



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

Rodolfo José Galvão Buscarini

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO
NO BRASIL

Campinas
2012

Rodolfo José Galvão Buscarini

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira.

Campinas
2012

À minha mãe, Célia,
e ao meu pai, Genésio,
com um carinho que só o amor poderia construir.

Agradecimentos

*“Ir deixando a pele em cada palco
E não olhar pra trás
E nem jamais
Jamais dizer
Adeus.”*

Trecho de “Na carreira”, de Chico Buarque e Edu Lobo

Considero este o momento mais difícil deste trabalho. Ingressar na UNICAMP foi a realização de um sonho e a consumação de todo um trabalho anterior, de muito esforço e dedicação. Percebi, ao chegar ao Instituto de Economia desta universidade, que não bastava alcançar o sonho: eu deveria vivê-lo. E, para vivê-lo da melhor forma, teria que ter muita responsabilidade com os estudos, comprometimento com os resultados e aproveitar cada oportunidade da maneira que ela deveria ser aproveitada. Considero que saio uma pessoa melhor que entrei, e tenho orgulho disso.

Se cheguei até aqui, pouco menos da metade de uma vida, foi porque muitas pessoas me ajudaram. Mais importante: acreditaram em mim. Vou agradecer a todos, pois a hora é esta. São muitos, pois aprendi que, como na música, “é impossível ser feliz sozinho”.

Começo agradecendo meus pais, Célia e Genésio, que nunca pouparam esforços em me proporcionar a melhor educação possível e sempre foram presentes em minha vida, como exemplo de conduta honesta e guias de meus valores, pelo apoio e amor. Aos meus irmãos, Camila e Pedro Henrique, pela paciência e carinho, pois devo reconhecer, conviver comigo e minhas manias e interesses, não é fácil. Ao restante da minha família (avós, tios, tias e primos), minha cordial saudação, pela atenção que sempre me dispensaram e pelas guloseimas incessantes nas visitas à Tatuí e São Paulo.

Amigos foram muitos, graças a Deus, e me deram forças nos momentos nos quais tudo parecia ceder. José Hugo e Rodrigo, um ano apenas que estudamos juntos no ensino e que bastou para uma amizade que ainda continuará por anos e anos, permeada por muito futebol e boas lembranças. Leandro e Cauê, do COTUCA onde saí com uma profissão e aprendi aquilo que não queria ser na minha vida, amigos que sempre me escutaram e com quem aprendo todas as vezes. A todo o pessoal do Contra, seja eles oriundos do COTUCA – Bruno (Noia), Ricardo, Pasti, Kbção, ou não – Igor, parceiro de *papers* e viagens, todo o meu obrigado pela companhia sempre oportuna e querida. E pelas conversas, quantas conversas, quantas ideias.

No IE/UNICAMP devo destacar e agradecer duas figuras que ingressaram comigo e que sou feliz por tê-las descoberto e convivido com elas. Lucas, pela sua casmurrice inteligente, honestidade ferina e companheiro nas peregrinações étlicas pelo Brasil afora. Vinícius (Farofa), um generoso e gentil rapaz, o vegetariano que hoje come carne, sempre se preocupando com o mundo. Mais que dois amigos, mais dois irmãos que tenho. Devo destacar a companhia alegre também do André Lauri, que aprendi a admirar, do Aislan, da Laura, do Marcos, do Diego, da Juliana Cervelati, da Juliana Zarpelon, do Zeino, do Guto e do Éric, que foram mais que colegas no tempo que passei nas bancadas da

biblioteca e das carteiras das salas de aula do IE, foram amigos mesmo. Dos funcionários do IE, Regina, Régis, Marcelo e Clayton (ah Clayton, se não fosse você não teria pegado uma boa parte dos livros que retirei no CEDOC para leitura), meu muito obrigado pela disponibilidade e bom humor.

Professores. Agradeço a todos os que tive até hoje. Aos maus professores, agradeço por terem me feito estudar em dobro para realmente aprender. Aos bons professores agradeço pelo amor que me passaram ao estudo de suas matérias. Devo destacar no IE o Alexandre Gori, o José Dari Krein, o David Dequech e o Cid Olival, pela qualidade das aulas e pelo “anima” que trespassavam aos alunos.

Fiz a graduação toda trabalhando. Trabalhar e estudar ao mesmo tempo não é fácil, por isso agradeço meus colegas de trabalho que tornaram meu fardo mais leve.

No GASTROCENTRO devo destacar a Maria Cristina, mais que uma professora e uma chefe, uma profissional a ser seguida, a Luciana, pela amizade, caráter, bondade e postura, uma verdadeira *lady* no meio do sargaço da vida burocrática unicampense, e a Rafaela, pelo bom humor e pela postura otimista, sempre disposta a sorrir e rir nos piores e melhores momentos.

