de efetividade de mitigação de riscos climáticos.



Perspectivas para o financiamento do setor de energia eólica

Por Filipe de Castro Vieira e Luiz Fernando de Paula

A emergência climática e ambiental está no centro das principais discussões no campo político e econômico em âmbito global e local. A transição ecológica é o maior desafio da atualidade e todos os planos relacionados ao futuro das sociedades e sistemas econômicos passam por este tema. Na esfera econômica deverá haver uma transformação produtiva, envolvendo um novo paradigma produtivo e energético em direção a uma economia de baixo carbono.

A escala de recursos necessária para a realização dessa transição é enorme e requer sistemas financeiros adequados e funcionais, capazes de mobilizar e prover recursos necessários, além de não perder de vista a prudência no que diz respeito às instabilidades do sistema – que devem ser ampliadas pela própria transformação produtiva. Nesse contexto, houve a retomada da centralidade da importância dos bancos públicos e, especialmente, dos bancos de desenvolvimento no debate acadêmico e nas esferas dos *policy makers* e, parcialmente, dos economistas de mercado.

No caso do Brasil, embora sua matriz energética e, principalmente, elétrica figurem entre as mais “limpas” do mundo, restam desafios expressivos para se alcançar uma economia ambiental e socialmente justa. De acordo com o Sistema de Estimativas de Emissões e Remoções de Gases de Efeito Estufa (SEEG), em 2022, último ano de dados disponíveis, os principais emissores de gases do efeito estufa no Brasil foram o desmatamento e as queimadas florestais, responsáveis por

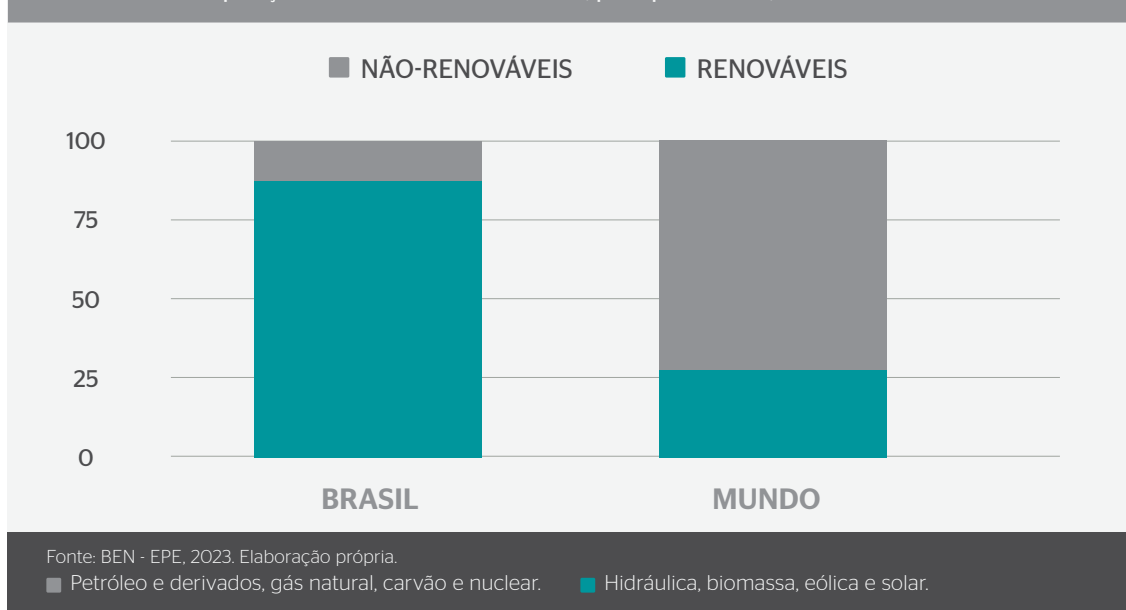
aproximadamente 50% do total de emissões; em seguida vem o setor agropecuário, respondendo por cerca de 27% das emissões. O setor energético ocupa o terceiro lugar (18% das emissões), contrastando com a elevada participação desse setor nas emissões globais.

A baixa participação do setor energético no total das emissões de carbono no Brasil se explica pela composição de sua matriz energética, na qual as fontes renováveis têm uma participação significativamente maior do que a média mundial e das economias centrais (Gráfico 1).

Grande parte da elevada participação das energias renováveis na matriz energética brasileira decorre da abundância de recursos naturais e condições ambientais favoráveis. No entanto, há desafios para a continuidade e expansão das energias renováveis e manutenção da posição de destaque do Brasil nessa área. No Acordo de Paris, uma das metas da National Determined Contribution (NDC) do Brasil, no setor de energia, é alcançar 45% de participação de energias renováveis na matriz energética, sendo de 28% a 33% de energias renováveis não-hidráulicas.

No conjunto de energias renováveis não-hidráulicas o grande destaque no Brasil é o setor eólico, que a partir dos últimos anos da década de 2000 vem crescendo consideravelmente. Ademais, nas últimas duas décadas, abriu-se uma grande janela de oportunidades para as atividades do setor, decorrente da redução dos custos e aumento da eficiência.

GRÁFICO 1 Composição da Matriz Elétrica do Brasil, por tipo de fonte, em 2022 (em %)



O mercado de financiamento à energia eólica tem evoluído positivamente apesar da mudança ocorrida na gestão do BNDES a partir do Governo Temer – até 2016 a principal fonte de financiamento do setor – que fez com que o banco perdesse capacidade de atender em condições favoráveis os projetos de geração de energia eólica. No período 2017-2020 se observou uma importante mudança nesse mercado, em que o Banco do Nordeste do Brasil (BNB) atuou com notável protagonismo, em parte, substituindo a participação do BNDES, mantendo uma atuação de destaque também no ano de 2021. O volume financiado pelo BNB foi de cerca de R\$ 16,6 bilhões, representando aproximadamente 48% dos projetos financiados no referido período. Em paralelo, o mercado de capitais, por meio das debêntures incentivadas, aumentou sua participação no financiamento do setor. No período 2017-2022, foram captados em torno de R\$ 6,9 bilhões por meio de debêntures incentivadas, destacando-se o biênio 2021-2022, respondendo por mais da metade do volume total financiado no período (aproximadamente R\$ 4 bilhões) (Gráfico 2).

A atuação do BNB vem sendo negligenciada pela maior parte dos economistas de mercado, bem como por acadêmicos. Seu destaque frente às outras fontes se dá por vantagens competitivas, com financiamento a custo mais baixo, valendo-se de recursos do Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE), o que lhe permite oferecer financiamentos com prazo máximo de 24 anos, incluindo quatro anos de carência. No entanto, o fundo tem um limite orçamentário estreito, e, em 2023, houve mudanças nas condições de financiamento, como a redução da parcela do investimento que pode ser financiado e do limite máximo por operação.

Por outro lado, o BNDES, que havia perdido espaço no financiamento do setor, voltou a ser o principal financiador dos projetos a partir de 2021. No biênio 2021-2022, o Banco foi responsável por aproximadamente 50% dos financiamentos do setor.

A partir de 2023, com a entrada do governo Lula, e a partir das declarações do presidente e dos diretores

do Banco, esperava-se que o protagonismo do BNDES no setor eólico se ampliasse significativamente. No entanto, as condições do mercado dificultaram o lançamento de novos projetos, o que resultou em uma forte redução da demanda por financiamento, refletindo nos volumes financiados por todas as fontes atuantes nesse mercado. As dificuldades enfrentadas pelo setor envolvem uma substantiva redução do preço da energia de longo prazo – de aproximadamente 40% – o aumento do Capex e os elevados patamares das taxas de juros.

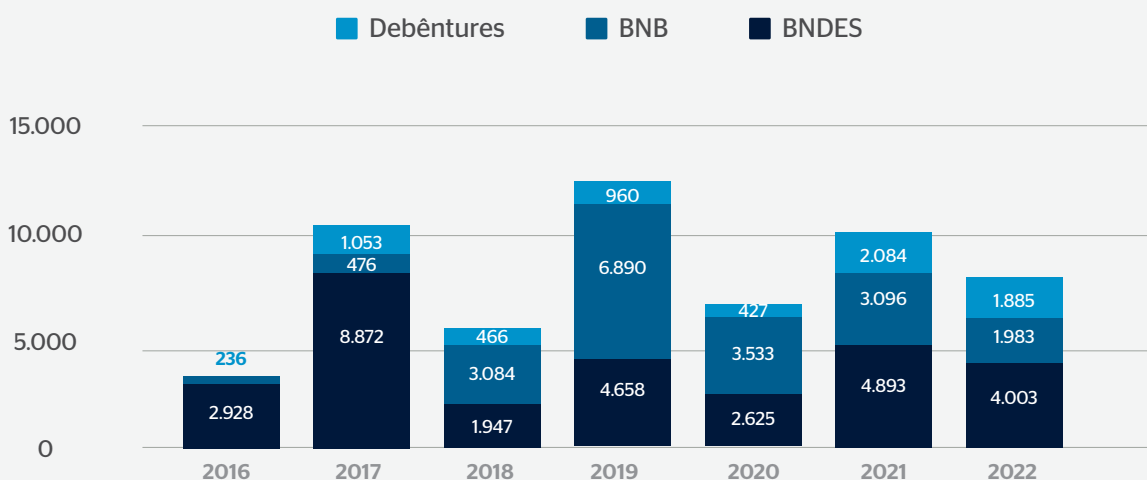
Com os juros de mercado mantidos em níveis sobremaneira elevados, o custo de financiamento dos projetos eólicos é majorado, manifestando-se como um dos elementos que intimidou a realização de novos projetos. Dado o restrito limite de recursos do BNB, os juros elevados encarecem o financiamento por meio do mercado de capitais, uma vez que a remuneração oferecida deve se elevar para ter competitividade frente a títulos mais seguros, indexados a Selic. As condições do mercado de energia e, em particular, do eólico em 2023 refletiram no volume emiti-

do pelas debêntures incentivadas destinada ao setor. Acompanhando a redução da demanda por financiamento em 2023, esses instrumentos apresentaram sensível redução de suas emissões reservadas ao setor eólico: somente R\$ 200 milhões foram emitidos, sendo apenas um projeto financiado com prazo de 12 anos.

Esse cenário também se observa no que diz respeito ao BNDES, que financiou poucos projetos do setor eólico em 2023, concentrados no último trimestre do ano, de maneira que não foi possível saber o volume financiado, já que os dados desse período ainda não foram disponibilizados. Todavia, o mais provável é que os financiamentos aprovados tenham superado as outras fontes (BNB e Mercado de Capitais).

Embora os custos dos financiamentos do BNDES sejam equiparados aos do mercado de capitais, a vantagem competitiva do Banco é que suas condições são melhores. O prazo dos financiamentos chega a 24 anos, e superam os prazos oferecidos pelas debêntures incentivadas. Ademais, a

GRÁFICO 2 Mercado de Financiamento à Energia Eólica, por Fonte (em R\$ milhões)



Fonte: BNDES, BNB, Ministério da Fazenda e Anbima. Elaboração própria.

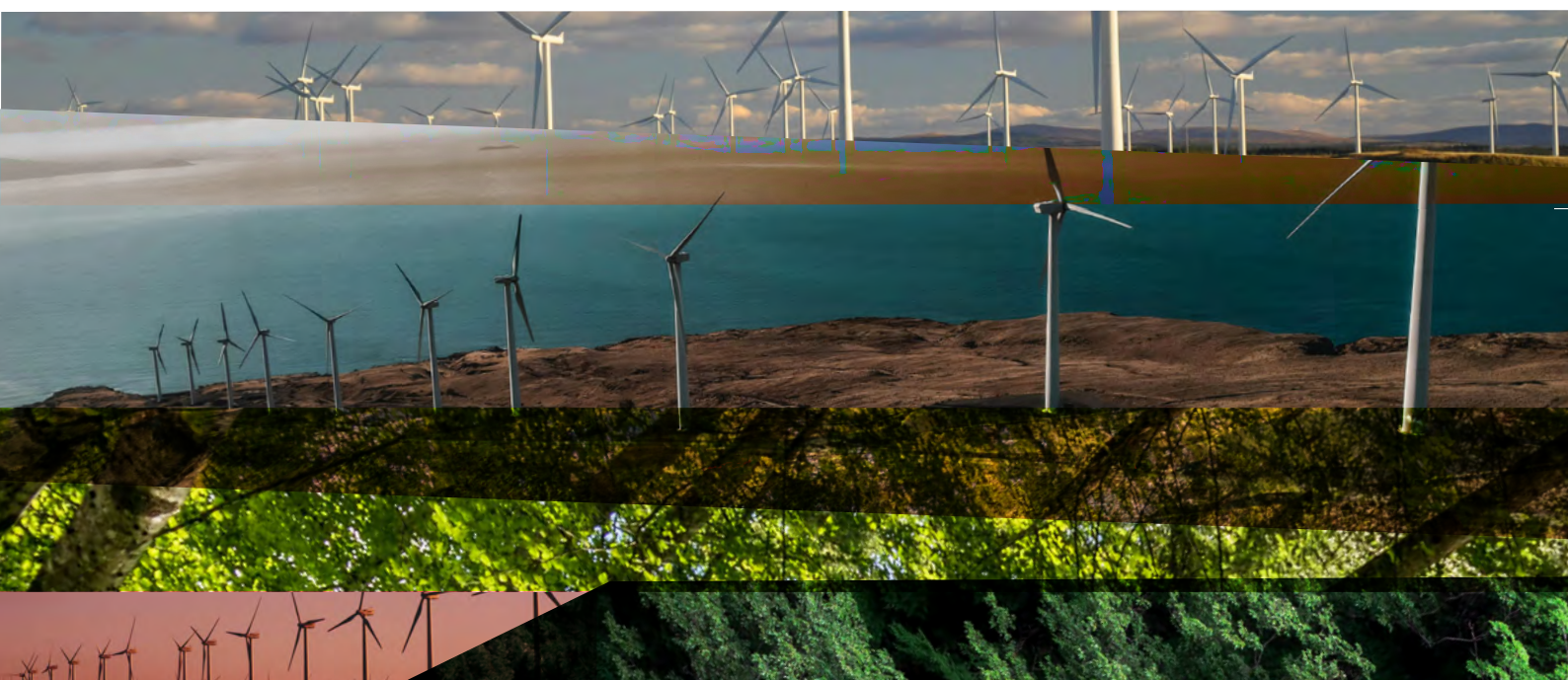
alavancagem é de 80% dos projetos, com 100% dos itens financiáveis, superior, por exemplo, ao percentual permitido pelo BNB (50%).

