



# FRONTEIRAS

Do banco ao mercado: o redesenho  
do Sistema de Crédito Brasileiro

Março 2026



## Introdução

O financiamento corporativo brasileiro enfrenta uma mudança estrutural. Nos últimos 10 anos, os bancos deixaram de ser a única opção e o mercado de capitais ganhou importância até, recentemente, se tornar mais relevante.

A expansão das Instituições Financeiras Não Bancárias (no inglês, NBFIs) trouxe implicações substanciais para o mercado de crédito, em especial, através de sua pulverização. O crescimento das debêntures, títulos securitizados e fundos de recebíveis têm diversificado cada vez mais o funding das empresas, ao mesmo tempo em que possibilita o acesso a nichos originalmente negligenciados pelos bancos.

Contudo, tão importante quanto compreender as oportunidades e vantagens comparativas dessa expansão, é entender os desafios que acompanham o movimento de descentralização do crédito.

No presente artigo, exploraremos as causas do surpreendente crescimento do mercado de capitais no Brasil, suas implicações para o crédito, e, por fim, os possíveis riscos sistêmicos inerentes de seu crescimento.

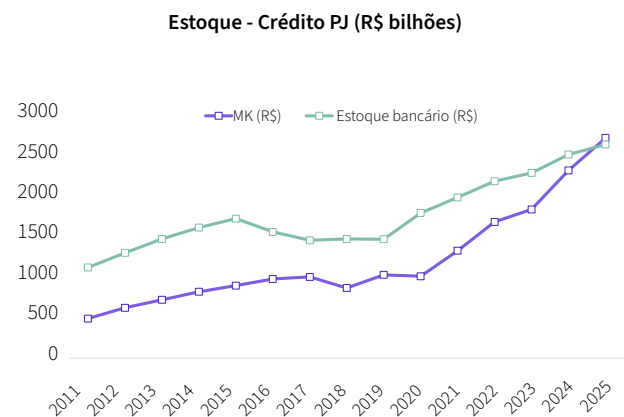
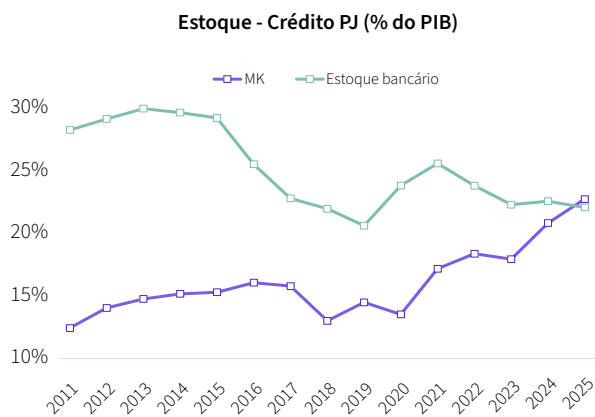


# Do banco ao mercado: o redesenho do Sistema de Crédito Brasileiro

Texto de José Alfaix

## O que explica o crescimento do mercado de capitais?

Pela primeira vez na história, observamos que o mercado de capitais nacional superou os bancos como principal fonte de crédito para as empresas<sup>1</sup>.



Fonte: Banco Central e Anbima. Elaborado pelo autor

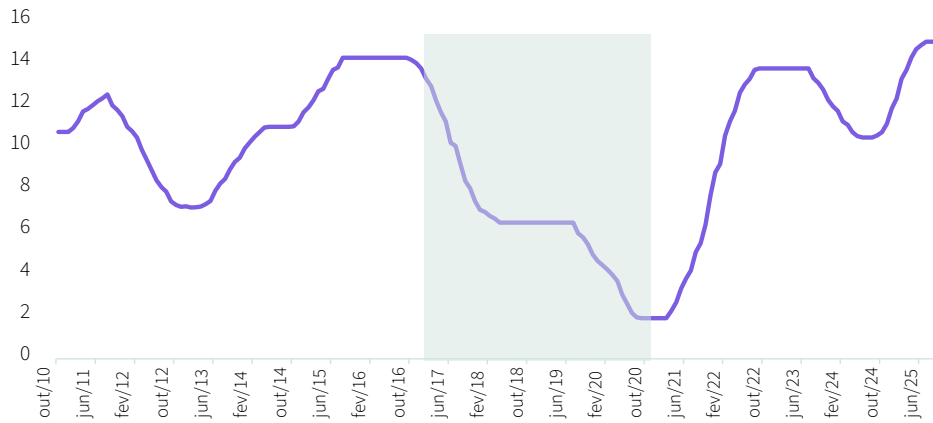
Há apenas dez anos, o mercado de capitais era 75% menor que o crédito bancário. Hoje, não só está à frente, como deve ampliar o protagonismo. O que aconteceu para que observássemos tamanha mudança em tão curto espaço de tempo?

É possível perceber, através dos gráficos acima, que houve um grande ponto de inflexão entre 2016 e 2020, período que compreende queda estrutural da taxa de juros. Evidentemente, a

recessão deixada pelo último mandato de Dilma explica parte da queda inicial da Selic em meados de 2016. Contudo, a agenda de reformas adotada pelo governo Temer e a adoção do Teto de gastos, foram responsáveis pela melhora no ambiente de negócios. A queda dos juros estendeu-se durante os primeiros anos do governo Bolsonaro, até atingir o patamar de 2% em 2020 com o início da pandemia e a necessidade de maiores estímulos monetários.