No BNP Paribas encontrei uma equipe animada, inteligente e irrequieta. Lá percebi que não bastava dar o meu melhor, mas que tinha que dar o meu melhor da forma mais rápida e segura, pois seria constantemente questionado com relação a isto. Devo agradecer os chefes, excelentes profissionais, que tive, Valderez, Esther, André, pelo que aprendi com eles, à equipe de *middle office*, Fernanda, Jana, Rosana e Vanessa, que sempre me escutavam e me ajudaram muito a suportar a pressão diária, ao Luiz e ao Fabrício pelas risadas e paciência, às assistentes Luiza e Ana Cristina pela ajuda nos melhores (e piores momentos) e, por fim, para não fugir do *esprit de corps*, aos meus colegas estagiários, que tornavam o ambiente mais confortável e sempre procuravam ajudar uns aos outros, Fernanda Lages, Luisa, Paty, Giba, Carol, Vic, e, em especial, Rodrigo Testa e Amanda Pina, que não fugiam da raia e sempre me aturavam, seja falando sozinho ou fazendo “trocentas” coisas ao mesmo tempo.

Ah, eu não me esqueci de você não! Agradeço ao meu orientador, professor Giuliano Oliveira, pela paciência, postura, atenção e disposição, sempre disposto a compartilhar seus conhecimentos de forma educada e gentil. Mesmo quando eu sumia (e não foram poucas as vezes em que sumi) me recebia com um sorriso e me mandava trabalhar. Aprendi muito nesta monografia graças a você, professor!

Giovana. Sete letras que representam muitas coisas para mim. Coisas boas, minha amiga, parceira, namorada, escolhida. Uma pessoa com a qual eu sempre podia contar, que aprendi a amar e respeitar. Muito obrigado por você seguir na trilha comigo, sem esmorecer, assim como sua família, que sempre me apoiou.

Por fim, o agradecimento que não poderia faltar. Ao Cara que não permitiu que eu desistisse, quando a vontade era jogar tudo para o alto e sair correndo. Que me escutava e me acompanhava quando eu achava que falava e estava sozinho. Agradeço a Deus por todos os dons que recebi e por ter chegado até aqui. Como já disse Santo Inácio em sua bela oração, “Dai-me somente, o Vosso amor, Vossa graça/ Isso me basta, nada mais quero pedir.”. Obrigado, Senhor!

Assumindo todos os erros e enganos possíveis desta monografia, agradeço a todos pela atenção, muito obrigado!

"(...)

Foi então que aconteceu o inesperado: Talib, voz grossa e troante, triscou no assunto:

"Não sentes saudades do Líbano?"

Yaqub ficou pálido e demorou a responder. Não respondeu, perguntou:

"Que Líbano?"

Halim tomou mais um copo de café, franziu a testa, olhou sério para o filho. Zana mordeu os lábios,

*Rânia seguiu com os olhos, até encontrar o japiim-vermelho que piava num galho de seringueira,
perto de mim.*

"Por enquanto, só há um Líbano", respondeu Talib. "Quer dizer, há muitos, e aqui dentro cabe um".

Ele apontou para o coração."

Milton Hatoum, "Dois Irmãos"

*“Sete anos de pastor Jacó servia
Labão, pai de Raquel, serrana bela;
mas não servia ao pai, servia a ela,
e a ela só por prêmio pretendia.*

*Os dias, na esperança de um só dia,
passava, contentando-se com vê-la;
porém o pai, usando de cautela,
em lugar de Raquel lhe dava Lia.*

*Vendo o triste pastor que com enganos
lhe fora assim negada a sua pastora,
como se a não tivera merecida;*

*começa de servir outros sete anos,
dizendo: Mais servira, se não fora,
para tão longo amor tão curta a vida.”*

Luís Vaz de Camões

Campinas, 2012

BUSCARINI, Rodolfo José Galvão. **Financiamento de longo prazo no Brasil**. 2012. 105 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

RESUMO

Os desafios para o futuro da economia brasileira passam pela questão do financiamento dos investimentos. O objetivo deste trabalho é explicitar a importância de um sistema de financiamento de longo prazo consolidado e presente para o desenvolvimento econômico do Brasil, focando na análise da formação e atuação do sistema bancário e do mercado de capitais (ações e títulos) no país, de modo a analisar a predominância dos bancos públicos no crédito de longo prazo e a pouca profundidade do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-Chaves:

Financiamento de longo prazo, investimentos, bancos, mercado de capitais, ações, títulos, Brasil

ABSTRACT

The challenges for the future of the Brazilian economy go through the issue of investments financing. The proposal of this work is to explain the importance of a consolidated long-term financing system for Brazilian economic development, focusing on the analysis of the formation and performance of the banking system and capital market (stocks and bonds) in Brazil, in order to analyze the dominance of public banks in long-term credit and the shallowness of the Brazilian capital market.