Em suma, o ano de 2023 foi atípico, considerando a trajetória recente do mercado de financiamento do setor de energia eólica. Por outro lado, de acordo com a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), atualmente 130 usinas eólicas estão em construção no Brasil e 313 já receberam autorização da Agência para serem construídas, sinalizando que o mercado de financiamento eólico deve se preparar para atender a demanda por financiamento. Um dos elementos que estruturam a viabilidade dos projetos eólicos é o custo de financiamento. Com os cortes nos juros básicos realizados pelo Banco Central do Brasil e a sinalização de que essa trajetória deve se manter, a tendência é que o custo dos financiamentos se reduza, elevando a viabilidade

“

Com os cortes nos juros básicos realizados pelo Banco Central do Brasil e a sinalização de que essa trajetória deve se manter, a tendência é que o custo dos financiamentos se reduza, elevando a viabilidade dos projetos. ”

dos projetos. Ademais, está em discussão na esfera política a aplicação de um fator redutor sobre a Taxa de Longo Prazo, que melhoraria as condições dos financiamentos para setores estratégicos financiados pelo BNDES, como aqueles relacionados à transição ecológica em geral e, em particular, ao setor de energia eólica.



Fragilidade financeira das famílias e o Programa Desenrola Brasil

Por Paula Marina Sarno e Rudrá Balmant de Moura

O ano de 2022, conforme analisado na **Retrospectiva** do ano passado, destacou-se por um quadro de crescimento do endividamento das famílias brasileiras acompanhado de nítida elevação de sua fragilidade financeira, demonstrado pela expansão do comprometimento da renda com o serviço das dívidas, da inadimplência e da participação dos créditos de mais alto custo e menor prazo, num contexto de elevação das taxas de juros e deterioração dos indicadores de dinâmica econômica.

Inicialmente, o ano de 2023 caracterizou-se pela continuidade desse processo, mas, como veremos, trouxe também, a partir do segundo semestre, os indícios de possíveis novas tendências. Alguns indicadores agregados importantes já demonstram um arrefecimento das tendências em vigor nos anos mais recentes.

Em relação ao conjunto da economia, a participação do crédito concedido às famílias em proporção ao PIB interrompeu sua trajetória de claro crescimento de 27% a 32%, de 2020 até início de 2023, e manteve-se estável em torno de 32% de janeiro a outubro deste ano. Tal comportamento ocorreu tanto para o crédito direcionado quanto para o crédito livre à pessoa física, e contrastou com uma leve trajetória de queda da participação do crédito às empresas.

Usualmente utilizado como uma *proxy* do grau de alavancagem das famílias, o indicador de endividamento total (incluindo crédito habitacional) relaciona

o saldo total de crédito das famílias com a renda disponível agregada dos últimos 12 meses. Depois de descrever uma trajetória evidente de crescimento, subindo de 39%, em meados de 2020, para 50% em janeiro de 2022, e de posterior estabilidade, o indicador registra leve decréscimo desde novembro de 2022, de 49% para 48%, em outubro de 2023.

Comprometimento da renda, modalidades de crédito e inadimplência

O Banco Central do Brasil (BCB) calcula o indicador agregado de comprometimento de renda que considera a renda disponível agregada das famílias. De acordo com esse indicador, o comprometimento da renda das famílias com as dívidas cresceu praticamente de forma contínua de 20% para 28%, maior valor da série, de meados de 2020 até junho de 2023. É a partir de julho de 2023 que, pela primeira vez nesses últimos 3 anos, o indicador ficou praticamente estabilizado, apresentando um pequeno decréscimo, de 27,7% em julho para 27,2% em outubro (vide Gráfico 1).

Ao analisar o Comprometimento de Renda Individual para diferentes níveis de renda, é possível observar que o comprometimento mais alto (acima de 30% no primeiro semestre de 2023) está entre os tomadores que se encontram nas faixas salariais mais baixas (de até dois salários mínimos e de dois a cinco salários mínimos). Ademais, entre os tomadores de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) considerados como "endividado de risco" pela metodologia do BCB, 75% se encontram nas

faixas até dois salários mínimos, totalizando 11,3 milhões de pessoas em março de 2023. Em suma, as famílias de mais baixa renda estão altamente enredadas na armadilha das dívidas.

Quanto a composição do crédito, os dados levantados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada relativos as concessões de crédito em valores deflacionados ainda não trazem mudanças evidentes em direção aos créditos de melhor qualidade. Em especial, verifica-se a contínua trajetória de declínio das concessões de financiamento imobiliário, que apresentam queda de 25% no acumulado até outubro em comparação ao mesmo período de 2022, enquanto crescem as concessões do cartão de crédito parcelado (25%) e das operações de composição de dívidas (16%). Adicionalmente, verifica-se uma participação nos valores concedidos até outubro ainda elevada do cartão de crédito rotativo (10%) e do cheque especial (13%).

O indicador de inadimplência total dos créditos à pessoa física (atrasos de 90 a 360 dias) havia apresentado crescimento contínuo desde meados

de 2021 até maio de 2023, mas inicia um processo de suave queda a partir de junho de 2023. Conforme demonstram os dados de inadimplência por modalidade (vide Gráfico 2), tal comportamento resulta da queda na inadimplência nas modalidades de não consignado vinculado à composição de dívidas, cheque especial, cartão de crédito rotativo e parcelado, que são as que apresentam historicamente maior nível de inadimplência. Os dados para atrasos de 15 a 90 dias também apresentaram suave queda desde julho a setembro (vide Gráfico 3).

A redução do indicador de inadimplência nos créditos vinculados à composição de dívidas deve ter tido forte influência da atuação voluntária e agressiva dos grandes bancos no primeiro trimestre de 2023 no sentido de promover renegociações de dívidas, conforme amplamente noticiada pela imprensa. Poder-se-ia pensar que os bancos fizeram um esforço de se antecipar ao Desenrola, uma iniciativa que foi logo divulgada pelo novo governo federal, mas ainda não estava definida em seu desenho. Contudo, como já vivenciado em 2020,

GRÁFICO 1 Endividamento em relação à renda nacional disponível das famílias (RNDBF) e Comprometimento da renda (dessazonalizado) (%)

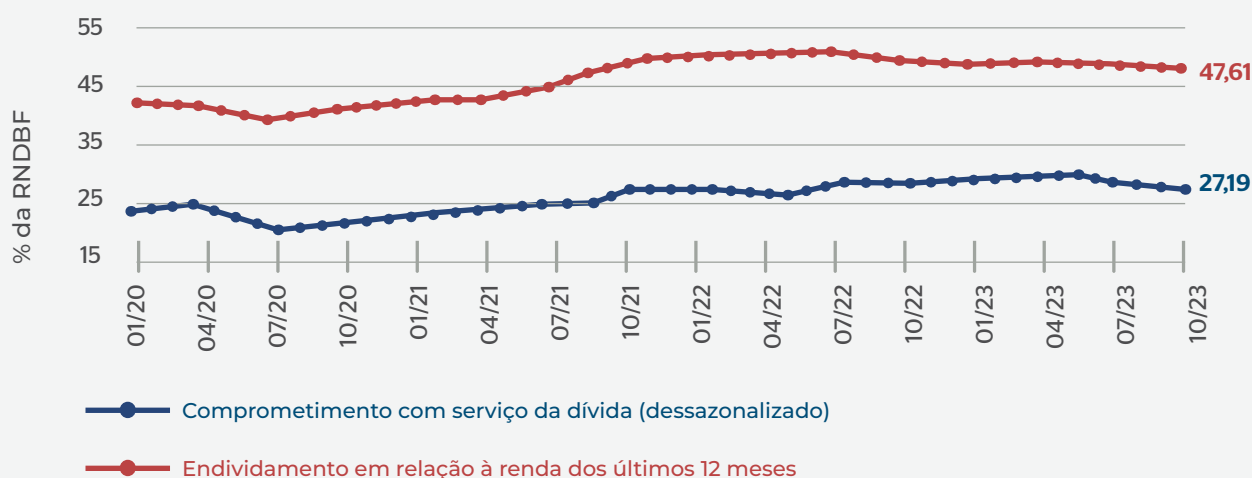
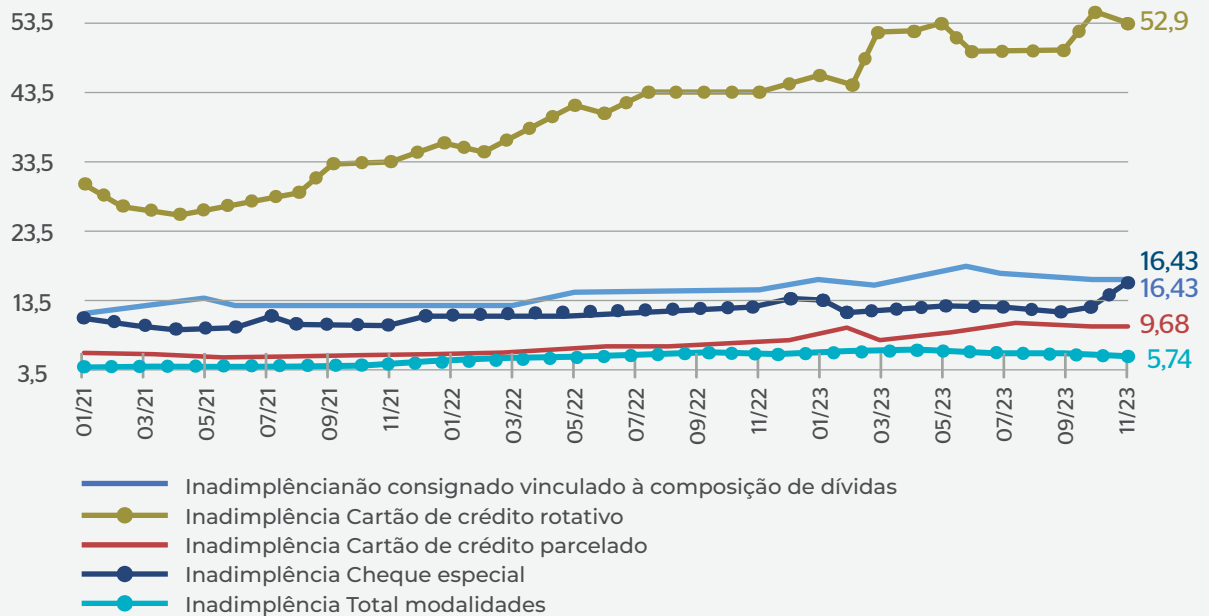


GRÁFICO 2 Inadimplência da carteira de crédito à pessoa física (%)



esse movimento dos bancos parece não oferecer condições significativamente melhores que permitam as famílias honrarem seus pagamentos futuros e saírem do superendividamento porque depois de um alívio inicial os atrasos voltaram a subir para patamares observados na primeira metade do ano (vide Gráfico 3).

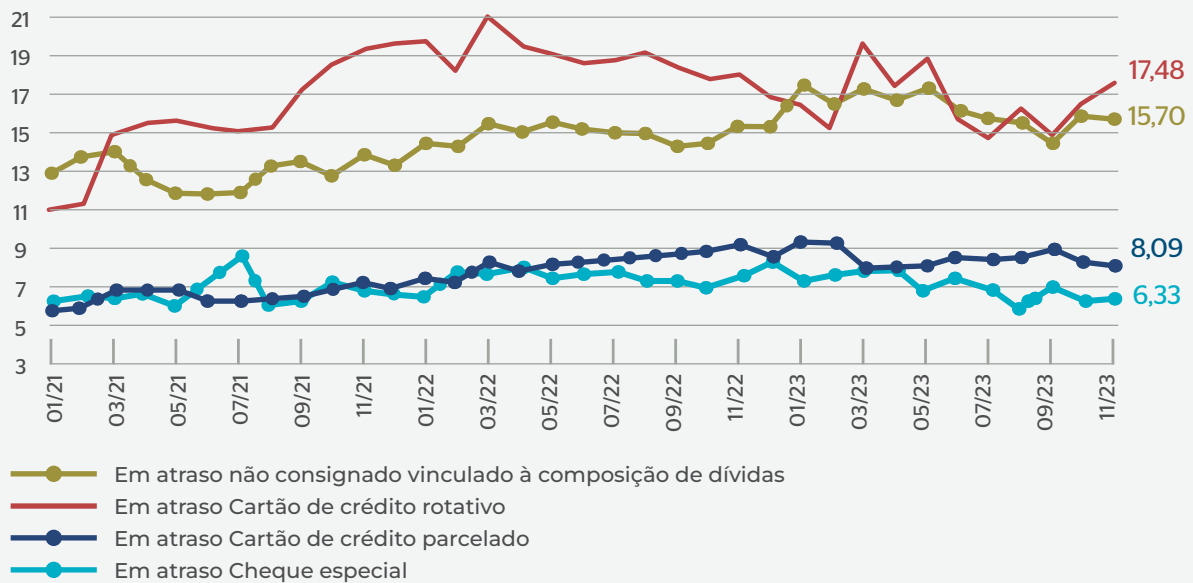
Ao se avaliar a inadimplência por faixa de renda do tomador por meio da dinâmica medida pela razão entre a carteira de ativos inadimplidos sobre a carteira ativa de crédito, verifica-se uma maior participação de crédito inadimplido para as faixas de renda mais baixa (de até 1 salário mínimo e de 1 a 2 salários mínimos). A partir do segundo semestre reverte-se a tendência de crescimento desse indicador e verifica-se uma queda relativa da carteira inadimplida para a maioria das faixas de renda aqui destacadas (vide Gráfico 4). A faixa de até 1 salário mínimo apresentou essa tendência de queda desde 2022.