<sup>1</sup> Aqui consideramos o estoque de crédito bancário total, somando livres e direcionados. O estoque de crédito não bancário compreende debêntures, CRI/CRA, notas e FIDC.

Selic - acumulada no mês % a.a



Fonte: Banco Central. Elaborado pelo autor

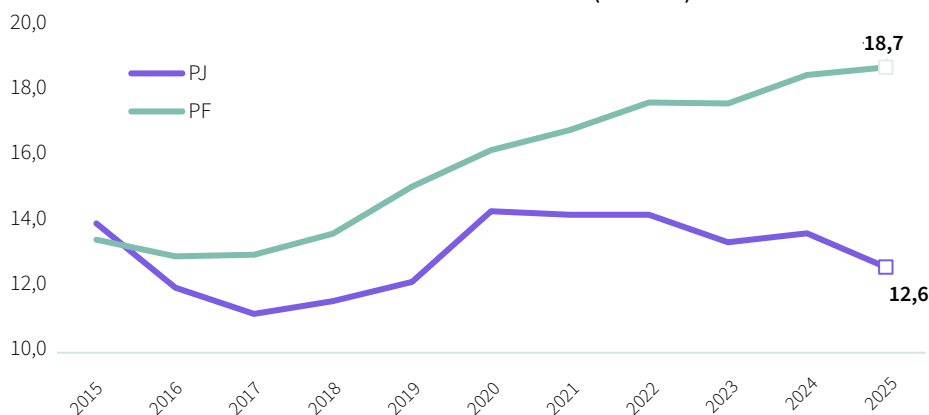
Com a Selic em 2%, o custo de oportunidade dos investidores mudou drasticamente. Investidores institucionais e pessoas físicas passaram a buscar maior rentabilidade no crédito privado, impulsionando a demanda por debêntures, securitizados e cotas de fundo de crédito. Acreditamos que esse movimento ganhou força, pois a despeito de a Selic ter subido rapidamente a partir de 2021, o mercado de capitais já estava estabelecido como alternativa.

O apetite por risco de crédito cresceu, e o investidor mostra disposição permanente a diversificar além dos títulos públicos tradicionais. Não à toa, o crédito via mercado de capitais segue crescendo, apesar da piora considerável das condições financeiras.

A diversificação do funding também foi responsável por reduzir o custo de capital médio, uma vez que fomenta maior competição entre as NBFIs. Com mais alternativas, empresas de grande porte conseguiram emitir dívidas a taxas frequentemente inferiores às cobradas em empréstimos bancários, especialmente em ambientes de juros mais baixos, como na janela de 2016-2020.

Vejam, por exemplo, que mesmo com a alta da Selic em 2024, as debêntures foram emitidas com spreads historicamente mais baixos e prazos mais longos. A concorrência crescente incentiva a especialização, resultando em financiamento mais barato. O protagonismo do mercado de capitais abriu espaço no balanço dos bancos para empresas menores e pessoas físicas.

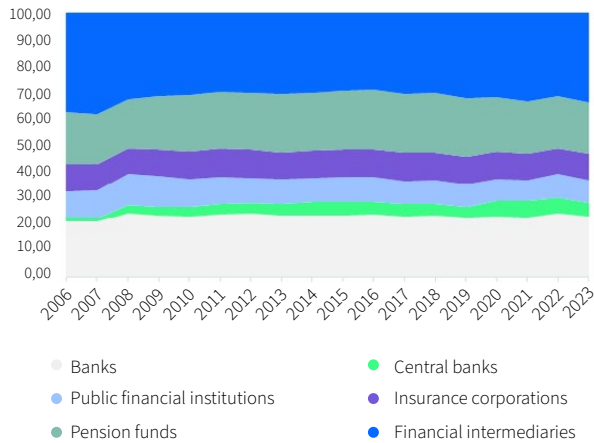
Crédito do SFN - Recursos livres (% do PIB)



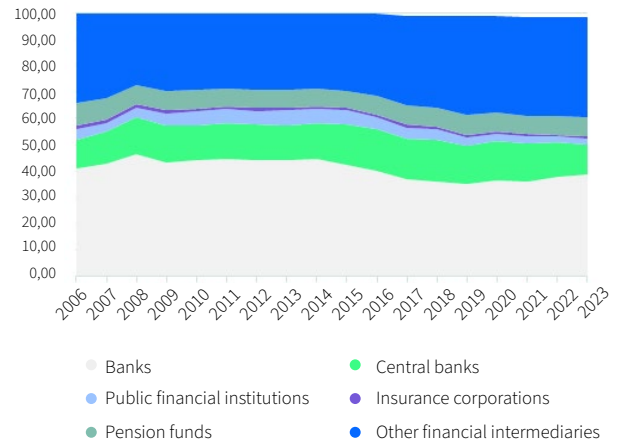
Fonte: Banco Central. Elaborado pelo autor

## Comparação internacional

Percentual do total de ativos nacional por jurisdição  
Estados Unidos



Percentual de ativos nacional por jurisdição  
Brasil



Fonte: Financial Stability Board. Elaborado pelo autor.