Key words:

Long-term financing, investments, banks, capital markets, stocks, bonds, Brazil

Lista de Figuras

Figura 1– Circuito <i>finance</i> -investimento-poupança- <i>funding</i>	20
Figura 2 – Evolução da concentração bancária no Brasil desde 2002.....	46
Figura 3 – Exemplificação das formas de financiamento de uma empresa durante seu ciclo de vida	66

Lista de gráficos

Gráfico 1 – Participação do BNDES no total emprestado pelo SFN entre 2004 e 2011 (Em %) ...	37
Gráfico 2 – Distribuição das carteiras de crédito no Brasil em porcentagem do PIB entre 2007 e 2012.....	43
Gráfico 3 – Distribuição das carteiras de crédito no Brasil por segmentação de bancos entre 2007 e 2012	44
Gráfico 4 – Crédito direcionado e crédito livre de junho de 2003 a junho de 2012 (Em R\$ bilhões)	45
Gráfico 5 – Decomposição da participação dos bancos no crescimento do crédito de junho de 2007 a junho de 2012 (Em %)	47
Gráfico 6 – Evolução dos financiamentos por <i>project finance</i> entre 2006 e 2011	50
Gráfico 7 – Padrão de financiamento dos investimentos na indústria e na infraestrutura no Brasil (2004-2015)	52
Gráfico 8 – Evolução do desembolso do BNDES entre 2004 e 2012* (R\$ bilhões)	53
Gráfico 9 – Estrutura de capital do BNDES entre 2007 e 2011	54
Gráfico 10 – Evolução do número de companhias abertas no Brasil entre 2001 e 2012	61
Gráfico 11 – Níveis de governança na data da emissão de ações entre 2007 e outubro de 2012	68
Gráfico 12 – IPOs e Follow-ons em números – BM&FBovespa (2009-Outubro/2012)	70
Gráfico 13 – Garantias das debêntures emitidas no mercado brasileiro	72
Gráfico 14 – Destinação dos recursos das debêntures emitidas no mercado brasileiro	73
Gráfico 15 – Saldo dos títulos emitidos por empresas não financeiras em porcentagem do PIB entre 2007 e junho de 2012	74
Gráfico 16 – Saldo dos títulos de dívida privada de empresas não-financeiras no Brasil entre 2007 e junho de 2012	75
Gráfico 17 – Investimentos da indústria por setores e períodos - 2007-2010 e 2011-2015 (Em R\$ Bilhões)	78
Gráfico 18 – Comparação entre a captação pelos mercados de ações e títulos e os desembolsos do BNDES entre 2004 e outubro de 2012 (Em R\$ Bilhões)	80

Lista de Quadros

Quadro 1 – Quadro comparativo dos segmentos de listagem na BM&FBovespa	67
--	----

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Estrutura e Números do SFN entre 2002 e 2011	38
Tabela 2 – O Sistema bancário brasileiro em números	41
Tabela 3 – Concentração da carteira do BNDES por clientes entre 2007 e 2012 (Em %)	54
Tabela 4 – Carteira Bruta por vencimento - BNDES (Em %)	56
Tabela 5 – 10 Maiores Carteiras de Crédito no Mercado Bancário Brasileiro (2011-2012) – Em R\$ Bilhões	58
Tabela 7 - Volume de emissões primárias e secundárias dos principais valores mobiliários de 2003 a 2012 (Em R\$ Milhões)	63
Tabela 8 – Fluxo de investimentos estrangeiros no Brasil entre 2001 e junho de 2012	64
Tabela 9 – Valor e distribuição das carteiras (portfólio) dos investimentos estrangeiros no Brasil entre 2001 a junho de 2012	64
Tabela 10 – IPOs na BM&FBovespa entre 2004 e novembro de 2012	69

Lista de Siglas

ADR – American Depositary Receipts
ANP – Agência Nacional do Petróleo
BB – Banco do Brasil
BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
CDB – Certificado de Depósito Bancário
CDCA - Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio
CDES – Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social
CEF – Caixa Econômica Federal
CEMEC – Centro de Estudos de Mercados e Capitais
CMPC – Custo Médio Ponderado do Capital
CRA - Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários
CSA – Companhia Siderúrgica das Américas
EUA – Estados Unidos da América
FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador
FDIC – Fundos de Direitos Creditórios
FHC – Fernando Henrique Cardoso
IMF – *International Monetary Fund*
IPO – *Initial Public Offering*
NCE – Nota de Crédito à Exportação
PAC – Programa de Aceleração do Crescimento
Pasep – Programa de Formação do Patrimônio do Funcionário Público
PBM – Plano Brasil Maior
PIB – Produto Interno Bruto
PIS – Programa de Integração Social
PND – Programa Nacional de Desenvolvimento
SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFN – Sistema Financeiro Nacional
SPE – Sociedade de Propósito Específico
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo
UNCTAD - *United Nations Conference on Trade and Development*
WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