Ao nosso ver, os primeiros sinais de melhora na capacidade de pagamento das famílias podem

ser explicados pelos efeitos positivos em seu orçamento de uma economia que tem apresentado taxas de crescimento mais elevadas do que muitas previsões, melhora nos indicadores de emprego e renda, que se somam aos efeitos das medidas tomadas pelo novo governo voltadas à recomposição da renda como aumento do salário mínimo, do salário dos servidores públicos, das bolsas de pesquisa, os novos adicionais estabelecidos para o Bolsa Família pela PEC da Transição, além de um maior controle da inflação.

No que diz respeito as condições do crédito, destacam-se em 2023 o início do processo de redução da taxa de juros básica da economia e a determinação de redução do limite estabelecido para os juros máximos do consignado dos aposentados de 2,3% para 1,97% ao mês, nesse último caso, uma redução ainda bem tímida, considerando o baixo risco e custos envolvidos. Nos últimos dias do ano o CMN fixou em no máximo 100% do estoque da dívida o valor dos juros cobrados pelos bancos nas operações de parcelamento e de crédito rotativo

GRÁFICO 3 Carteira de crédito em atraso entre 15 e 90 dias (%)



dos cartões - assunto detalhado no próximo artigo desta **Retrospectiva 2023**.

Concluindo, o ano de 2023 reverberou, ao longo do primeiro semestre, o processo de superendividamento vivenciado nos anos mais recentes, tendo sido marcado por uma piora da capacidade de pagamento das famílias. No segundo semestre, até o último dado disponível, os indicadores demonstram uma reversão, ainda moderada e com certa instabilidade, num quadro de manutenção de níveis históricos ainda elevados de comprometimento da renda e de inadimplência, taxas de juros decrescentes, mas ainda elevadas, e início de recuperação da economia.

Nesse sentido, é importante considerar que para garantir uma melhora consistente na capacidade de pagamento das dívidas por parte das famílias e reduzir, portanto, seu nível de fragilidade financeira, é fundamental a continuidade e o aprofundamento do quadro positivo de recuperação da renda, do emprego, redução das

taxas de juros e de melhora dos indicadores de dinâmica econômica.

Desenrola – regras, resultados e diagnósticos

Em junho de 2023 foi editada a Medida Provisória nº 1.176 que regulamenta o Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes, denominado Desenrola Brasil. Essa iniciativa do governo federal tem o mérito de compreender a necessidade de que o governo promova medidas no sentido de viabilizar um caminho para a solução desse enorme problema.

O Programa se organiza para duas faixas de devedores. A primeira é voltada aos devedores que foram inscritos em cadastro de inadimplentes de janeiro de 2019 até dezembro de 2022 com renda até 2 salários-mínimos ou participantes do Cadastro Único para Programas Sociais do Governo Federal. São elegíveis os indivíduos que possuam dívidas negativadas que, após o desconto no valor original, não ultrapassem o valor de R\$ 5 mil.

O Programa envolve dívidas negativadas contratadas com o setor bancário como também com concessionárias de serviços públicos, comércio etc.

O devedor deve utilizar conta no Portal GOV.BR (contas ouro e prata) e aderir, acessar e realizar as renegociações na plataforma digital do programa. O processo tem curso por meio da realização de leilões de crédito sob a forma de maior desconto no valor da dívida. O juro máximo é de 1,99% ao mês. O devedor pode quitar as dívidas por meio de recursos próprios à vista ou de contratação de nova operação de crédito. Neste último caso, os agentes financeiros podem solicitar a garantia do Fundo Garantidor de Operações (FGO), que será de 100%. Para isso, porém, deverão oferecer os contratos com maiores descontos. Foram definidos descontos mínimos para cada lote formado.

A faixa 2 é voltada para os devedores com renda mensal igual ou inferior a R\$ 20 mil, envolve somente dívidas financeiras, e deve ser negociada com o próprio banco, podendo ou não ser realizada pela plataforma digital do programa. As instituições

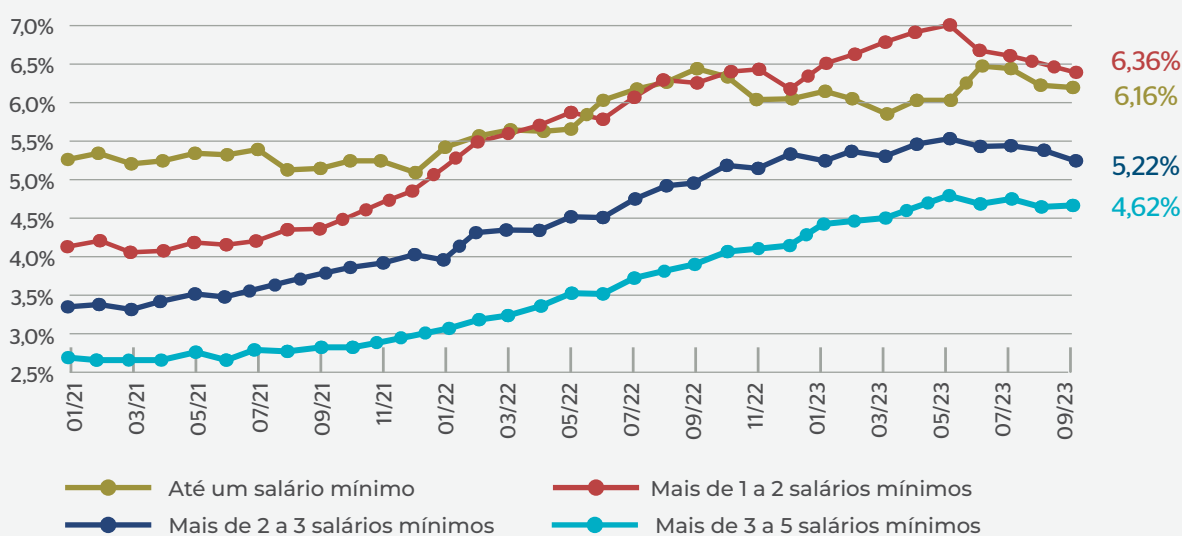
credoras farão jus a benefícios fiscais ou, no caso de haver recursos remanescentes, o que acabou ocorrendo, foram oferecidas garantias do FGO.

O programa previu também que as pessoas físicas que tenham dívidas bancárias de até R\$ 100,00 pudessem ser desnegativadas, não significando que essas dívidas tenham sido canceladas.

O governo noticiou que para a faixa 1 haveria 32,5 milhões de pessoas negativadas que poderiam ser beneficiadas com o programa das quais metade seriam pessoas inscritas no Cadastro Único. O total dos possíveis beneficiados englobando as duas faixas seria de 70 milhões de pessoas.

De acordo com o Censo Nacional do Programa Desenrola Brasil divulgado pelo Governo em 6 de dezembro último, para os devedores que se enquadram da faixa 1, o programa totalizou 1 milhão de pessoas atendidas, 2,2 milhões de contratos renegociados e R\$ 5 bilhões em dívidas renegociadas. Para os devedores que se enquadram na faixa 2 e os portadores de dívida de valor até R\$ 100,00, que

GRÁFICO 4 Razão entre o ativo inadimplido arrastado e a carteira ativa de crédito por faixa de renda do cliente (%)



engloba a fase 1, o programa totalizou 10,7 milhões de pessoas atendidas. Em relação a renegociações de dívidas foram 2,7 milhões de pessoas atendidas e R\$ 24 bilhões em dívidas renegociadas.

Inicialmente pode parecer difícil entender por que diante da situação de alto endividamento em que nos encontramos a adesão dos devedores tem sido tão abaixo do esperado. Com efeito, o governo decidiu encaminhar ao Congresso Medida Provisória que prorrogou o programa até 31 de março de 2024 e ampliou o acesso ao programa também aos usuários com conta bronze no Portal GOV.BR.

Algumas discussões acerca dos resultados do Programa e, em especial, os motivos para a faixa 1 não ter tido grande procura, têm girado em torno de dificuldades de compreensão por parte dos devedores acerca dos benefícios oferecidos e, também, de desconhecimento ou dificuldades no acesso ao aplicativo GOV.BR, incluindo a exigência de conta nível ouro ou prata. Nesse campo de discussão também são ressaltados aspectos relacionados à importante exclusão digital que caracteriza nosso país.

Sem prejuízo de considerar essas questões relevantes, entendemos que é possível identificar também, a partir dos dados expostos acima, alguns fatores que nos parecem importantes para compreensão dos resultados apresentados, em especial para a faixa 1, e que podem ajudar na reflexão e sinalizar possíveis caminhos no futuro.

O programa propõe a renegociação dos créditos negativados em birôs de crédito. Contudo, vale destacar que os créditos negativados são aqueles que já não estão sendo pagos pelo devedor, e, portanto, já não estavam sendo considerados para efeito de fluxo de saída do orçamento das famílias. Sendo assim, a inscrição pelo tomador no programa de renegociação desses créditos implica necessariamente reintroduzir uma despesa financeira

“

O programa propõe a renegociação dos créditos negativados em birôs de crédito. Contudo, vale destacar que os créditos negativados são aqueles que já não estão sendo pagos pelo devedor, e, portanto, já não estavam sendo considerados para efeito de fluxo de saída do orçamento das famílias.

”

adicional, seja no pagamento à vista ou parcelado da dívida renegociada, que já não estava pressionando diretamente o orçamento dessas famílias.

São reais as vantagens oferecidas aos participantes do Programa Desenrola, relativas à possibilidade de renegociar unificadamente vários contratos envolvendo diferentes credores, redução significativa do valor original da dívida, taxa de juros mais baixas do que as encontradas nos contratos originais, a desnegativação da dívida e, por conseguinte, o acesso a novos financiamentos, contratos de aluguel etc. Muito embora, vale frisar, as últimas vantagens dependem de que não tenham ficado pendentes outras dívidas negativadas.

Contudo, tendo em vista as novas pressões financeiras que resultariam dessas renegociações e diante da realidade de profunda fragilidade financeira encontrada em 2023, com destaque para as famílias que ganham até 2 salários mínimos (faixa 1), as vantagens oferecidas pelo programa poderiam estar longe de ser uma prioridade ou mesmo possibilidade.

Sob essa ótica, ao nosso ver, o efeito poderia ser totalmente distinto se o programa previsse renegociações também para dívidas ativas (não negativadas), o que poderia levar a uma procura

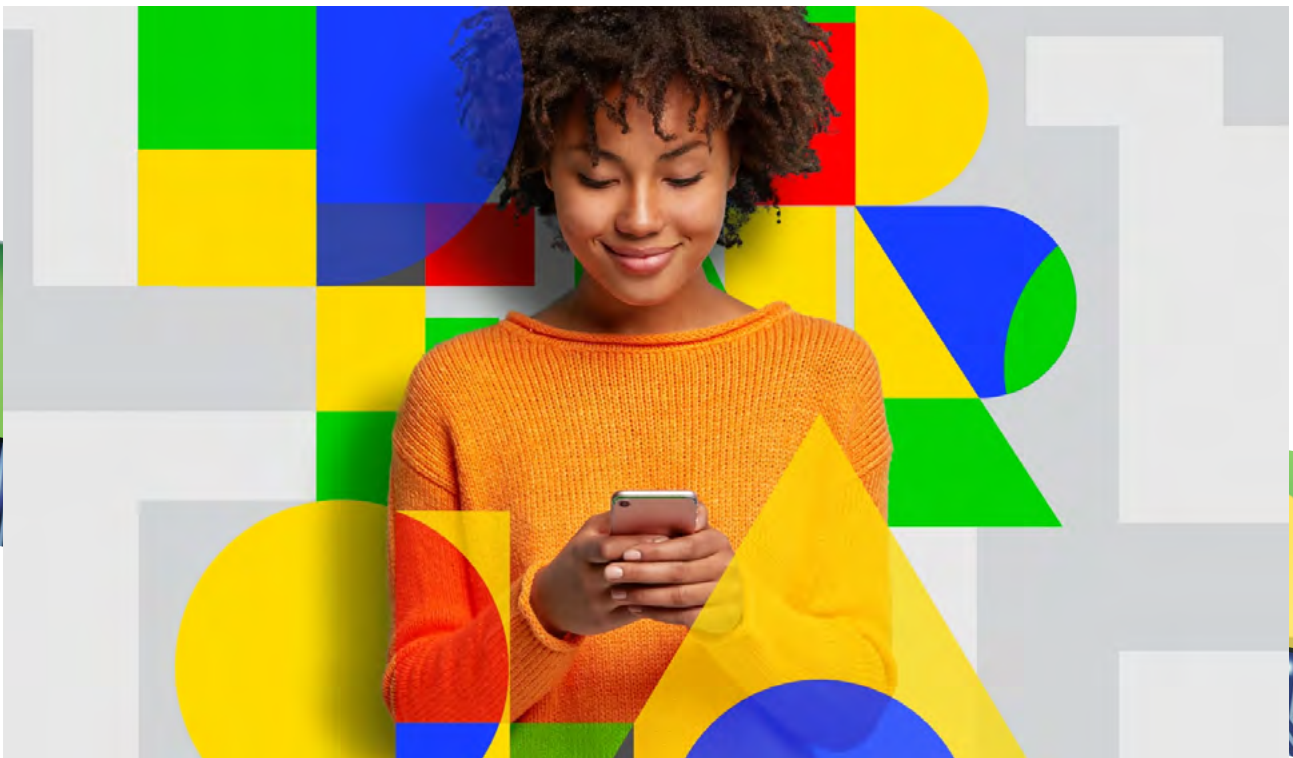
bem maior pelo programa e uma contribuição importante para a redução da fragilidade financeira das famílias. Nesse caso, a possibilidade de redefinir as condições de pagamento em termos efetivamente mais amigáveis reduziria as despesas atuais e futuras decorrentes das dívidas. Por conseguinte, aliviaria de imediato e de maneira consistente o orçamento das famílias. Cabe destacar que, como já discutido acima, as renegociações para as dívidas ativas propostas de maneira voluntária pelos bancos não têm cumprido esse papel.