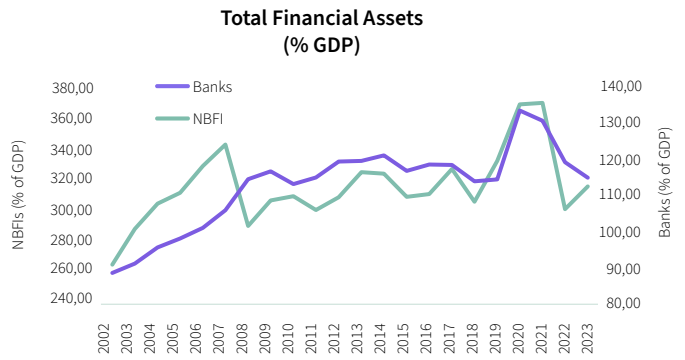
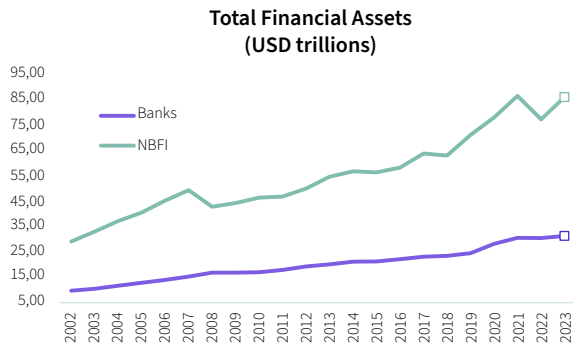
Evidentemente, a comparação com o mercado de capitais norte americano é injusta. Não só devido ao grau de amadurecimento deste, mas pela complexidade e maior integração de agentes não bancários. Porém, serve como base para a discussão de prognóstico de nossa estrutura financeira.

Um ponto interessante desse exercício: no Brasil, a participação dos ativos nacionais das instituições financeiras não bancárias saltou de 27,5% para 37,88% entre 2008 e 2023, enquanto a participação dos bancos cedeu de 47% para 39%. Houve uma transferência substancial na detenção de ativos nacionais, uma vez que as outras categorias permaneceram virtualmente constantes.

O contraste entre as duas figuras evidencia que, apesar do progresso citado, ainda temos uma estrutura financeira essencialmente concentrada nos bancos. Veja que, nos Estados

Unidos, os bancos concentram 23% dos ativos nacionais, enquanto no Brasil, esse número sobe para quase 40%. Ou seja, há enorme espaço de crescimento para outros agentes que não apenas as instituições intermediárias, uma vez que nosso processo de expansão financeira é relativamente recente.

Vale notar, por exemplo, que nos EUA, bancos não apenas foram superados pelas NBFIs em termos de detenção do total de ativos, como a distância entre eles tem crescido ao longo do tempo. Hoje, o total de ativos financeiros dos bancos representa 114% do PIB contra 314% das instituições financeiras não bancárias.

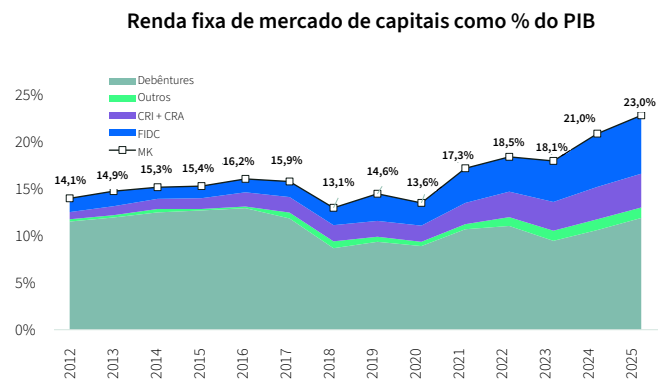
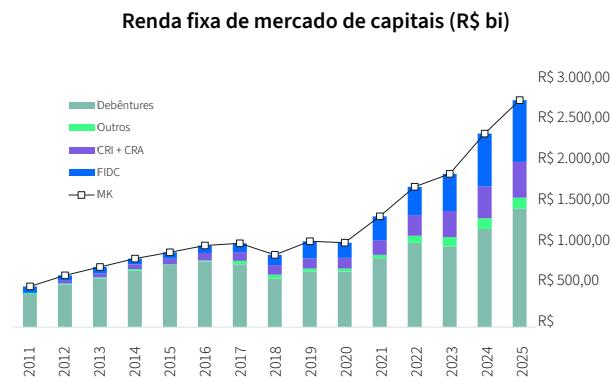


Fonte: Bank of International Settlements (BIS). Elaborado pelo autor.

## A estrutura do mercado de capitais

O crescimento do mercado de capitais se deu de forma bastante plural, apesar de ainda observarmos forte protagonismo das debêntures. Evidentemente, a alternativa

de funding mais popular e líquida dentre as apresentadas – tem fácil emissão e pode ser comprada pela maioria dos fundos. Inclui também as debentures incentivadas.