Sumário

Introdução	1
Capítulo 1 – Financiamento do Investimento	3
1.1. Da necessidade de investir – Uma visão keynesiana	3
1.2. Por que emprestar? – Sistema Financeiro em Ação	8
1.3. Da demanda por moeda ao circuito <i>finance</i>-investimento-poupança-<i>funding</i> ..	14
1.4. Estrutura de capital e a institucionalidade do processo de financiamento	21
Capítulo 2 - Financiamento de longo prazo no Brasil	29
2.1. A centralidade dos bancos públicos no financiamento de longo prazo no Brasil	29
2.2. Fontes de financiamento de longo prazo	40
2.2.1. Sistema bancário brasileiro atual	40
2.2.2. Mercado de capitais brasileiro	60
2.2.2.1. Mercado de ações	65
2. 3. Perspectivas e Futuros	76
Capítulo 3 – Conclusão	83
Referências Bibliográficas	85

Introdução

Tudo que envolve longo prazo envolve maior incerteza. A questão do financiamento de longo prazo no Brasil sempre foi alvo de interesse da sociedade, tanto por fatores momentâneos que tendem a ganhar maior corpo com o passar dos anos (Programa de Aceleração do Crescimento - PAC, Pré-sal), quanto pela descontinuidade de processos de investimento de longo prazo anteriores. Esta é uma questão de extrema importância, para o desenvolvimento da economia brasileira.

O maior obstáculo enfrentado no caso brasileiro é a ausência de um sistema de financiamento de longo prazo no Brasil que se sustente por si só, independentemente da ação dos bancos estatais. Dissociar financiamento de longo prazo de estratégia de desenvolvimento é muito difícil, ainda mais em um contexto de mercado de capitais em desenvolvimento, como é no caso brasileiro. Assim sendo, pensar no futuro é uma tarefa que exige empenho do governo como uma espécie de guia condutor das necessidades do mercado, quando não como principal incentivador financeiro e/ou mesmo executante direto.

Assim sendo, algo que chama a atenção é a onipresença do crédito público em todos os ciclos e a participação diminuta do mercado de capitais nestes ciclos. Com isto, a presente monografia se propõe a discutir a questão do financiamento de longo prazo no Brasil, explorando seus dois principais meios, que são o sistema bancário e o mercado de capitais através da análise de seus históricos e dados. Outro foco é entender porque setor público é fundamental para o processo de consolidação financeira das dívidas no Brasil, assim como o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro ainda é insipiente considerando as potencialidades que o país possui.

O primeiro capítulo aborda os conceitos teóricos sobre o investimento, com foco no financiamento de longo prazo, de modo a investigar as necessidades do empresário em investir e do sistema financeiro em emprestar, tendo especial atenção ao circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* e as possíveis institucionalidades do sistema financeiro.

O segundo capítulo busca estudar os mecanismos de financiamento de longo prazo no Brasil. Realizou-se uma retrospectiva histórica do sistema bancário, realçando a importância dos bancos públicos neste segmento, e do mercado de capitais nacional, buscando entender os motivos de sua baixa profundidade (em especial do mercado secundário). Por fim, o capítulo apresenta uma análise das condições através do Sistema Financeiro Nacional, com dados sobre crédito, investimento e fluxos

do mercado de capitais. Finalmente, discute-se as perspectivas do financiamento de longo prazo no Brasil, bem como sugestões para o mercado de capitais nacional ganhar profundidade e assumir seu lugar como fonte relevante para os investimentos no país.

No terceiro e último capítulo estão as presentes as conclusões do trabalho.

1. Financiamento do investimento

A problemática do financiamento de longo prazo é algo que atormenta economistas de todas as cepas de pensamento desde sempre. A efetiva necessidade do financiamento de longo prazo “(...) *está relacionada ao financiamento de investimentos que envolvem a compra de ativos de capital, com grandes indivisibilidades técnicas e largos prazos de maturação. Por isso, necessitam de uma provisão financeira prévia, que envolve enormes montantes improváveis de serem aglutinados pelo capitalista individual.*” (CORREA, 1995, pp. 5-6)

Este capítulo é dividido em quatro partes, todas procurando explicitar, à sua maneira, a importância da questão do financiamento de longo prazo. A primeira seção, “Da necessidade de investir – uma visão keynesiana” busca esclarecer o que motiva um empresário a investir e já lança os questionamentos a respeito de como ele se financia, com base nos escritos de J. M. Keynes. A segunda seção, “Por que emprestar? – Sistema Financeiro em Ação” busca ressaltar a importância de um bom circuito de crédito para o investimento. A terceira seção, “Da demanda por moeda ao circuito *finance-investimento-poupança-funding*” busca esmiuçar como a demanda por moeda do empresário tendo como objetivo investimento (*finance*) acaba por ser o início de todo um circuito de sistema financeiro para financiamento. A quarta e última seção, “Estrutura de capital e a institucionalidade do processo de financiamento” fecha o capítulo estudando as estratégias e o arcabouço institucional (mercado de capitais, bancos públicos e privados) que está por trás das decisões de longo prazo dos empresários.