Também considerando o superendividamento das famílias mais vulneráveis, o cancelamento de dívidas abaixo de um determinado valor, e não somente a sua desnegativação, teria feito, ao nosso ver, toda a diferença para reduzir a vulnerabilidade financeira dessas famílias.

Considerações finais

O ano de 2023 divide-se em duas fases. O primeiro semestre não trouxe alterações no processo de superendividamento vivenciado nos anos mais recentes, tendo sido marcado por uma piora da capacidade de pagamento das famílias. No entanto, no segundo semestre, até o último dado disponível, os indicadores de comprometimento da renda e inadimplência sinalizam uma reversão, ainda que moderada e com certa instabilidade.

Por conseguinte, e dado o quadro de manutenção dos níveis historicamente elevados de comprometimento da renda e de inadimplência, a redução consistente da fragilidade financeira das famílias requer a continuidade e o aprofundamento do processo em vigor de recuperação da renda e emprego e melhora nas condições de oferta de crédito, destacando-se a necessidade de continuidade do



processo de redução das taxas de juros básica bem como a redução dos juros cobrados no crédito às pessoas físicas. Para o ano de 2024, deverão contribuir nessa direção o aumento do salário mínimo, a imposição do teto de 100% aos juros cobrados no cartão de crédito rotativo (que tem ultrapassado os 400%), ambos já aprovados pelo Congresso, e a redução do limite estabelecido para os juros mínimos do consignado dos servidores públicos de 2,05% para 1,8% ao mês, aprovado em Portaria do Ministério de Gestão em novembro último. Nesse último caso trata-se de uma redução ainda insuficiente, tendo em vista que estes créditos têm baixíssimo risco e custo.

Um aspecto positivo a destacar é que a evolução dos indicadores de endividamento em 2023 demonstrou sensibilidade ao quadro de recuperação da renda, do emprego e de melhora dos indicadores de dinâmica econômica. Isso ocorre, em grande medida, ao nosso ver, porque a população de mais baixa renda é quem tende a sentir mais rápido essas mudanças e, como vimos, está significativamente enredada na armadilha do endividamento.

Quanto ao Desenrola, ressaltamos que o elevadíssimo nível de fragilidade financeira das famílias pode ter sido também fator importante de desestímulo à renegociação de dívidas negativadas oferecida pelo Programa, em decorrência das despesas financeiras adicionais que resultariam do processo

de renegociação. A implementação pelo governo de programas de renegociação para dívidas ativas (não negativadas), em situações emergenciais, como a que vivemos, tenderia a trazer maior adesão e resultados mais eficazes.

Ademais, a experiência de 2023 reforça o entendimento de que as renegociações conduzidas voluntariamente pelos bancos para as dívidas ativas não parecem oferecer condições de crédito efetivamente melhores para o tomador. Elas trouxeram um alívio imediato para as famílias, com queda inicial da inadimplência, porém, logo em seguida o indicador de atrasos de pagamento já sinaliza crescimento. Corroborando esse entendimento o elevado nível histórico de inadimplência da modalidade de crédito para composição de dívidas, que só perde para o cartão de crédito rotativo.

Por fim, no médio e longo prazos, o estímulo a aplicação extensiva da Lei do Superendividamento também pode ser um importante instrumento a ser utilizado pelas famílias. Já é amplamente reconhecida a relação desigual em termos de poder de negociação e das enormes assimetrias de expertise entre as partes envolvidas nesses contratos financeiros. Justamente por isso que em várias jurisdições existem legislações que estabelecem regras e sistemas de proteção contínua por parte do Estado aos demandantes de crédito.

Limitar os juros do crédito do rotativo é apenas um paliativo diante do problema de endividamento das famílias

Por Dalton Boechat Filho e Luiz Macahyba

O Congresso Nacional aprovou a Lei nº 14.690 no começo de outubro de 2023, instituindo o Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes – o Desenrola Brasil. Foram estabelecidas normas para facilitação de acesso a crédito e mitigação de riscos de inadimplimento e de superendividamento de pessoas físicas. Uma das medidas introduzida pela referida Lei provocou bastante discussão entre associações ligadas aos bancos que administram arranjos de pagamentos, emissores de cartões não vinculados a conglomerados financeiros e instituições ligadas ao mercado de varejo.

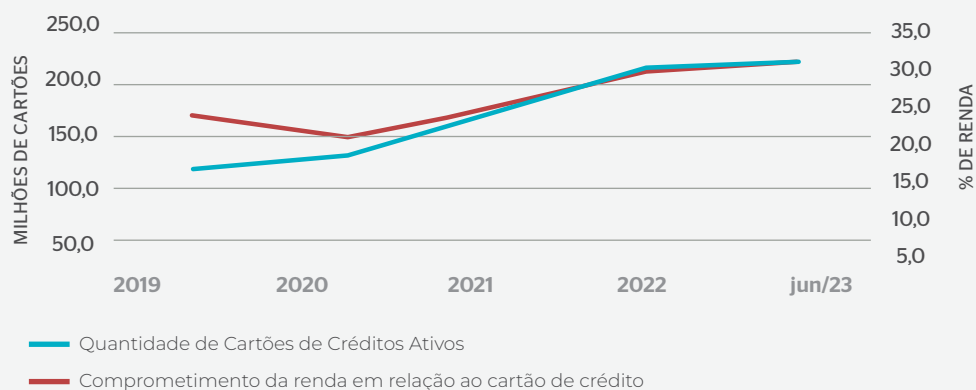
De acordo com a Lei, os emissores de cartão de crédito e de outros instrumentos de pagamento pós-pagos utilizados em arranjos abertos (cartão de bandeira) ou fechados (cartões de redes varejistas) deveriam apresentar ao Conselho Monetário Nacional (CMN) proposta de autorregulação que estabelecesse limites anuais para as taxas de juros e encargos financeiros cobrados no crédito rotativo e no parcelamento de saldo devedor das faturas de cartões de crédito. No caso desses limites não serem aprovados pelo CMN até 3 de janeiro de 2024, o total cobrado de juros e encargos não poderia ser superior ao valor original da dívida. Isto significa na prática impor um teto de 100% para os juros e encargos

Enquanto o Congresso analisava o tema houve um debate bastante acalorado entre dois grupos interessados no tema. Os bancos tradicionais, contrários a fixação de qualquer teto para a taxa de juros, defenderam uma limitação no número de parcelas nas vendas realizadas com cartões sem cobrança de juros. Em contraposição, as associações de emissores de cartões não vinculados a conglomerados financeiros e varejistas alegaram que alterações nesta prática comercial provocariam contração significativa nas vendas do varejo.

Esta falta de consenso levou o CMN a antecipar a decisão sobre o teto para a última reunião do Conselho no ano de 2023. Prevaleceu, portanto, a decisão de que a partir de 3 de janeiro deste ano iria vigorar o teto de 100% proposto na norma. Nenhuma alteração foi imposta em relação às práticas de parcelamento. A regra trouxe, ainda, uma inovação importante. Fixou os procedimentos para as instituições oferecerem aos inadimplentes a possibilidade de portarem suas dívidas, com a condição de que a nova operação não poderá implicar em acréscimo no passivo do devedor.

Esta medida foi entendida pelo Governo como essencial ao sucesso do Desenrola Brasil, já que o endividamento via rotativo do cartão de crédito totalizava R\$ 77 bilhões em julho de 2023. Ressalte-se adicionalmente que a inadimplência do

Proliferação de cartões de crédito e o comprometimento da renda individual com cartões de crédito



cartão de crédito atingiu 8,2% em outubro e 54,9%, na modalidade rotativo, o maior nível já alcançado nessa categoria de endividamento.

Cabe lembrar que as emissões de cartões de crédito cresceram 98% entre 2019 e 2022. Com isso, já há mais de um cartão de crédito ativo por cidadão no país, São 208 milhões de cartões para uma população de 203 milhões em 2022. Essa expansão foi alavancada pelas restrições à circulação e o aumento do e-commerce com a pandemia de covid-19. Em consequência, agregou-se não só um maior número de usuários com cartões ativos (quase 90 milhões a mais) como também de emissores, em especial, as instituições insurgentes como Fintechs e Neobancos, que vêm capturando parte do *market share* do segmento de cartões.

Esses novos entrantes têm modelos de negócios predominantemente digital, ou seja, o atendimento é realizado por robôs, na maior parte das vezes, sem a existência de lojas físicas. Algoritmos identificam preferências, personalizam a oferta de produtos e serviços e fixam limites de crédito por cliente. Na base desta tecnologia está o chamado Big Data, ou seja, o processo de

armazenamento e análise de bancos de dados volumosos, utilizando-se inclusive, mas não somente, a Inteligência Artificial. A adoção destas tecnologias está por trás das estratégias de negócios que oferecem serviços sem tarifa, visando expandir suas bases de clientes, na expectativa de rentabilizar suas operações através da oferta de produtos financeiros próprios ou de terceiros, tais como gestão de carteira, seguros etc.

Em termos regulatórios, estas firmas operam por meio de licença bancária ou através de um conglomerado que inclua instituições não bancárias e emule os serviços de bancos, do que são exemplos as sociedades de crédito e as instituições de pagamento. Segundo dados do Banco Central do Brasil, esses insurgentes foram responsáveis por incorporar ao mercado de cartões 27,9 milhões de usuários entre junho de 2019 e junho de 2022.

As estatísticas revelam também o crescimento do número de usuários que utilizavam cartões de mais de uma instituição, ampliando seus limites de gastos, o que tem provocado uma elevação do saldo devedor consolidado e nos níveis de endividamento. Assim, não apenas as taxas de juros neste segmento são as mais elevadas no mix de

Modelo de Arranjo Aberto de Pagamentos com Cartões de Crédito



operações de crédito disponíveis para as famílias, como a oferta descontrolada de cartões também ajuda a explicar o aumento do comprometimento da renda individual com as despesas relacionadas a esta modalidade.

Nesse sentido, os cartões de crédito, débito e pré-pago alcançaram R\$ 1,7 trilhão em valores transacionados e 19,8 bilhões de operações no primeiro semestre de 2023. Até o final do ano devem ter chegado a R\$ 3 trilhões e 40 bilhões em operações.

A operacionalidade do mercado de cartões, seja de débito ou crédito, exige a formatação de um Arranjo de Pagamentos, que é definido pelo Banco Central do Brasil como "o conjunto de regras e procedi-

mentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público. As regras do arranjo facilitam as transações financeiras que usam dinheiro eletrônico. É o que acontece quando o cliente usa uma bandeira de cartão de crédito numa compra, o que só é possível porque o vendedor aceita receber daquela bandeira." Trata-se aqui do Arranjo Aberto, ou seja, aquele em que qualquer estabelecimento está apto a aderir, ao contrário dos Arranjos Fechados, típicos dos cartões específicos de uma única rede de lojas.

Conforme o modelo acima, o Arranjo Aberto envolve três tipos de instituições com papéis, responsabilidades e remunerações distintas: a Bandeira, o Emissor e o Credenciador (Adquirente). De

forma complementar, incorpora o Estabelecimento, que aceita o uso de cartões, e o próprio cliente titular do cartão.

A Bandeira fornece a infraestrutura básica para que o processo do cartão de crédito exista e que seja aceito no maior número de estabelecimentos aqui e fora do país, organizando e viabilizando todo processo de execução do próprio cartão, em parceria com outros elos da cadeia. Dentre as bandeiras mais conhecidas estão Visa e Mastercard.

Os Emissores fornecem o cartão e o limite de crédito para seu detentor, de acordo com análise do perfil do consumidor. São eles que assumem o risco de inadimplência dos titulares e de fraudes no sistema. Os principais emissores são as instituições financeiras, Fintechs e Neobancos.

O elo restante do Arranjo são as Credenciadoras, que cadastram os estabelecimentos para usarem as máquinas de cartão como meio de pagamento, bem como liquidam as transações financeiras e gerenciam a rede de pontos de venda filiados às bandeiras. Destacam-se nesse segmento empresas como Rede, Cielo, Getnet (pertencentes a bancos), Stone e Pagseguro (independentes).

Os estabelecimentos são os financiadores do Arranjo, principalmente mediante o pagamento de uma taxa de desconto ou Merchant Discount Rate (MDR) sobre o valor das operações realizadas nas "maquininhas" de cartão ou por outra via que utilize o sistema de pagamentos montado pelo Arranjo. Em geral, além dessa taxa, há uma cobrança de aluguel dessas "maquininhas" disponibilizadas nos pontos de venda do estabelecimento, que é recebido pelas Credenciadoras (Adquirentes).

Esse valor é recolhido pelos Credenciadores e decomposto em três partes não igualitárias em função dos riscos assumidos por cada instituição

participante do Arranjo. A maior fração diz respeito a Taxa de Intercâmbio, parcela da MDR que vai para os Emissores dos cartões que dão o crédito e assumem os riscos de não pagamento do cliente. Outra parcela é a Tarifa cobrada pela Bandeira pelo uso da marca e da infraestrutura disponibilizada ao Arranjo. O restante desses valores fica com os Credenciadores/Adquirentes.

É esta decomposição da estrutura de funcionamento dos Arranjos e as práticas tradicionais de parcelamento sem juros que, segundo a Febraban, explicariam os elevadíssimos encargos financeiros e taxas de juros cobradas pelos bancos nas operações de crédito rotativo e no parcelamento de saldo devedor das faturas de cartões de crédito. A entidade, que representa os grandes bancos, argumenta que são esses agentes que estabelecem os limites de crédito e que assumem o passivo do cliente em caso de inadimplência.