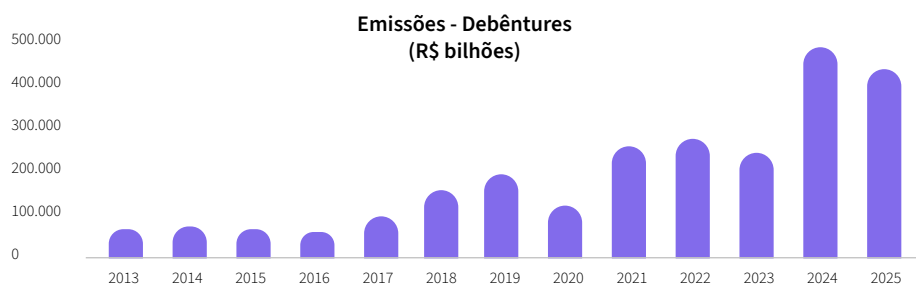


Fonte: Anbima e IBGE. Elaborado pelo autor

### 2.1 Debêntures – a influência da Lei 12.431/11

O estoque de debêntures equivalente a 11% do PIB, e 50% do saldo total de crédito não bancário. Mais surpreendente, no entanto, foi

o salto observado em suas emissões em 2024 e 2025, a despeito dos juros.



Fonte: Anbima. Elaborado pelo autor

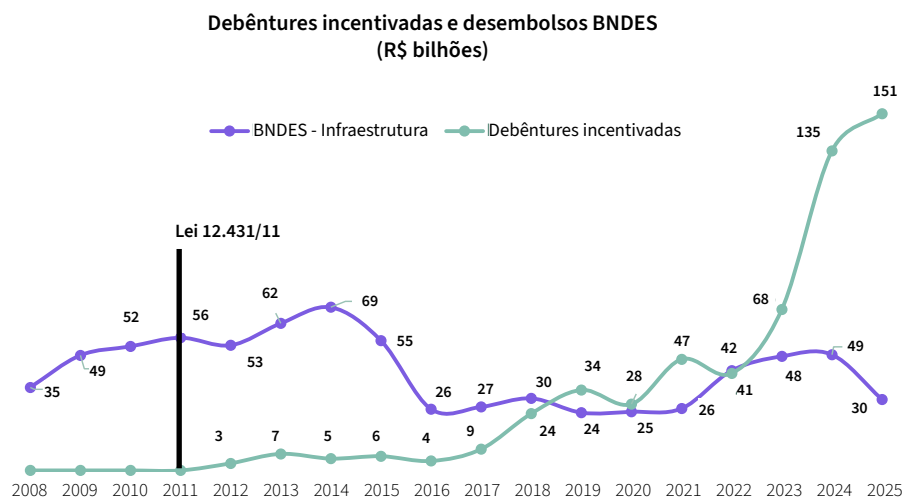
Com os juros em patamar significativamente elevado, observamos demanda estrutural por renda fixa diretamente e por meio de fundos de investimentos. O aumento de fluxo para o crédito privado jogou os spreads para níveis historicamente baixos, abrindo janela para volumes recordes, com as emissões totalizando quase R\$500 bilhões ao final do ano.

A Resolução CVM 160 eliminou restrições que historicamente limitavam a eficiência das ofertas públicas, e criou um arcabouço mais funcional para o mercado de dívida. Acabou o teto para o número de investidores que podem ser procurados em ofertas com esforços restritos, o que amplia o alcance comercial sem comprometer o regime simplificado. Também caiu a vedação à negociação imediata no mercado secundário, o que elimina o lock-up artificial que travava a liquidez dos papéis recém-emitados, especialmente notas comerciais. A revogação da regra que exigia um intervalo mínimo de quatro meses entre emissões sucessivas do mesmo emissor viabiliza reaberturas frequentes de séries, com ganhos de eficiência no custo de estruturação

e maior previsibilidade no fluxo de funding. Com isso, as empresas passam a ter maior autonomia para programar captações em janelas mais curtas, adaptando-se a condições de mercado sem depender de longos ciclos de originação.

Contudo, o protagonismo pertence às debêntures incentivadas, cuja emissão contabilizou por mais que o dobro de 2024. Essas debêntures, criadas pela Lei 12.431/11 são títulos de dívida de longo-prazo emitidos por empresas ou projetos de infraestrutura considerados prioritários pelo governo. Por desfrutarem de isenção tributária ao nível da pessoa física, e redução ao nível da pessoa jurídica, oferecem forte vantagem comparativa.

A introdução desse veículo marcou uma mudança paradigmática no financiamento de infraestrutura no país: tradicionalmente, projetos de longo-prazo em setores como transporte, saneamento e energia elétrica dependiam quase integralmente de crédito subsidiado via BNDES. Hoje, as emissões privadas ultrapassaram os desembolsos públicos na área de infraestrutura.



Fonte: Anbima e BNDES. Elaborado pelo autor.