1.1. Da necessidade de investir – Uma visão keynesiana

Investir é algo inerente à atividade empresarial, faz parte não apenas da ambição do empreendedor, mas também da necessidade de estar à frente da concorrência para sobreviver em seu mercado.

Há algumas verdades absolutas no campo da economia das quais se é impossível fugir. Uma delas é a questão da incerteza. Como já dissera Keynes (2007) em sua Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda, publicada em 1936, *no longo prazo estaremos todos mortos*, ou seja, do futuro pouco sabemos com absoluta confiança, o máximo que se pode fazer é prever e se preparar para

múltiplos cenários. É uma constatação mais plausível que a da modelização neoclássica com o uso e abuso de situações *ceteris paribus* (do latim “tudo o mais constante”) para explicar a realidade.

A base do sistema está no investidor produtivo, que precisa de meios de pagamento para investir. São quatro os meios básicos de obtê-los: a) utilizando ativos monetários previamente acumulados (autoinvestimento com lucros retidos); b) emitindo obrigações (securitização); e c) tomando empréstimos no sistema bancário e d) transformando ativos não monetários em ativos monetários.

Para investir, o empresário busca diminuir ao máximo os seus riscos, informando-se e projetando um futuro no qual seus investimentos são remunerados à taxa esperada.

Quando um capitalista investe, é para obter a *renda esperada do investimento*. Para isto, o capitalista deve atingir, na aquisição do bem de capital, seu *preço de oferta*, que é aquele que induz o produtor deste tipo de bem a produzir uma unidade a mais de seu produto para revendê-lo justamente para outro capitalista demandante. Neste contexto, a *eficiência marginal do capital* é, então, a taxa de desconto que igualará o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas deste capital ao preço de oferta do bem de capital. Isto permite a existência de diferentes eficiências marginais do capital, conforme o bem de capital em questão. (KEYNES, 2007)

Em cima disto, a pressão do investimento sobre o preço de oferta é inversamente proporcional: quanto maior o investimento, menor será a eficiência marginal do capital, dado que o preço de oferta do bem de capital tenderá a subir dada maior demanda por ele. O investimento, por sua vez, varia até o ponto em que a eficiência marginal do capital é igual à taxa de juros do mercado (KEYNES, 2007).

Já o entendimento da eficiência marginal do capital é decorrente da renda esperada do capital e não apenas da sua renda corrente, dado que a economia não é estática e que é a projeção do fluxo de rendimentos que manterá o interesse nos ativos, e não apenas o seu valor patrimonial, que irá se depreciar com o passar do tempo. A eficiência marginal do capital também pode ter seu valor influenciado pela variação do valor da moeda (inflação, deflação), que por sua vez pode influenciar também o nível de investimento:

“Este é o fator através do qual a expectativa de modificações no valor da moeda influi sobre o volume da produção presente. A expectativa de uma baixa no valor da moeda estimula o

investimento e, em consequência, o emprego em geral, porque eleva a curva de eficiência marginal do capital, isto é, a escala da demanda de investimentos; a expectativa de uma alta no valor da moeda produz, ao contrário, efeito depressivo, porque reduz a escala da eficiência marginal do capital.” (KEYNES, 2007, p. 119)

A relação de causalidade apreendida, então é de que quanto maior a taxa de juros, maior terá que ser o preço esperado necessário para elevar o investimento, de modo a gerar uma eficiência marginal do capital esperada que induza o empresário a investir.

Outro fator que se faz relevante é o dos riscos inerentes ao investimento, que são de dois tipos:

- 1) Risco do empresário ou o risco do tomador do empréstimo, que é a de alcançar a rentabilidade esperada. *“Quando alguém aventura o próprio dinheiro, esse é o único risco relevante.”* (KEYNES, 2007, p. 121)
- 2) Risco do prestador, em não receber o que emprestou ao capitalista, seja de forma deliberada (calote), seja por insucesso da empreitada do devedor.

Keynes também cita o risco da variação monetária (que já foi citado anteriormente no tocante à eficiência marginal do capital), que pode causar a defasagem os valores a serem pagos, quando comparados aos preços de ativos reais. O autor já havia trabalhado com maior detalhamento a respeito deste assunto em artigos anteriores à Teoria Geral, como no texto “Consequências sociais das mudanças no valor da moeda”¹:

“Há também um considerável risco derivado diretamente da instabilidade do valor do dinheiro. Durante o demorado processo de produção, o mundo empresarial realiza despesas em termos monetários – pagando em dinheiro salários e outros gastos de produção – na esperança de ressarcir estas despesas mediante a troca do produto por dinheiro numa data posterior. Em outras palavras, o mundo empresarial, como um todo, deve estar sempre em posição de ganhar com uma alta ou perder por uma baixa de preços.” (KEYNES, 1983, p. 300)

¹ O texto “Consequências sociais das mudanças no valor da moeda” (no original, “Social Consequences of Changes in the Value of Money”) é datado de 1923.