Nesse sentido, como cabe a eles a maior parte do risco nestas operações, seria de se esperar que fossem mais cuidadosos na emissão de cartões, sobretudo para as famílias que apresentavam evidentes indícios de fragilidade financeira. Entre 2019 e 2022, o número de cartões de crédito ativos praticamente dobrou. Cumpre lembrar que, se de fato correm o risco de crédito dos detentores de cartões, também são deles os recursos vindos da cobrança de anuidades, dos juros e encargos sob o instrumento do rotativo ou do parcelamento da dívida sobre o saldo do cartão em atraso.

Considerações finais

A questão do endividamento das famílias foi um dos temas que mais movimentou o debate nas eleições presidenciais de 2022. A preocupação com esta questão, manifestada pela maior parte dos candidatos, está associada ao fato de que o aumento da fragilidade financeira das unidades familiares nos últimos anos se transformou

em um problema social bastante grave, como se pode constatar no artigo "Fragilidade financeira das famílias e o Programa Desenrola Brasil" desta **Retrospectiva 2023**.

Assim, a adoção de medidas destinadas a lidar com este problema havia se tornado um dos principais compromissos do presidente Lula com seus eleitores. Dessa forma, o novo Governo procurou atuar em duas linhas de ações visando seu enfrentamento. Em primeiro lugar, com iniciativas destinadas a aumentar a renda disponível de segmentos da população altamente endividados. Neste caso incluem-se medidas como o aumento real do salário-mínimo, a redução do prazo para a concessão dos benefícios do INSS, a diminuição dos juros sobre o consignado dos aposentados, o aumento do funcionalismo federal, entre outros

A outra linha de ação do Governo se materializou com a aprovação pelo Congresso do Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pesso-

as Física – Desenrola Brasil. A proposta de estabelecer um teto para o limite dos juros cobrados nas operações de crédito rotativo e no parcelamento do saldo devedor, incluída neste marco legal, acabou por explicitar, de um lado, o quão absurdamente altas eram as taxas praticadas nestas modalidades de crédito, acessadas em sua grande maioria, por famílias com dificuldades financeiras crônicas. O debate acalorado entre os participantes dos Arranjos de Pagamentos trouxe à mesa evidências de que faltou cuidado dos Emitentes na análise de risco de seus clientes e fixar limites de crédito seguros.

Por fim, cabe lembrar que, embora a limitação dos juros praticados represente um avanço, o patamar autorizado ainda é muito elevado, mesmo considerando-se os altíssimos níveis de inadimplência dessas linhas e tendo em vista os custos de captação das instituições financeiras que tendem a se reduzir na medida em que se confirme a expectativa de queda da taxa Selic.



O Novo Mapa das Fintechs no Brasil

Por Gabriel Porto, Lara Bonatti, Francisco Diogo Albuquerque e Leonardo Ferreira

O Observatório do Sistema Financeiro lançou recentemente a Base de Dados sobre Fintechs no Brasil, disponível na **página do Grupo de Pesquisa na internet**. A metodologia adotada e resultados preliminares obtidos pela análise das informações resultantes foram publicados paralelamente, na forma de um Texto para Discussão do IE-UFRJ.

FinTech é acrônimo em inglês para tecnologia financeira; e as empresas que oferecem soluções desse tipo são referidas como fintechs. Ambos os termos são relativamente novos, de modo que suas definições podem variar, mas seus empregos estão muitas vezes associados a entrantes no sistema financeiro, de pequeno e médio portes.

Existem diferentes levantamentos sobre essas entidades no país e no mundo, que variam em termos da abordagem e dos resultados alcançados. Nesse contexto, o objetivo de ambas as contribuições mais recentes é disponibilizar informações sistematizadas sobre as inovações financeiras no Brasil, que sejam oriundas de fontes públicas e, portanto, isentas de custos para pesquisadores, estudantes e quaisquer outros interessados no tema.

Esta nota apresenta as principais características da base de dados elaborada e resume as observações constantes no texto para discussão, com foco no primeiro semestre de 2023 (últimos dados disponíveis até o momento da publicação). Destarte, cabe mencionar que as informações

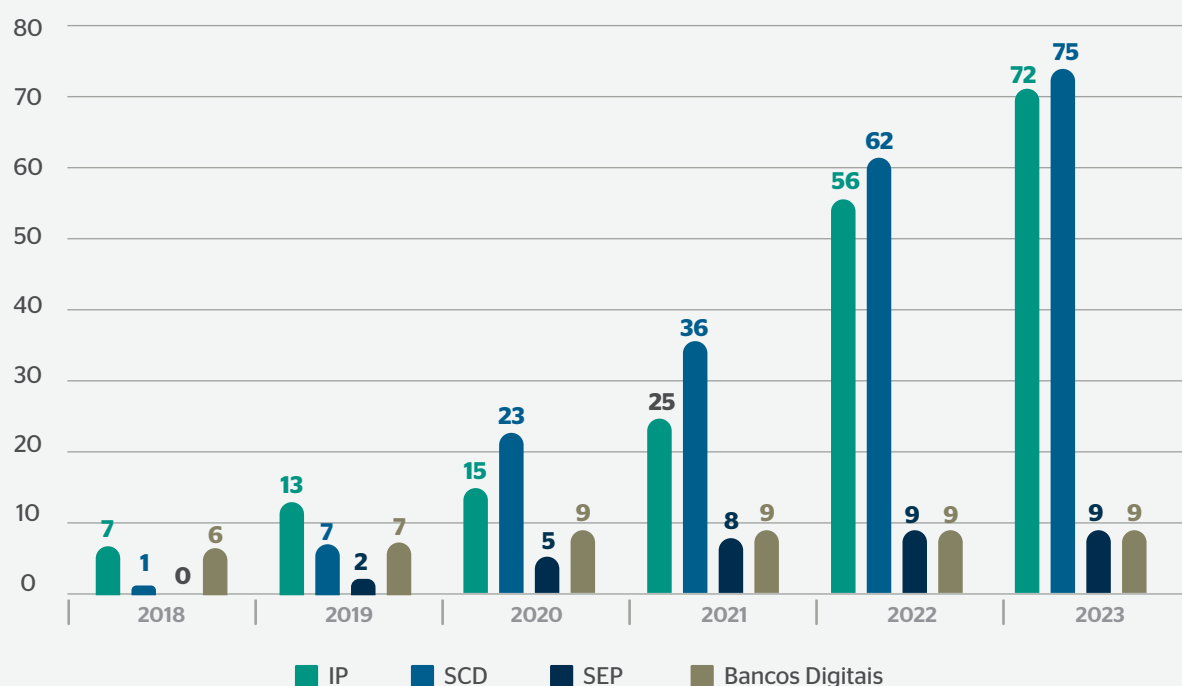
trabalhadas abrangem apenas o universo de instituições reguladas pelo Banco Central do Brasil, tendo sido coletadas por meio do IF.data, um dos repositórios de dados mantidos pela autarquia e que pode ser livremente acessado pelo público.

Iniciativas futuras poderão complementar o quadro com exemplos de inovações encontradas nos perímetros de atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Superintendência de Seguros Privados (Susep) e da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) – ou mesmo fora dos limites da supervisão estatal. Entretanto, considerar somente as instituições que atuam com empréstimos, financiamentos e pagamentos foi uma escolha feita para concretizar passos iniciais, com o intuito de estimular novos estudos sobre inovações financeiras no país.

Foram quatro os tipos de entidades mapeadas, determinados principalmente com base nas autorizações conferidas a elas pelo Banco Central. Primeiro, as Instituições de Pagamento (IP) são pessoas jurídicas autorizadas pela autarquia de 2013 em diante para viabilizar serviços de compra, venda e movimentação de recursos, mas que não podem conceder empréstimos ou financiamentos (alternativamente, podem controlar ou ser controladas por instituições autorizadas a realizarem essas últimas atividades).

Segundo, as Sociedades de Crédito Direto (SCD) são instituições autorizadas pelo Banco Central de 2018 em diante para realizar operações de

GRÁFICO 1 Número de Entidades
(conglomerados prudenciais e instituições independentes, categorias selecionadas)



OBSERVAÇÃO: Dados para 2023 referem-se apenas ao primeiro semestre do mesmo ano.

FONTE: Elaboração própria com base no IF.data do Banco Central do Brasil.

empréstimo, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica. Os recursos necessários para originação dessas operações vêm do capital social das próprias entidades, ainda que os créditos originados por elas sejam distribuídos depois para outras entidades.

Terceiro, as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP) são instituições autorizadas pelo Banco Central também de 2018 em diante para realizar empréstimos e financiamentos entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica. Essa modalidade de operações, também conhecida como *peer-to-peer lending*, encaminha diretamente os recursos dos credores para os devedores de modo a mitigar os riscos no balanço das sociedades em questão.

Quarto, os Bancos Digitais (BD) não contam com autorização específica no Brasil (nem na maioria das outras jurisdições investigadas). Com base em outras contribuições que se depararam com o mesmo desafio, os bancos digitais podem ser definidos como instituições autorizadas pelos respectivos reguladores para ofertar produtos e serviços bancários e que atuam preponderantemente, se não exclusivamente, por meio de canais digitais.

Essa definição é útil para fins teóricos, mas esbarra em limitações práticas, uma vez que as informações oficiais atualmente disponíveis ao público não permitem identificar quais entre as instituições autorizadas atuam preponderantemente por meio de canais digitais. A alternativa usada para mapear bancos digitais foi listar menções sobre entidades desse tipo em alguns dos principais levantamen-

tos feitos no país e retirar dessa lista qualquer instituição que: não tenha autorização pelo Banco Central para operar como banco; tenha sido enquadrada em alguma das definições anteriores; ou integre um dos doze maiores conglomerados financeiros do país (mais precisamente, foram retirados os conglomerados prudenciais dos segmentos S1 e S2, assim definidos para fins de supervisão bancária e detalhados mais abaixo).

O total de entidades mapeadas, medidas em termos de conglomerados prudenciais e instituições independentes, aumentou mais de dez vezes entre os anos de ponta da amostra: eram 14 em 2018 e se tornaram 164 em 2023. Como pode ser observado no Gráfico 1, tal crescimento ocorreu principalmente a partir de 2020, com uma enxurrada de novas Sociedades de Crédito Direto e de Instituições de Pagamento.

Não surpreende que a categoria com menor influxo de novos participantes tenha sido a dos bancos digitais, dado que está condicionada ao crivo mais restritivo que é a autorização do Banco Central para atuação como banco; mas a baixíssima adesão ao modelo de Sociedade de Empréstimo entre Pessoas não pode ser explicada da mesma forma. O que esse primeiro conjunto

de dados indica é que a criação de autorizações específicas, particularmente para Instituições de Pagamento e Sociedades de Crédito Direto, efetivamente viabilizou a entrada de novas entidades no perímetro regulatório do Banco Central.

Os ativos detidos pelas entidades mapeadas quadruplicaram entre os anos de ponta da amostra, em um movimento que mais uma vez se acelerou a partir de 2020 – ano em que foram introduzidas as medidas de distanciamento social por conta da pandemia de covid-19 e em que foi lançado o PIX (sistema de pagamentos instantâneos brasileiro). Essa expansão foi puxada principalmente pelo grande conjunto de Instituições de Pagamento e, em segundo lugar, pelo pequeno grupo de Bancos Digitais.

As captações realizadas pelas entidades consideradas refletem em grande medida o comportamento dos seus ativos, exceto por dois aspectos notáveis: essas obrigações cresceram mais de seis vezes entre os anos de ponta da amostra e foram puxadas principalmente pelos Bancos Digitais, com as Instituições de Pagamento dessa vez ocupando o segundo lugar. A constatação de que as captações cresceram proporcionalmente mais do que os ativos é compatível com a hipóte-

Tabela 1 Comparativo com os maiores conglomerados do país

	NÚMERO	ATIVOS (R\$ mil)	CAPTAÇÕES (R\$ mil)	LUCRO LÍQUIDO (% PL)
Segmento 1	6	9.107.860.092	6.888.785.823	3,8%
Segmento 2	6	1.401.315.190	598.977.933	3,0%
Entidades Mapeadas	165	624.964.386	319.203.213	3,1%
(%S1)	2750,0%	6,9%	4,6%	82,4%
(%S2)	2750,0%	44,6%	53,3%	104,2%

Data-base: junho de 2023.

Fonte: Elaboração própria com base no IF.data do Banco Central do Brasil.

se de que parte das entidades mapeadas adotou estratégias agressivas para expandir suas participações nos respectivos mercados.

Os lucros líquidos, mensurados como proporção dos patrimônios líquidos, trazem observações preocupantes quanto a sobrevivência de parte considerável das entidades que compõem esses novos segmentos. Apenas as Instituições de Pagamento e os Bancos Digitais registraram mais semestres com lucro do que prejuízo durante o período analisado – ainda que o consolidado dos Bancos Digitais tenha obtido resultados reiteradamente negativos desde a segunda metade de 2021.