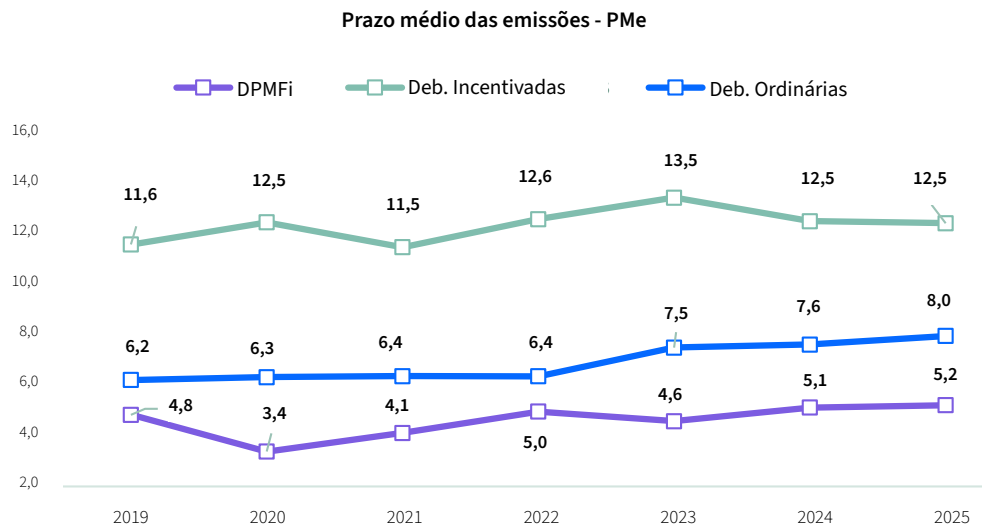
Na última década, empresas de praticamente todos os subsetores de infraestrutura utilizaram debêntures incentivadas, consolidando-as como opção padrão de funding setorial. Como consequência da ampliação do mercado de capitais, a infraestrutura nacional passou a contar com uma fonte de recursos sólida, diminuindo a pressão sobre o erário.

É comum que o debate ao redor das incentivadas se limite à competitividade que estas oferecem em relação aos títulos públicos. Evidentemente, devido à isenção, algumas empresas dos setores de infraestrutura conseguem captar a taxas brutas inferiores ao Tesouro, ao mesmo tempo em que oferecem rentabilidade líquida de impostos superior.

Contudo, há pontos bastante positivos isolados

do debate. Pode-se argumentar que houve ganho expressivo na alocação de capital, uma vez que recursos centralizados no mercado não correm o mesmo risco de desvirtuação que os recursos centralizados na mão de bancos públicos. Estes, via favorecimentos e campeões nacionais, por exemplo. Políticas notórias por sua ineficiência.

Segundo: o mercado brasileiro sempre enfrentou enormes dificuldades em alongar o prazo de suas dívidas. Nossa dívida mobiliária federal, por exemplo, tem prazo médio de 4 anos. Curta, para parâmetros internacionais. Pelas exigências da Lei 12.431/11, investidores passaram a aceitar prazos de 10-15 anos, ao passo que o prazo médio das incentivadas é 12,7 anos. Esse alongamento foi crucial para compatibilizar o perfil de financiamento com o retorno de projetos relacionados a infraestrutura.



Fonte: Anbima e Relatório Mensal da Dívida (TN). Elaborado pelo autor.

Vale explorar os custos que as incentivadas desempenham sobre a dívida pública, contudo, a relação não é de todo assimétrica. Como

demonstrado, há implicações bastante positivas não contempladas pelo debate.

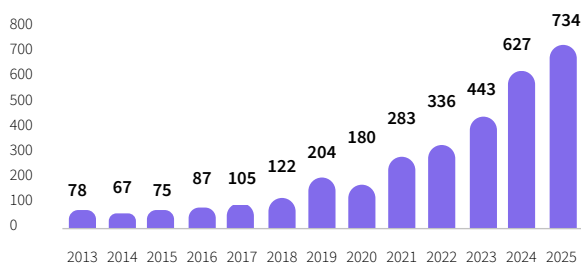
## A ascensão dos FIDCS

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) são parte fundamental do processo de desintermediação bancária. Esses fundos são muito flexíveis, podem comprar praticamente qualquer título ou cédula bancária. A maioria deles, que adquirem e securtizam recebíveis ou empréstimos, tiveram o maior crescimento absoluto no mercado de capitais. Hoje seu estoque supera R\$700 bilhões, e suas emissões romperam R\$52,3 bilhões de janeiro a agosto de 2025, R\$5 bilhões

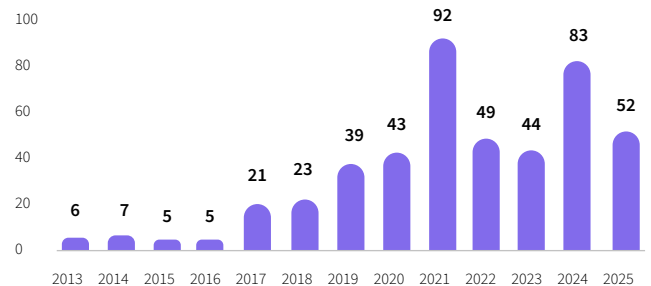
a mais que o mesmo período no ano passado.

A reforma do imposto “come-cotas” teve papel importante nesse crescimento. Fundos abertos pagam impostos com base na valorização da cota, ainda que não realizada. O que mantém a essência do adiantamento de IR. Enquanto isso FIDCs continuam pagando imposto somente no resgate ou na amortização da cota, o que os torna mais vantajosos sob a ótica de alocação de longo-prazo.

Fundos de investimento em Direitos Creditórios - FIDC (R\$ bilhões)



Emissões - FIDC (R\$ bilhões)



Fonte: Anbima. Elaborado pelo autor.