A lógica utilizada pelo empresário será então a de que quanto maior o risco esperado, maior deverá ser a expectativa de retorno do investimento, no caso em forma da margem requerida para a efetivação do negócio, ou seja, tal taxa terá que ser maior que a taxa de juros do capital tomado emprestado para tal investimento².

Tendo então base no risco avaliado e na eficiência marginal do capital esperada, há a formação do estado de confiança do empresário. A importância deste estado é que ele justamente determina a curva de oferta no longo prazo.

“O estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da confiança com a qual fazemos este prognóstico – à medida que ponderamos a probabilidade de o nosso melhor prognóstico revelar-se inteiramente falso. Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança será, então, fraco.” (KEYNES, 2007, p. 124)

O pressuposto básico então, adotado pelo empresário, dada a impossibilidade em se “adivinhar o futuro” (ou *convenção*, como melhor explana Keynes), seria supor “(...) *que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança.*” (KEYNES, 2007, p.126).

O futuro mais próximo pode ser projetado a partir confiança na continuação do raciocínio do investidor. Isto significa que se a estratégia empregada pelo empresário anteriormente está dando bons resultados, ela não deve ser radicalmente mudada, no máximo haverá correções pontuais. Já para o futuro mais longínquo não necessariamente será assim, dadas às exigências feitas pelos investidores para aceitarem a abdicação da liquidez de seu capital por maior período. O curto prazo, por sua vez, pode inclinar os empresários a avaliações tortuosamente erradas, por mais que

2 “Se uma empresa for arriscada, a pessoa que toma emprestado necessitará de uma margem mais ampla entre sua expectativa quanto ao retorno e a taxa de juros à qual lhe parece vantajoso contrair a dívida, ao passo que justamente a mesma razão levará a pessoa que empresta a exigir uma margem maior entre a sua remuneração e a taxa de juros que basta para induzi-lo a emprestar (salvo se o poder e a riqueza do devedor forem tão grandes que lhe permitam oferecer uma margem excepcional de garantia). A esperança de um resultado muito favorável, que pode compensar o risco na ideia do tomador de empréstimo, não é adequada para tranquilizar o mutuante.” (KEYNES, 2007, p. 121-122).

efêmeras, tais como variações sazonais de demanda e/ou preços. Ou seja, as expectativas podem ser violentamente modificadas no curto prazo, desde que ocorram sinais que inclinem o empresário a agir neste sentido.

Nisto podemos encaixar a questão proposta por Keynes com relação aos investimentos de longo prazo. Ao se referir aos mercados de capitais, nos quais não apenas importa o retorno esperado de um investimento, mas também a forma como o mesmo é avaliado pelo mercado (metáfora do concurso de beleza), o autor deixa claro que o importante pode ser liderar o processo. Outro ponto listado é o fato de que não necessariamente a melhor opção do ponto de vista da sociedade como um todo (investir no longo prazo é criar condições para o desenvolvimento da economia) será o melhor para os lucros dos empresários (cujas despesas e necessidades são imediatas). Indo além, Keynes também explicita a influência do mercado para as decisões do investidor, ao dizer que “*A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele.*” (KEYNES, 2007, p. 130)

O que determina, então, a estratégia do empreendedor para o longo prazo? A política de investimentos depende de muitos fatores, contudo podemos delimitar claramente as condições de curto prazo, a taxa de juros corrente (melhor explicada no próximo tópico) e as expectativas sobre o futuro, que não necessariamente podem ser quantificadas. É neste último ponto que devemos recobrar as atenções, pois apesar de o investidor procurar se precaver de todas as formas com relação às incertezas do futuro, a decisão de investir ou não é humana, isto é, falível e suscetível a erros.

“Não devemos concluir daí que tudo depende de ondas de psicologia irracional. Pelo contrário, o estado de expectativa a longo prazo é, no mais das vezes, estável e, mesmo quando não o seja, os outros fatores exercem seus efeitos compensatórios. O que apenas desejamos lembrar é que as decisões humanas que envolvem o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender da estrita expectativa matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade é que faz girar as engrenagens, sendo que a nossa inteligência faz o melhor possível para escolher o melhor que pode haver entre as diversas alternativas, calculando sempre que se pode, mas retraindo-se, muitas vezes, diante do capricho, do sentimento ou do azar.” (KEYNES, 2007, p. 134)

De nada adianta a existência de um promissor projeto de investimento se o empresário

não dispuser de recursos para transformá-lo em realidade, seja através de lucros retidos, seja através de capital de terceiros. A origem do capital utilizado vai depender das condições financeiras da empresa, assim como do uso de medidas para ver qual o tipo mais vantajoso (cálculo do custo de capital próprio, e.g.). O capital próprio pode ser proveniente de poupança interna da empresa (lucros retidos), ao passo que o capital de terceiros pode ser obtido através de empréstimos bancários ou acesso ao mercado de capitais (emissões de ações, *bonds*, debêntures, etc.).