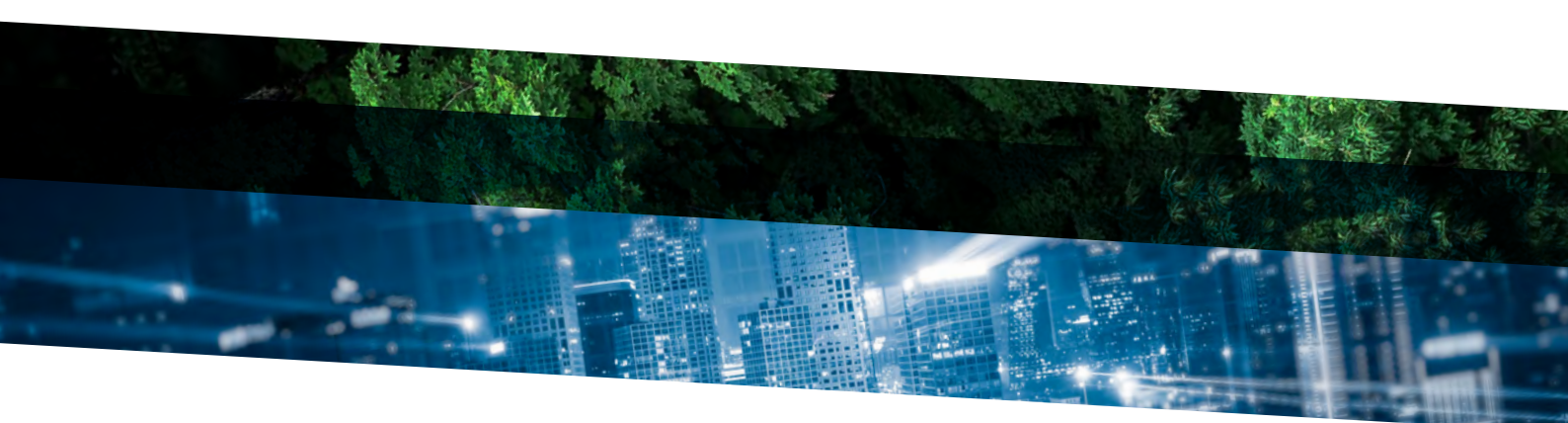
Ao fim, é possível comparar as métricas alcançadas pelas entidades mapeadas com os indicadores equivalentes para os principais grupos financeiros do país, entendidos aqui como representativos do núcleo do sistema financeiro. Os resultados aparecem na Tabela 1, com referência à data-base de junho de 2023.

Para referência, o Segmento 1 contempla atualmente os seis maiores conglomerados bancários do país (Banco do Brasil, Bradesco, BTG Pactual, Caixa Econômica Federal, Itaú e Santander) e o Segmento 2 abrange outros seis grandes (Banrisul, Banco

do Nordeste do Brasil, BNDES, Citibank, Safra e Votorantim). Foram 165 as entidades mapeadas no estudo em tela, entre Instituições de Pagamento, fintechs de crédito (termo que contempla ambas SCD e SEP) e Bancos Digitais, que correspondem a cerca de 27 vezes o número de conglomerados do S1 ou do S2.

Os ativos e as captações das entidades mapeadas têm controle difuso, mas se fosse possível tratá-los como representativos de uma única entidade, ela estaria à frente de um dos bancos do S1 (BTG Pactual). Um contrafactual desse tipo, apesar de demasiado simples, ajuda a ilustrar como as entidades mapeadas, quando consideradas em conjunto, representam mudanças relevantes na estrutura do Sistema Financeiro Nacional.

Leitoras e leitores interessados em conhecer mais sobre o trabalho são convidados a acessarem o Texto para Discussão e a Base de Dados sobre Fintechs no Brasil. Esta será atualizada quando novos dados forem publicados, com espaço para revisões e aprimoramentos da metodologia sempre que outros estudos, dentro ou fora do Observatório do Sistema Financeiro, apontarem caminhos promissores para avançar a linha de pesquisa.



Nubank enfim começou a dar lucro: será que chegou a hora dos neobancos?

Por Sergio Martín Páez

O Nubank surgiu como uma força disruptiva que tem desafiado as práticas estabelecidas num cenário liderado pelos conglomerados tradicionais como Itaú, Bradesco e os bancos estatais. Esta firma autorizada como instituição de pagamento pelo Banco Central do Brasil foi fundada só em 2013, mas já atingiu os 89,1 milhões de clientes em 2023. Sua internacionalização e seu crescimento exponencial o colocaram como o caso mais bem sucedido das fintechs. Não obstante, seus demonstrativos de resultado ainda não tinham mostrado saldo positivo até final de 2022. O balanço de 2023 será o primeiro em dar lucro. O que mudou? Como impacta no cenário concorrencial com os bancos tradicionais?

Na segunda seção deste artigo, mergulhamos na história do Nubank, explorando sua ascensão meteórica, desde o lançamento de cartões de crédito até a expansão internacional e sua posição no mercado financeiro em 2023. Na terceira, abordamos a dinâmica competitiva entre o Nubank e os gigantes bancários tradicionais: Itaú, Bradesco e Santander. A mudança nas fontes de receita, a ascensão da intermediação creditícia e os ajustes estratégicos dos incumbentes compõem o pano de fundo para compreender o impacto do Nubank no cenário financeiro.

Ao desbravar as nuances do Nubank e sua relação com os bancos tradicionais, buscamos não apenas narrar uma história, mas compreender as implicações mais profundas dessa revolução bancária. Esta análise exploratória visa lançar luz sobre como

as instituições financeiras digitais, lideradas pelo Nubank, estão remodelando o panorama financeiro brasileiro e desafiando as estruturas tradicionais.

10 anos de Nubank: o foco na experiência do cliente

A história do Nubank é notável dado que 10 anos depois de sua fundação no Brasil já opera em três países da América Latina e concorre com os grandes bancos centenários, alguns deles dentro da lista de bancos globais sistemicamente importantes da Financial Stability Board (FSB). Inicialmente centrada na emissão de cartões de crédito sem anuidades, a fintech avançou para desafiar diretamente o sistema bancário ao introduzir a NuConta em 2017. Com 89,1 milhões de clientes ativos em 2023, o Nubank oferece uma ampla gama de serviços, desde depósitos e cartões de crédito até empréstimos pessoais, seguros e investimentos, atendendo também 2 milhões de pequenas e médias empresas (PMEs).

A internacionalização da empresa, através da Nu Holding, consolidou sua posição como controladora das subsidiárias no Brasil, Colômbia e México. Os ativos do conglomerado cresceram exponencialmente entre 2018 e 2022, com uma taxa anual de 81%. A sustentação desse processo está dada pela captação fenomenal de depósitos, que cresceram a uma taxa anual de 124%, no período.

Contudo, o sucesso do Nubank não é apenas quantitativo. Estratégias centradas na experiência do cliente, um aplicativo bem avaliado e a oferta

de serviços com tarifas zero têm sido fundamentais. Diversas pesquisas nas redes sociais indicam que o Nubank tem adotado uma abordagem centrada no cliente, utilizando estratégias de marketing de conteúdo, marketing centrado no ser humano e marketing de engajamento de aplicativos móveis. No ranking do Banco Central do Brasil, a instituição já é o quarto conglomerado em termos de clientes, atrás da Caixa Econômica Federal, Bradesco, Itaú e superando o Banco do Brasil, e já fornece serviços para a metade da população de brasileiros adultos.

Ao longo desses anos, o banco digital experimentou uma expansão acelerada, mas também apresentou resultados negativos, o que colocou dúvidas sobre a viabilidade do fenômeno dos neobancos. Não obstante, os indicadores de rentabilidade (ROA e ROE) da Nu Holding desde 2018 tenham mostrado uma tendência de melhoria, apenas em 2023 fechariam com o primeiro saldo positivo. O crescimento acelerado do número de clientes, da taxa de atividade (+29% interanual) e do aumento na receita média por cliente ativo (de 7,9 a 10,0 USD) contribuíram para resultados positivos após uma década de história, refletindo em uma margem líquida de intermediação (NIM) que subiu de 11,1% para 18,8%. Além do aumento da receita, o custo de captação caiu e passou do 95% do CDI para 80%, o que acabou reforçando o efeito sobre a NIM.

Como destaca o relatório de resultados do próprio banco, o aumento de clientes foi acompanhado com o crescimento do limite creditício dos cartões de crédito. Esta flexibilização deu origem a uma mudança da composição das parcelas pendentes de pagamento e uma melhora no fluxo de caixa: aquelas parcelas atreladas com juros dobraram sua participação relativa e também em comparação com o resto do mercado (20% versus 10%). Com a taxa de inadimplência mantendo-se em patamares semelhantes ao mercado, a receita do Nubank tem potencial para crescer, superando os indicadores de lucro médios do setor.

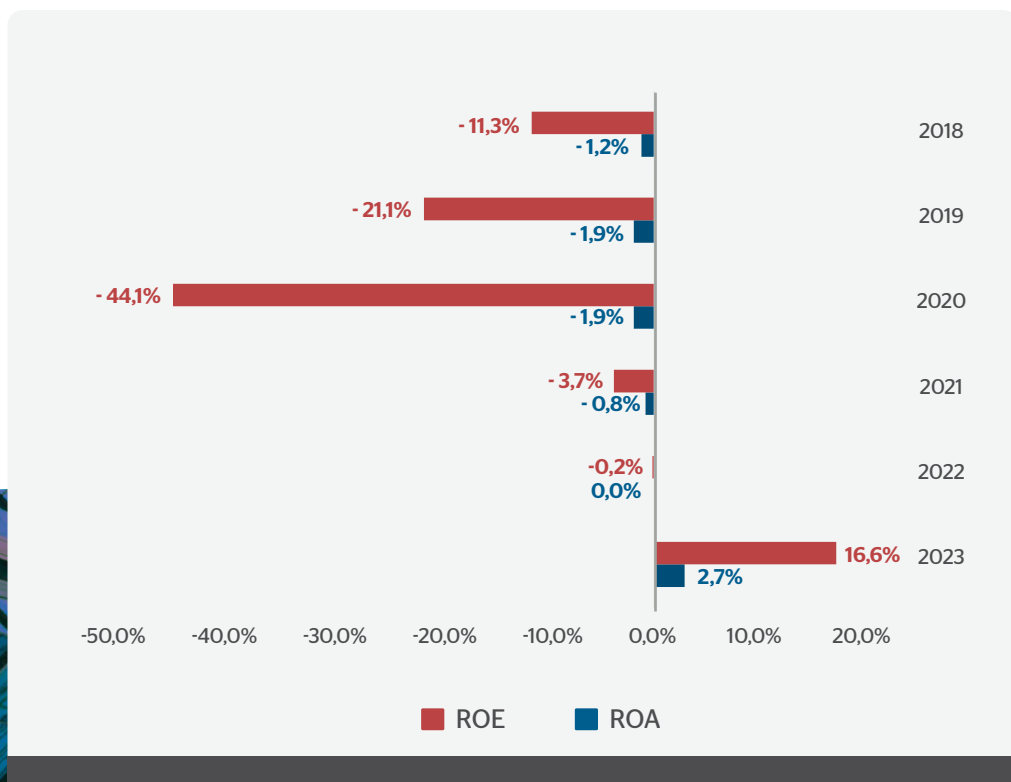
O que determina a taxa de inadimplência? Por um lado, as variáveis macroeconômicas que afetam a capacidade de pagamento dos devedores, particularmente crescimento econômico, níveis de emprego e salários. Por outro lado, a própria capacidade dos bancos para identificar aqueles potenciais clientes com menor risco de crédito e, portanto, maior resiliência macroeconômica. Com estas últimas informações, pode-se supor que o Nubank tem ganhado *market share* e auferido lucros no mercado de cartões de crédito.

A seção seguinte explorará a questão crucial: como o modelo de negócios do Nubank se compara aos bancos tradicionais? Essa análise proporcionará uma compreensão mais profunda do impacto do Nubank no cenário financeiro e se ainda representa uma ameaça significativa para outros segmentos do sistema bancário tradicional.

Confronto de modelos de negócio: Nubank versus os grandes bancos privados

O sistema bancário do Brasil é majoritariamente liderado por instituições privadas domésticas, com conglomerados como Itaú e Bradesco ocupando uma posição central, concentrando este segmento quase metade dos ativos bancários totais. Em segundo plano, os bancos privados sob controle estrangeiro, com destaque para o Santander de origem espanhola, representam 16% dos ativos totais. Esses grandes grupos privados, juntamente com os bancos públicos (Banco do Brasil e CEF), formam o núcleo do sistema financeiro brasileiro.

O surgimento do Nubank representa uma competição direta com o modelo de negócios dos grandes bancos privados. No Brasil e de modo geral na América Latina, as receitas do sistema bancário antes da pandemia eram provenientes principalmente de juros e operações de tesouraria. Na época, o Nubank mantinha resultados negativos, com suas principais fontes de renda



provenientes de tarifas e comissões (ver Gráfico 2). Essa origem não estava na cobrança pela abertura de contas ou outros serviços de seus clientes, mas era explicada principalmente pela tarifa de intercambio (*interchange fee*) acordada com Mastercard como parte de sua atividade como instituição de pagamento.

Se consideramos as rendas líquidas desagregadas por tipo de operação, os conglomerados privados concentram suas receitas na intermediação creditícia, o que explica mais do 50% na maioria dos casos. Em segundo plano, as tarifas e comissões mantêm uma participação relativamente constante de 25-30% das receitas líquidas, o que significa uma fonte não menos importante de lucros. Em terceiro lugar, os resultados das operações de tesouraria mostram uma participação oscilatória com resultados dispares: Itaú com lucros persistentes entre 10 e 30% das receitas operacionais líquidas, enquanto Bradesco e Santander tiveram perdas significativas em 2020 e 2021 por causa da depreciação do real. Por últi-

mo, Itaú e Bradesco mantem uma parcela menor de suas receitas com a difusão da previdência privada que explica entre 5 e 10% das receitas.