Uma das maiores vantagens comparativas dos FIDCs é a sua capacidade de originação pulverizada: pode reunir em um mesmo veículo milhares de pequenos recebíveis originados de forma distribuída.

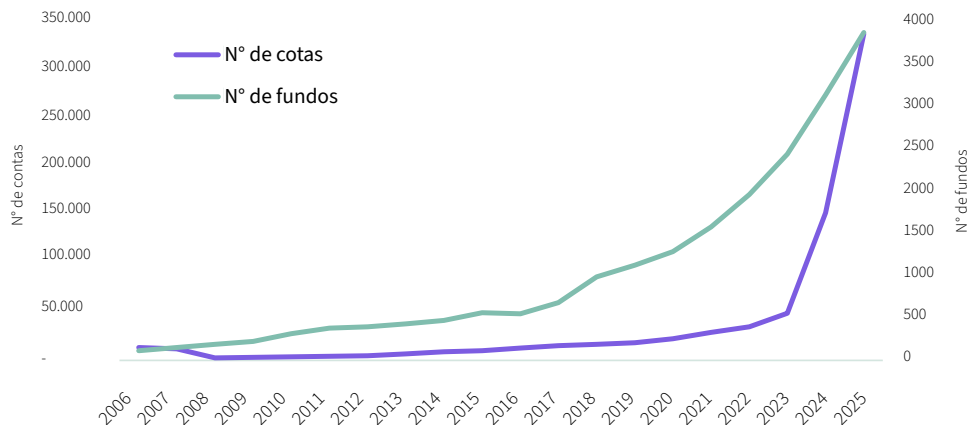
Ou seja, os FIDCs ampliam o leque de crédito a nichos usualmente pouco atendidos pelos bancos (como créditos judiciais, empréstimos estudantis, antecipação de recebíveis de empresas médias...). E, devido à sua flexibilidade de estruturação, criam tranches de cotas (sênior, mezzanino e subordinada) para distribuir riscos, estabelecer reforços de

crédito (subordinação de cotas) e definir prazos aderentes ao fluxo de caixa dos recebíveis.

Evidentemente, dadas essas características, o veículo tornou-se bastante popular entre os gestores de crédito privado. O contexto macroeconômico de sua ascensão também ajuda. Mediante a compressão nos spreads das debêntures, os investidores têm buscado maiores retornos, e mostrado aderência a ativos que dispõe de maior risco. É possível observar como o número de contas<sup>2</sup> tem salto exponencial a partir de 2022, saindo de menos de 50.000 contas para quase 270.000 em 2025.

<sup>2</sup> O número de contas não representa o número de CPFs. Cada cliente pode ter aplicações em mais de uma classe e/ou subclasse de investimento ou mais do que uma instituição.

Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDCS  
(nº de contas)



Fonte: Anbima. Elaborado pelo autor.

O grande diferencial do FIDC, no entanto, é o que se pode chamar de arbitragem regulatória. Sob a ótica de instituições financeiras independentes, como fintechs, gestoras de recursos, securitizadoras autônomas, a arbitragem se dá por dispensa de exigências bancárias, visto que não precisam cumprir os requisitos prudenciais de Basileia. O risco de crédito sai do balanço dos bancos, a despeito de continuar presente no sistema financeiro.

Essa dinâmica permite que agentes não

bancários originem, empacotem e distribuam crédito sem incorrer nos custos de capital regulatório típicos do sistema bancário, criando uma intermediação paralela mais leve em exigências, porém com alavancagem implícita. Para investidores, os FIDCs oferecem a possibilidade de acessar retornos ajustados ao risco mais atrativos, ancorados em estruturas de subordinação e diversificação. Para originadores, representam uma via de funding fora da intermediação bancária clássica, com flexibilidade regulatória.

## O shadow banking brasileiro como consequência da arbitragem regulatória

Assim como seus benefícios, os riscos de um mercado de crédito mais pulverizado devem ser devidamente endereçados. Evidentemente, o mercado de capitais se desenvolveu, mas não foi à custa da extinção dos bancos. Na realidade, as instituições bancárias se adaptaram muito à descentralização do crédito ao mudar parcialmente seu modelo de operação, antes inteiramente concentrado

em originar, carregar e gerir o crédito até o vencimento.

Com a redução da concentração bancária, as barreiras de entrada e assimetria de informação foram paulatinamente minadas, reduzindo o spread da intermediação de crédito. Ainda, a regulação bancária progressivamente mais rígida, e digitalização crescente propiciaram