Keynes assume, então, o pressuposto de que não há necessidade de poupança prévia por parte da empresa para a realização dos investimentos, entrando daí a problemática do financiamento.

1.2. Por que emprestar? – Sistema financeiro em Ação

Por que abdicar da segurança da liquidez e realizar o financiamento a um projeto cujo risco é algo inerente à sua existência? Porque o prêmio para se abdicar desta liquidez compensa o risco de perdê-la. Outro fator é que capital ocioso não gera rendimentos. Empréstá-lo a quem por ele demanda é uma forma de remunerá-lo, de modo que não fazê-lo é fazer incorrer naquilo que Hilferding chamou de “pecado mortal do capitalista”:

“É do próprio mecanismo de circulação do capital que nasce, pois, a necessidade de o capital monetário ficar ocioso em maior ou menor quantidade, por um tempo mais ou menos longo. Isso significa que, durante esse tempo, não poderá produzir lucros – o que constitui um pecado mortal do ponto de vista do capitalista.” (HILFERDING, 1985, p. 78)

Este processo de troca de mãos do capital, de um capitalista que o possui em excesso para um que dele necessita acaba por ganhar o nome de crédito, no qual a parte demandante assume o compromisso de devolver o capital emprestado devidamente remunerado após determinado tempo por contrato através da intermediação de uma instituição financeira, denominada *banco*, sendo este o primeiro canal de financiamento, que é o crédito bancário³. Utilizar o crédito pode representar, ao capitalista, uma chance de ultrapassar as barreiras impostas pelas suas limitações de capital.

³ Os bancos, contudo, não são meros intermediários, criando crédito, como se pode ver na próxima seção do capítulo 1, “Circuito *finance*-investimento-poupança-*fund*ing”.

“O capital próprio que os capitalistas produtores utilizam torna-se, para eles, a simples base de um empreendimento que, com a ajuda do capital alheio, vai ultrapassar os limites do próprio capital. (...) O aumento do lucro empresarial do capitalista individual o impele à utilização cada vez maior do crédito. Com a concentração de todo o capital monetário nos bancos, aumenta igualmente a possibilidade de recorrência ao mesmo. Essa tendência que surge da indústria tem que repercutir, por sua vez, sobre o tipo de concessão de crédito feita pelos bancos. (...) Os capitais de empréstimo, porém, que se encontram à disposição do banco, devem ter condições de serem reembolsados, em sua maior parte, a qualquer hora.” (HILFERDING, 1985, p. 96)

De início os bancos não forneciam empréstimos: nada mais eram que caixas de depósito, que garantiam aos seus depositantes a segurança da guarda de suas riquezas e excedentes, sem remunerar o capital lá guardado, antes o contrário, cobrando taxa de depósito a título de comissão. Esta forma, contudo, foi sendo aperfeiçoada com o passar do tempo, de modo que os bancos assumiram papel importante na concessão de crédito, usando para isto capital de terceiros (depositantes) em maior parte, cuja recompensa é a segurança de seus depósitos. O preço cobrado pela cessão do uso do capital e abdicção da liquidez acabou por se chamar taxa de juros, cujo valor necessariamente é maior do que a remuneração dada por um título ou aplicação livre de risco.

A taxa de juros é determinada pela relação entre a oferta e demanda de moeda.⁴ Quanto maior for a incerteza com relação ao futuro, maior será o desejo do detentor do capital em tê-lo na forma mais líquida que existe (moeda), e maior será o preço (taxa de juros) que tal detentor exigirá para ceder seu capital líquido aos demandantes: “(...) a taxa de juros é um fenômeno monetário, (...) no sentido em que equipara as vantagens da posse presente do dinheiro e do direito futuro sobre este.” (KEYNES, 1987, p. 151)

O domínio dos bancos se dá pela capacidade de concentrar o capital monetário excedente e disponível para empréstimo, através do depósito dos “capitais ociosos” de toda a classe capitalista e pela sua capacidade de multiplicar a base monetária. Ao emprestar às empresas dinheiro que será utilizado como capital produtivo, os bancos tornam-se também “reféns” de seu destino, dada a

4 “Ao reverter a ordenação causal implícita no esquema clássico, em que o volume de investimento efetivamente realizado é determinado pelo volume de poupanças, pois o crédito cria a possibilidade de reversão, Keynes consegue argumentar que a taxa de juros é determinada independentemente da poupança e do investimento, que são variáveis interdependentes. A taxa de juros não poderia ser a “retribuição pela renúncia ao consumo” (pela espera); ao invés disso, é a “retribuição pela renúncia à liquidez” - pela manutenção de ativos não monetários. Em Keynes, o juro é determinado pela preferência pela liquidez e pela oferta de moeda.” (COSTA, 2010, p. 15)

capacidade (ou não) das mesmas em honrar seus compromissos.