Na comparação com Nubank, um primeiro elemento que se destaca é o grau de diversificação das atividades dos conglomerados. Embora o processo de crescimento e expansão do neobanco tenha sido sumamente acelerado, a densidade dos serviços oferecidos ainda não é tão profunda como no caso dos grandes conglomerados privados. Nesta linha, a expansão rápida das receitas do Nubank está associada à intermediação creditícia mediante cartões de crédito, com as tarifas e comissões perdendo participação relativa. Em segundo lugar, os resultados de operações de tesouraria se consolidaram também como uma fonte relevante de lucros, explicando entre 20% e 30% nos últimos dois anos. Assim, a perda de *market share* por parte dos incumbentes, principalmente no segmento de pagamentos e nos clientes pessoas físicas, tem sido uma realidade ao longo dos últimos anos, acelerado com

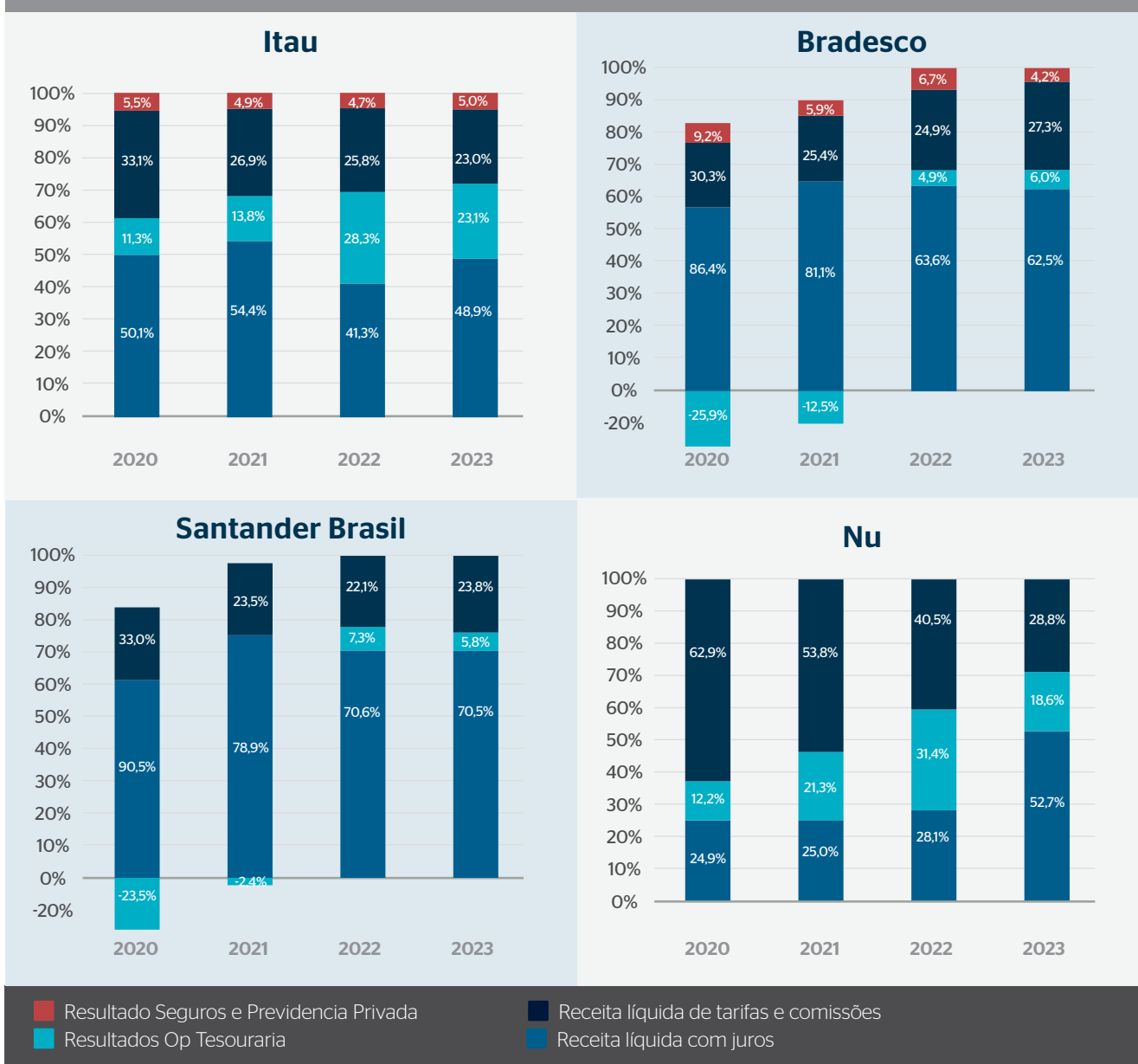
a demanda por digitalização em função do distanciamento social provocado pela pandemia de covid-19 e potencializado com a difusão massiva do meio de pagamentos PIX. Os resultados recentes do Nubank indicam que esse ganho de *market share* conseguiu se expandir na atividade creditícia e crescentemente entra também em novos segmentos associados à administração de riqueza.

A partir deste cenário, a corrida concorrencial tem três elementos inter-relacionados que merecem

destaque: (i) a resposta dos incumbentes que pode implicar uma gama ampla de estratégias, entre elas: (ii) a pressão por reformas regulatórias (que também podem ser de interesse das autoridades regulatórias) e (iii) a reorganização da forma de trabalho para diminuir custos operacionais.

A princípio, a expectativa era que a diversificada carteira de produtos e o *funding* mais barato (depósitos) daria aos bancos tradicionais uma vantagem competitiva. Sem dúvida, os resultados

GRÁFICO 2 Participação das rendas líquidas antes de impostos por tipo de operação (2020 - 3t 2023)



recentes vão na contramão das primeiras especulações sobre as dificuldades para rentabilizar o processo denominado de "bancaização dos pobres" (*"banking the poor"*). Nesta linha, é necessário avançar nas pesquisas sobre os impactos do Open Banking (o compartilhamento de dados dos usuários entre os bancos) na segmentação dos clientes e na concessão de créditos a partir da exploração da Big Data, dado que Nubank tem sido o maior receptor de informação desde seu lançamento. Em contraposição, é fato que a dinâmica de concessão de crédito requer elementos mais complexos do que a inteligência artificial por si só pode oferecer, consolidando uma vantagem para os bancos tradicionais.

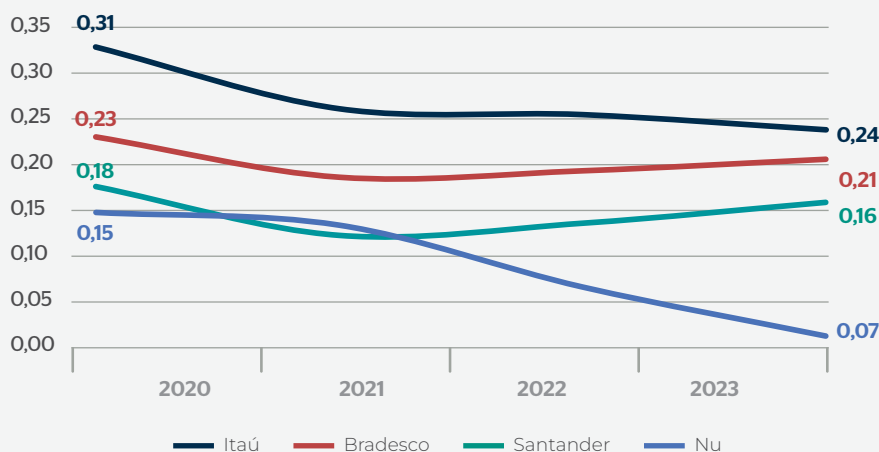
Sem dúvida, o Nubank atua de forma muito semelhante ao segmento de varejo de qualquer banco comercial. Não obstante, sua autorização como instituição de pagamento se apresenta como um potencial limitante para sua expansão disruptiva. Na medida em que as fintechs atingem volumes de operações mais significativos, o interesse político dos bancos tradicionais é também um avanço do aperto regulatório de forma a

nivelar o espaço concorrencial. Ainda que o Banco Central do Brasil tenha desenvolvido um conjunto de obrigações objetivas que são passíveis de supervisão, até aqui tem primado um clima de explorar as novas capacidades tecnológicas sem uma proibição explícita que anule a inovação.

Entretanto, o processo concorrencial levou os incumbentes a realizarem ajustes significativos em termos de estrutura: fechamento de agências e redução de quadros de funcionários. Os sindicatos vêm alertando que os grandes bancos privados reduziram seus quadros drasticamente nos últimos anos. Entre 2022 e 2023, o Bradesco diminuiu de 98 mil postos de trabalho para cerca de 89 mil, enquanto o Itaú reduziu de 100 mil para 89 mil. As transformações não são só quantitativas, mas também qualitativas em termos de relações trabalhistas. Nos bancos privados, 80% dos bancários não chegam a permanecer mais do que três anos no trabalho.

O setor bancário vem mostrando uma queda do emprego, saldo negativo de 5,3 mil vagas no período de outubro de 2022 a outubro de 2023. Não

GRÁFICO 3 Despesas de Pessoal sobre Rendas Operacionais Líquidas (2020 - 3t 2023)



Fonte: Elaboração própria com base nas Demonstrações Financeiras das firmas.

obstante, se observa também um aumento das vagas no setor financeiro não bancário, saldo positivo de 15,1 mil postos de trabalho. Neste sentido, os sindicatos têm alertado que a forma mais recente para reduzir as despesas de pessoal tem sido criar uma nova empresa, vinculada ao próprio banco, mas com um CNPJ novo. Logo, setores inteiros do banco são transferidos para esse CNPJ, passando os bancários, compulsoriamente, a serem trabalhadores terceirizados. Os banqueiros encontraram uma forma para atacar, ao mesmo tempo, o valor da força de trabalho e a organização sindical dos trabalhadores.

Ao longo de 2023, o Nubank também demitiu por volta de 350 funcionários (5% de sua folha), em pelo menos duas etapas, por motivos de reestruturação, supressão de tarefas e reorientação do modelo de negócio, mas também no marco de demissões massivas em *startups* no plano global. Isto traz um elemento que não será aprofundado neste texto, mas que é importante considerar para futuras pesquisas: os neobancos não se constituem como um espaço dinâmico de absorção de mão de obra, senão que operam como irrupção tecnológica que transforma radicalmente as relações trabalhistas do setor.

Considerando a participação das remunerações nas rendas operacionais líquidas dos bancos, os dados mostram o potencial competitivo de Nubank. A partir do crescimento acelerado das receitas nos últimos períodos, o custo da mão de obra cai fenomenalmente, passando de representar 0,15 por cada 1 de renda operacional líquida na pandemia até 0,07 nos três primeiros trimestres de 2023 (Gráfico 3). Esses valores representam entre um terço e a metade dos custos dos bancos tradicionais (0,24 no caso do Itaú e 0,21 para o Bradesco) e são também menores do Santander (0,16) que, por ser um banco global, provavelmente mantém parte de sua administração fora do Brasil. Como comentamos anteriormente, este indicador tem potencial de

“
Sem dúvida, o Nubank atua de forma muito semelhante ao segmento de varejo de qualquer banco comercial. Não obstante, sua autorização como instituição de pagamento se apresenta como um potencial limitante para sua expansão disruptiva.
”

continuar diminuindo a partir da tendência de crescimento das receitas na medida que a inadimplência mantenha os valores vigentes.

A consolidação destas tendências sem dúvida pode implicar estratégias mais agressivas por parte dos bancos tradicionais no processo concorrencial: maiores investimentos em tecnologia de dados, massivos fechamentos de agências e demissões de funcionários, pressões políticas para estabelecer marcos normativos mais favoráveis e, ainda, estratégias de fusões e aquisições com neobancos para limitar a concorrência.

Começa a era dos neobancos?

Ao refletirmos sobre a trajetória do Nubank fica evidente que este banco digital não é apenas um participante notável, mas uma força transformadora. A rápida expansão de seus serviços, desde cartões de crédito até investimentos e seguros, demonstra uma adaptabilidade notável e uma resposta ágil às demandas em constante evolução dos consumidores. A internacionalização, através do Nu Holding, destaca a ambição global da instituição, expandindo sua influência para além das fronteiras brasileiras.

A competição direta com os principais bancos privados, como Itaú, Bradesco e Santander, revela uma dinâmica complexa entre os modelos de negócios estabelecidos e as fintechs, no qual a inter-

mediação creditícia é o núcleo dos incumbentes tradicionais e se complementa com receitas estáveis por parte das tarifas e comissões. Neste sentido, as operações de tesouraria mostram um comportamento oscilatório produto da própria natureza da atividade. Esta corrida concorrencial destaca a adaptação estratégica tanto do Nubank quanto dos incumbentes tradicionais na disputa pelo *market share* dos diferentes segmentos do mercado.

O Nubank, impulsionado por uma expansão fenomenal de clientes e uma estratégia centrada na experiência do usuário, desafiou as expectativas de rentabilidade ao focar na intermediação financeira. A perda de *market share* pelos bancos tradicionais, especialmente no segmento de pagamentos e entre os clientes pessoa física, revela um impacto significativo da demanda por digitalização e a ascensão do PIX. A transformação tecnológica, por sua vez, gera também profun-

das mudanças no mundo do trabalho a partir da redução dos postos de trabalhos diretos nos bancos. Outras tendências são derivadas e complementares e devem ser estudadas com maior profundidade, em particular o aprofundamento da desigualdade salarial e de condições de trabalho a partir da terceirização.

Daqui em diante, o desafio para o Nubank é moldar o caminho de expansão futura. A tendência de aperto regulatório para as fintechs sugere desafios adicionais no horizonte. A concorrência intensificada, a necessidade de diversificação contínua e o equilíbrio entre inovação e conformidade regulatória destacam-se como potenciais limitantes imediatos. Em resumo, o Nubank emerge não apenas como um banco digital bem-sucedido, mas como um catalisador de mudanças no sistema financeiro brasileiro.



Autores

Os autores integram o grupo de pesquisa Observatório do Sistema Financeiro, atuando em cinco linhas de pesquisa: (i) fintechs, open banking e novas tecnologias; (ii) moedas digitais dos bancos centrais e evolução do sistema monetário-financeiro internacional; (iii) crise climática e sistema financeiro; (iv) fragilidade financeira e estabilidade do sistema financeiro brasileiro; e (v) financiamento de longo prazo no Brasil.

■ Caio Morgante

é mestrando do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ.

■ Dalton Boechat Filho

é bacharel em Ciências Econômicas pela UFF e tem MBA em Finanças pela Coppead/UFRJ.

■ Ernani Torres

é professor do Instituto de Economia da UFRJ, pesquisador do CEBRI e ex-Superintendente do BNDES.

■ Felipe de Castro Vieira

é doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ.

■ Flavia Moraes e Silva

é mestre em Economia pela UFF e foi analista na Gerência de Sustentabilidade e Economia da ABDE e Consultora Sênior do Polo de Finanças da Consultoria I Care Estratégia.