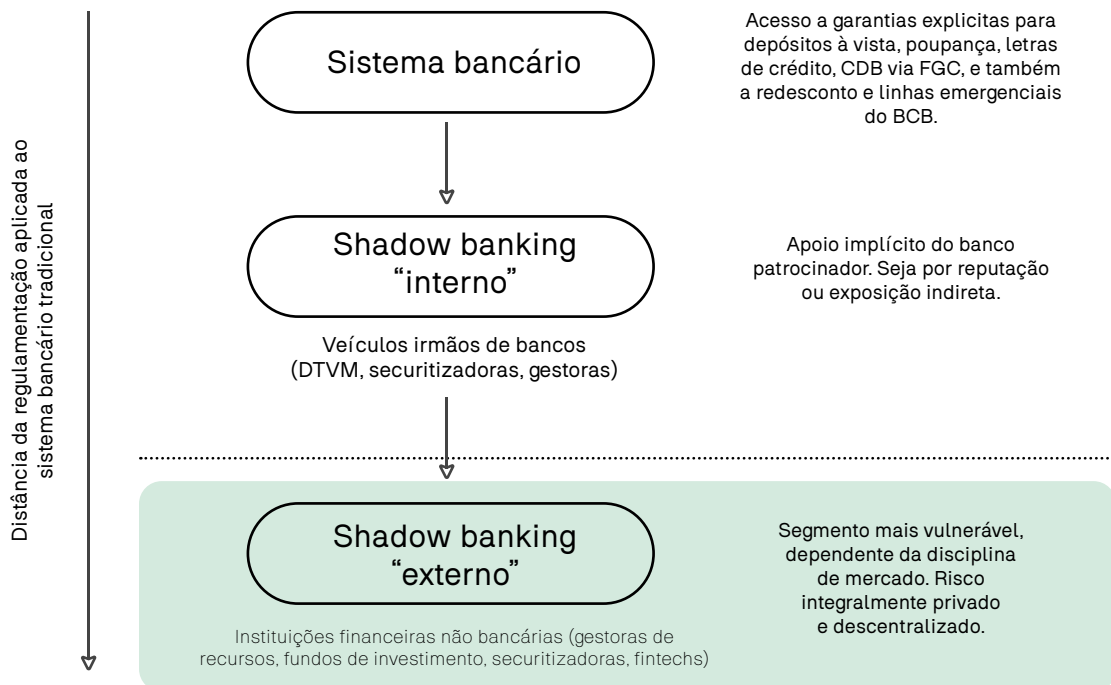
que bancos adotassem estratégia alternativa: **originar e distribuir, ao invés de apenas carregar**. Assim, poderiam expandir as receitas via taxas e comissões: por exemplo, ao realizar estruturas de FIDCs e CRIs/CRAs.

O crédito passou a ser “reempacotado”: como o banco “cede” seus ativos de crédito a um FIDC, ele não necessita mais do capital regulatório que havia alocado para cumprir as exigências prudenciais, e consegue liberar capital para novas operações, permitindo o uso do veículo para refinar carterias de crédito, aperfeiçoando seus balanços. Assim, conglomerados bancários frequentemente usam veículos irmãos (DTVMs, securitizadoras, gestoras) para descolar risco sem romper regras formais. Esse sistema é considerado

como shadow-banking **interno**: parte da cadeia sombra ocorre dentro da estrutura dos grandes bancos comerciais por meio de suas subsidiárias.

O shadow banking **externo**, por sua vez, é conduzido por instituições não bancárias independentes (NBFIs), fora dos conglomerados. Sem garantia explícita, e sem acesso a redesconto e linhas emergenciais do BCB.

Pela maior distância da regulamentação aplicada ao sistema bancário tradicional, os riscos oferecidos pela atual estrutura do shadow banking externo são mais preocupantes à integridade do sistema financeiro. Abaixo, podemos observar uma representação de sua dinâmica.



## Considerações finais

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é surpreendente. Temos crescentes alternativas de funding, todas progressivamente mais populares entre os investidores. Juntos, debêntures, FIDCs, CRIs/CRA's já protagonizam o financiamento de pessoas jurídicas.

Há uma combinação de fatores que possibilitaram essa ascensão: mudança no apetite de risco dos investidores no período de juros estruturalmente mais baixos (2016-2021), eliminação de restrições ao mercado de capitais (Resolução CVM 460), e leis que incentivam a transferência do funding ao setor privado, como a Lei 12.431/11, responsável pela popularidade das incentivadas.

O crescimento do crédito privado foi capaz de estender o acesso a funding para agentes originalmente pouco inclusos no mercado de capitais, especialmente através dos FIDCs. Hoje o crédito não é só mais dinâmico, como consideravelmente mais pulverizado, e graças à capacidade de reunir em um mesmo veículo milhares de pequenos recebíveis originados de forma distribuída.

Contudo, os riscos derivados dessa expansão das instituições não-bancárias financeiras (NBFIs) demandam atenção particular. A criação de um sistema de crédito paralelo ao bancário possui duas peculiaridades: distância dos padrões

severos de regulamentação impostos aos bancos -arbitragem regulatória-, e falta de acesso aos canais de garantia. Seja o direito ao redesconto e operações de resgate do BCB, ou a canais implícitos, como o FGC. Essa singularidade demanda atenção crescente da autoridade monetária, visto que choques sistêmicos, no sistema moderno, não estão inibidos pela estabilidade bancária. Hoje os perigos estão nas margens do sistema.



# Sobre a Rio Bravo

Somos uma gestora de investimentos independente focada em ativos reais com atuação em imóveis, crédito, ações e multiestratégia.

Fundada por Paulo Bilyk e Gustavo Franco, há 26 anos somos investidores fundamentalistas de longo prazo.

Gerimos R\$ 12,5 bilhões de recursos no Brasil para investidores de todos os tamanhos, individuais e institucionais, domésticos e internacionais.