■ Francisco Diogo Albuquerque

é aluno de graduação do curso de Ciências Econômicas da UFRJ e foi pesquisador de iniciação científica do CNPq no projeto "Fintechs, Competição e Estabilidade Financeira no Brasil".

■ Gabriel Porto

é doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ.

■ Lara Bonatti

é aluna de graduação do curso de Ciências Econômicas da UFRJ e foi bolsista de iniciação científica do CNPq no projeto "Fintechs, Competição e Estabilidade Financeira no Brasil".

■ Leonardo Ferreira

é aluno de graduação do curso de Ciências Econômicas da UFRJ e foi bolsista de iniciação científica do CNPq no projeto "Fintechs, Competição e Estabilidade Financeira no Brasil".

■ Luiz Fernando de Paula

é professor do Instituto de Economia da UFRJ, bolsista de produtividade do CNPq e Cientista do Nosso Estado da Faperj.

■ Luiz Macahyba

é doutorando do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento da UFRJ.

■ Patrícia Menandro

é mestre em Economia pela UFRJ e sócia da AONDÊ Consultoria Econômica.

■ Paula Sarno

é pesquisadora de pós-doutorado do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFF.

■ Rudrá Balmant de Moura

é mestre em Economia pela UFRJ.

■ Sergio Páez

é pesquisador de pós-doutorado do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ e bolsista da Faperj.

Referências

Financiamento da transição verde avança, mas coordenação é desafio

- GRAMKOW, C. (2019). O Big Push Ambiental no Brasil: Investimentos coordenados para um estilo de desenvolvimento sustentável. Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) Brasil, Perspectivas nº 20, 2019.
- GRAMKOW, C.; AIDAR, G.; MORAES E SILVA, F. (2023). Financiando o Big Push: Caminhos para destravar a transição social e ecológica no Brasil. Friedrich-Ebert-Stiftung Brasil e Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). Edição Especial.
- Ministério da Fazenda (2023). Transformação Ecológica: Exemplos de ações em andamento. Governo Federal Brasil.
- Secretaria de Política Econômica (2023). Taxonomia Sustentável Brasileira: Plano de Ação. Governo Federal do Brasil, Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica.
- República Federativa do Brasil (2023). Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis. Comitê de Finanças Sustentáveis, Secretaria do Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda.
- Comitê de Finanças Sustentáveis (2023). Relatório pré-emissão com a alocação indicativa de recursos. Governo Federal do Brasil, Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional.
- Casa Civil (2023). Novo PAC. Governo Federal do Brasil, Presidência da República. Disponível em: <https://www.gov.br/casacivil/pt-br/novopac>. Acesso em: 13/01/2024
- Ministério da Fazenda (2023). Transformação Ecológica. Governo Federal do Brasil, Ministério da Fazenda. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/acesso-a-informacao/acoes-e-programas/transformacao-ecologica>. Acesso em: 13/01/2024.
- Tesouro Nacional (2023). Títulos Sustentáveis. Governo Federal do Brasil, Ministério da Fazenda. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis>. Acesso em: 13/01/2024.
- Câmara dos Deputados (2023). Câmara aprova projeto que regulamenta o mercado de carbono no Brasil. Câmara dos Deputados. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/1029046-camara-aprova-projeto-que-regulamenta-o-mercado-de-carbono-no-brasil-acompanhe/#:~:text=A%20C%C3%A2mara%20dos%20Deputados%20aprovou,mercado%20de%20venda%20de%20t%C3%ADtulos>. Acesso em: 13/01/2024.

As regras para a divulgação de informações sobre sustentabilidade de empresas e produtos de investimento: o que avançou em 2023?

- Disponível em "ISSB issues inaugural global sustainability disclosure standards", IFRS, 26/6/2023.
- Feedback Statement, IFRS Sustainability Disclosure Standards, Jun 2023 Feedback Statement.
- SEC 2022 The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors
- CSRD – Corporate Sustainable Reporting Directive foi desenvolvida em substituição ao regime de divulgação de informações não-financeiras por grandes empresas na UE (NFRD), e teve seu escopo ampliado.
- ESRS – European Sustainability Reporting Standards desenvolvidos pelo EFRAG – European Financial Reporting Advisory Group – www.efrag.org
- Supervisory Practices to Address Greenwashing – Final Report, IOSCO, December 2023
- Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management Final Report, IOSCO November 2021.
- Investment Company Names ou Fund Names Rule, SEC September 2023.
- SDR and Investment Fund labels, FCA, November 2023.
- SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation, EC, November 2019.

Perspectivas para o financiamento do setor de energia eólica

- ANBIMA (2023) Projetos e Emissões Incentivadas (Lei 12.431). Link: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/mercado-de-capitais/projetos-e-emissoes-incentivadas-lei-12-431-consolidado-historico.htm
- BNB (2023) FNE Proinfra. Link: <https://www.bnb.gov.br/fne-proinfra>
- BNDES (2023) Central de Downloads. Link: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads>
- EMPRESA DE PESQUISA ENERGÉTICA (2023) Balanço Energético Nacional 2023. Link: <https://www.epe.gov.br/pt/publicacoes-dados-abertos/publicacoes/balanco-energetico-nacional-ben>

■ FERRAZ, J. C.; RAMOS, L.; PLATTEK, B. (2022) Development finance innovations and conditioning factors: The case of the Brazilian Development Bank and sustainable industries. Brazilian Journal of Political Economy, v. 42, p. 977-997.

■ SISTEMA DE ESTIMATIVAS DE EMISSÕES E REMOÇÕES DE GASES DE EFEITO ESTUFA (2023) Série histórica - Emissões Totais. Link: https://plataforma.seeg.eco.br/?highlight=br-net-emissions-by-sector&_gl=1*1ecwfup*_ga*MTM2MDYyNDIzMy4xNzA0MjkyNjQ0*_ga_XZWSWEJDWQ*MTcwNDg5MDYyOC4zLjAuMTcwNDg5MDYyOC4wLjAuMA

■ TOBIAS, E. (2023) Panorama do financiamento de projetos eólicos em 2023. Link: <https://editorabrasilenergia.com.br/panorama-do-financiamento-de-projetos-eolicos-em-2023>

Perspectivas de redução da fragilidade financeira das famílias e o Programa Desenrola Brasil

■ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Endividamento de Risco no Brasil – Atualização: impacto no Sistema Financeiro Nacional e qualificação dos indicadores, Série Cidadania Financeira - Estudos sobre Educação, Proteção e Inclusão. Nov. 2023.

■ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira, volume 22, nº 2. Nov. 2023.

■ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira, volume 20, nº 2. Out. 2021.

■ BANCO CENTRAL DO BRASIL. SCR.data – Painel de Operações de Crédito. Metodologia. [s.d.]. Disponível em (acessado em 30/12/2023): https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/scr/scr.data/scr_data_metodologia.pdf

■ BRASIL. Lei Nº 14,181, de 1º de julho de 2021. Altera a Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor), e a Lei nº 10.741, de 1º de outubro de 2003 (Estatuto do Idoso), para aperfeiçoar a disciplina do crédito ao consumidor e dispor sobre a prevenção e o tratamento do superendividamento.

■ BRASIL, Medida Provisória nº 1176, de 5 de junho de 2023. Institui o Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes - Desenrola Brasil e altera a Lei nº 12.087, de 11 de novembro de 2009.

■ BRASIL, Medida Provisória nº 1199, de 11 de dezembro de 2023. Altera a Lei nº 14.690, de 3 de outubro de 2023, para prorrogar, até 31 de março de 2024, a Faixa 1 do Programa Nacional de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes - Desenrola Brasil.

- GOVERNO FEDERAL. Censo Nacional do Programa Desenrola Brasil, 2023, disponível em (acessado em 21/11/2024): <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/dezembro/censo-do-desenrola-revela-r-29-bilhoes-em-dividas-renegociadas-beneficiando-10-7-milhoes-de-brasileiros/6-12-2023-mf-censo-desenrola-2.pdf/view>
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Carta de Conjuntura, Número 61 - Nota de Conjuntura 19 – 4º trimestre de 2023.

O Novo Mapa das Fintechs no Brasil

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº 3.682. 2013.
BANCO CENTRAL DO BRASIL. "Fintechs de crédito e bancos digitais". In: Relatório de Economia Bancária 2019. 2020.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 80. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. IF.Data. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/>. Acesso em: 14/12/23. 2023a.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. "Perfil e evolução das entidades digitais no Sistema Financeiro Nacional". In: Relatório de Economia Bancária 2022. 2023b.
- BRASIL. Lei nº 12.865. 2013.
BRASIL. Lei nº 14.478. 2022.
- COMITÊ MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n. 4.656. 2018.
- COMITÊ MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 5.050. 2022.
- MARTINS, N.; SARNO, P.; BOECHAT FILHO, D.; MACAHYBA, L. (2021). "Taxa de lucro dos bancos no Brasil: uma análise dos seus componentes e de sua evolução no período 2015-2020". Texto para Discussão IE-UFRJ, n. 29, 2021.
- OBSERVATÓRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. Base de Dados sobre Fintechs no Brasil. Disponível em: <https://sites.google.com/view/osfufrj>. Acesso em: 8/1/24.

Nubank enfim começou a dar lucro: será que chegou a hora dos neobancos?

- Boechat, D., Macahyba, L. e Paez, M. (2022). "Bancos digitais: o futuro do sistema bancário latino-americano". Em Martins, N.M. et al (org.). Retrospectiva do Sistema Financeiro 2021. Rio de Janeiro: Observatório do Sistema Financeiro.
- Bradesco (2023a). Demonstrações Financeiras Consolidadas das Condensadas de acordo com as Normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) emitidas pelo "International Accounting Standard Board IASB" 2022. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/80f2e993-0a30-421a-9470-a4d5c8ad5e9f/65124c00-ac2f-fbe0-5eac-a3b26dd54246?origin=1>
- Bradesco (2023b). Demonstrações Financeiras Consolidadas das Condensadas de acordo com as Normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) emitidas pelo "International Accounting Standard Board IASB" 3T 2023. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/80f2e993-0a30-421a-9470-a4d5c8ad5e9f/858d90d4-2f4f-8f8a-f520-8b542d1f23b0?origin=1>
- DIEESE (2023). Saldo de Empregos no Setor Bancário Análise do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados. Pesquisa do Emprego Bancário Número 29 – Dezembro de 2023. Disponível em <https://contrafcut.com.br/wp-content/uploads/2023/12/peb-no-29-dezembro.pdf>
- FSB (2023). 2023 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs). Disponível em <https://www.fsb.org/2023/11/2023-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/>
- Itaú (2023a). Demonstrações contábeis completas em IFRS. 2022. Disponível em <https://www.itaubank.com.br/download-file/v2/d/42787847-4cf6-4461-94a5-40ed237dca33/d315d957-3a48-020f-d903-0e6fa193d582?origin=1>
- Itaú (2023b). Demonstrações Contábeis Completas em IFRS. 3T 2023. Disponível em <https://www.itaubank.com.br/download-file/v2/d/42787847-4cf6-4461-94a5-40ed237dca33/fbbfd771-11e0-c446-6cf1-8ebd4b675337?origin=1>
- Macahyba, L.; Boechat Filho, D.; Montani Martins, N.; Sarno, P. M (2021). Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira. Texto para Discussão IE/UFRJ, nº 033, 2021.
- Nubank (2023a). Demonstrações Financeiras Padronizadas 2022. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/59a081d2-0d63-4bb5-b786-4c07ae26bc74/c91683be-6528-a158-f9cc-9c363979bf09?origin=1>

- Nubank (2023b). Demonstrações Financeiras Condensadas Intermediárias Consolidadas Para os períodos de três e nove meses findos em 30 de setembro de 2023. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/59a081d2-0d63-4bb5-b786-4c07ae26bc74/fb79c0b7-2e6d-2e44-6f1e-604eba01fbd2?origin=1>

- Oglietti, G. C., & Páez, S. M. (2022). A mão visível do banqueiro invisível: renda e lucro extraordinário dos bancos latino-americanos. Editora CRV.

- Sabino Caldas (2023). Análise dos rituais de consumo na comunicação publicitária em redes sociais: estudo de caso do Nubank. Observatorio de la economía latinoamericana, 21(7):6295-6316. doi: <https://doi.org/10.55905/oelv21n7-025>

- Sanchotene (2023). A conversação dos usuários da marca Nubank no Twitter a partir da Hashtag #VEMPRONUBANKPADRE. Revista Paradoxos, 8(1):1-18. Doi: <https://doi.org/10.14393/par-v8n1-2023-68734>

- Santander Brasil (2023a). Demonstrações Financeiras Consolidadas Preparadas de Acordo com as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros- IFRS 31 de dezembro de 2022. Disponível em https://cms.santander.com.br/sites/WRI/documentos/url-dfs-ifrs-4T22/23-02-28_185641_dfs%20ifrs%204t22.pdf

- Santander Brasil (2023b). Demonstrações Financeiras Consolidadas Preparadas de Acordo com as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros- IFRS 3 Trimestre de 2023. Disponível em https://cms.santander.com.br/sites/WRI/documentos/url-IFRS-PT-3T23/23-10-25_093048_demonstra%C3%A7%C3%B5es%20financeiras%20ifrs%203t23.pdf

- Tolentino, M., & Cataldo, B. (2023). Resultados preliminares do Open Finance Brasil: uma análise descritiva do perfil de acesso ao ecossistema. REI - REVISTA ESTUDOS INSTITUCIONAIS, 9(2), 320–342. <https://doi.org/10.21783/rei.v9i2.765>



RETROSPECTIVA DO SISTEMA FINANCEIRO

ORGANIZAÇÃO E EDIÇÃO

Luiz Macahyba
Luiz Fernando de Paula
Ernani Torres

ARTE GRÁFICA

Camila Oliveira

NÚMERO: 4
DATA: FEV/2024