**S&P Global**  
Ratings

Classificação  
'AMP-2' (Forte)

Data-base: dezembro/2025

## ESTRATÉGIAS

- Imobiliário
- Crédito
- Ações e multiestratégia

## SERVIÇOS

- Estruturação de crédito
- Serviços fiduciários
- Carteira administrada tokenizada

## SOLUÇÕES

- Soluções de investimentos para clientes institucionais

# Produtos e estratégia



## Imobiliário

R\$ 9,7 bi AuM

Somos pioneiros e uma das principais gestoras de investimentos imobiliários do Brasil. Atuamos desde a estruturação até a administração e a gestão ativa de FIs, temos especializações verticais e conhecemos com profundidade cada um dos setores em que atuamos no ativo real.

(L)	(Y)	RCRB11	Corporativo
(L)	(Y)	RBVA11	Varejo
(L)	(Y)	TRBL11	Logístico
(L)	(Y)	RBRS11	Residencial
(L)	(Y)	RBFM11	Multiestratégia
(L)	(Y)	SHPH11	Shopping Center



## Crédito

R\$ 1,2 bi AuM

Atuamos com fundos que investem em crédito imobiliário, corporativo, de infraestrutura e FIDCs selecionados pelo nosso time de análise e aprovados por um comitê com os nossos diretores. Atuamos em infraestrutura com integração de análise ESG no processo de investimento. Temos uma equipe dedicada à originação de oportunidades que nos permite estruturas únicas e eficientes.

(L)	(Y)	RBHG11	CRI High Grade
(L)	(Y)	RBHY11	CRI High Yield
(A)	(K)	CRÉDITO PRIVADO	Crédito Privado D1
(A)	(K)	CRÉDITO PRIVADO ESSENCIAL	Crédito Privado D30
(F)	(K)	INLIRA STEFANINI CONSÓRCIO	FIDC Consórcio
(F)	(Y)	HEDGE FUND	Hedge Fund
(A)	(K)	INFRA CDI INCENTIVADO	Incentivado Hedgado
(L)	(Y)	RBIF11	FI-Infra ESG



## Ações e Multiestratégia

R\$ 1,5 bi AuM

Atuamos em renda variável desde 2004 amparados em uma abordagem fundamentalista e de longo prazo, e nossa atuação em multiestratégia combina diferentes classes de ativos e táticas de alocação, buscando eficiência, resiliência e retorno ajustado ao risco. Essa atuação é conduzida por um time experiente e multidisciplinar, com governança robusta e processos formais que garantem controle, transparência e avaliação objetiva dos resultados.

(L)	(K)	QLBR11	ETF empresas de qualidade Brasil
(A)	(K)	RIO BRAVO RADIX	Ações <i>long only</i>
(A)	(K)	RIO BRAVO PROTEÇÃO	Proteção de capital
(A)	(K)	RIO BRAVO SOLUÇÃO	Soluções sob-medida
(A)	(K)	RIO BRAVO TEMPLETON CLIMATE ANGE	Ações climático

(L)	LISTADO
(A)	ABERTO
(F)	FECHADO
(Y)	RENDA
(K)	APRECIÇÃO DE CAPITAL

# RIO BRAVO

**Paulo Bilyk**

Chief Executive Officer  
Chief Investment Officer

**Gustavo Franco**

Senior Advisor

**Evandro Buccini**

Diretor de Crédito

**Anita Scal**

Diretora de Investimentos Imobiliários

**Vanessa Faleiros**

Chief Operating Officer  
Diretora Jurídico e Compliance

**Comercial**

[comercial@riobravo.com.br](mailto:comercial@riobravo.com.br)

**Vanessa Valente**

Gerente Comercial

**Maisa Oliveira**

Gerente Comercial

**Luiz Carpegiani**

Gerente Comercial

**Ligia Pereira**

Analista Comercial

**Relação com Investidor**

[ri@riobravo.com.br](mailto:ri@riobravo.com.br)

11 3509-6500

[riobravo.com.br/whatsapp](https://riobravo.com.br/whatsapp)

Isabela Perez

Suze Souto

**Ouvidoria**

0800 722 9910

[ouvidoria@riobravo.com.br](mailto:ouvidoria@riobravo.com.br)

**Avalie esse material**

[CLIQUE AQUI](#)



Recomendações ao investidor: Este material foi elaborado pela Rio Bravo Investimentos e tem caráter exclusivamente informativo, não constitui oferta, recomendação ou sugestão de investimento, nem deve ser interpretado como aconselhamento financeiro, jurídico ou tributário. As informações aqui contidas baseiam-se em premissas e dados considerados confiáveis na data de sua divulgação, contudo, a Rio Bravo Investimentos não garante sua exatidão ou completude, estando tais informações sujeitas a alterações sem aviso prévio. O conteúdo deste material não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Antes de investir, é essencial avaliar a adequação dos produtos ao seu perfil de risco e horizonte de investimento, bem como ler atentamente os respectivos documentos regulatórios dos produtos. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Os investimentos envolvem riscos e podem resultar em perdas significativas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC. A Rio Bravo Investimentos não se responsabiliza por quaisquer decisões tomadas tendo como base os dados neste documento. Para mais informações, entre em contato com o nosso SAC / Ouvidoria: 0800 722 9910 | [ouvidoria@riobravo.com.br](mailto:ouvidoria@riobravo.com.br).