“Por isso, o banco que empresta capital deve ter sempre certa capacidade que cresça com a expansão das empresas industriais e o faça anda mais rapidamente que estas. Ao mesmo tempo, um banco não deverá participar de uma só empresa, mas apresentar a tendência de distribuir seu risco através de participações diversificadas. Isso deve acontecer sempre a fim de que os retornos desses adiantamentos possam entrar com maior regularidade. (...) A situação é outra quando o banco passa a colocar à disposição do industrial o capital de produção. Seu interesse então não se limita mais às condições momentâneas da indústria e à situação momentânea do mercado, mas passa a interessar muito mais o destino subsequente da empresa e a configuração futura do mercado. O interesse momentâneo torna-se permanente e quanto maior for o crédito, e quanto mais prevalecer sobretudo a participação do capital de empréstimo transformado em fixo, tanto maior e tanto mais permanente será esse interesse.” (HILFERDING, 1985, p. 97)

O que diferencia o banco de outros tipos de instituições financeiras é a sua capacidade em emprestar aquilo que não possui de direito, mas cuja custódia dispõe de fato, garantindo em troca os depósitos, além de assumirem funções que lhes permitem ir além do papel de meros intermediários entre os agentes. O banco atua então como agente fiduciário do retorno do capital às mãos de seus proprietários, quando solicitado, também como agente que não permite que o capital depositado fique em momento algum ocioso.

“O crédito que será criado com ou sem a intervenção de instituições de crédito, e mantém-se, provavelmente, durante décadas. O dinheiro que intervém numa transação, desde que ela tenha sido efetuada em numerário, há muito tempo voltou a circular. Porém, o mesmo não ocorre com os empréstimos a curto prazo. Uma pessoa que tem uma quantia de dinheiro disponível por alguns meses geralmente não é capaz de encontrar uma pessoa a quem emprestar esse dinheiro e, menos ainda, averiguar adequadamente sua solvência comercial. O risco, principalmente o de caráter subjetivo, é grande, e, portanto, as condições do empréstimo seriam onerosas. Se não existisse uma organização de crédito adequada, essas quantias de dinheiro permaneceriam ociosas. Uma organização centralizada, por meio da qual é possível tomar dinheiro emprestado em qualquer ocasião e com todas as garantias, e que, ao mesmo tempo, aceita depósitos, oferece grandes vantagens. O dinheiro disponível, por mais breve que seja o prazo, já não permanece ocioso, e surgem (mais ou menos

indiretamente, mediante a intervenção dos bancos) as relações de crédito.” (WICKSELL, 1988, p. 210)

Com os bancos temos o chamado dois tipos de crédito, o comercial (de curto prazo) e o de capital (de maior prazo). As modalidades do crédito comercial, segundo Correa (1995) a partir de Hilferding (1985), são:

- a) crédito de distribuição, para facilitação da comercialização dos produtos; e
- b) crédito de produção, para a compra de bens para o processo de produção, em especial divisíveis e de curta duração.

Tais modalidades acabam por ser meios de crédito “(...) *que permitem (sic) ao dinheiro funcionar como meio de pagamento, mas não criam (sic) nova capacidade produtiva* (grifo da autora).” (CORREA, 1995, p. 7). São capitais de giro em sua essência, cujas receitas serão provenientes da intermediação financeira prestada pelos bancos.

Já o crédito de capital é o destinado à aquisição de “(...) *ativos fixos de capital, cuja principal característica é a longa duração.*” (CORREA, 1995, p. 9). Necessariamente envolve o longo prazo, até a pela necessidade de vários ciclos produtivos para que se a renda esperada se realize e a dívida feita para a aquisição do bem de capital seja quitada.

O grande dilema nesta sistemática, assumindo um sistema baseado em bancos, acaba por ser o fato de que os bancos captam em um prazo menor do que o da maturação de seus empréstimos, sempre buscando a liquidez necessária para se continuarem solventes e operantes. O parâmetro utilizado para explicar o axioma de que os bancos emprestam mais do que possuem em custódia foi bem deslindado por Keynes, naquilo que posteriormente se denominou em circuito *finance-investimento-poupança-funding* (que será discutido na próxima seção deste capítulo).

Em poucas palavras, podemos assim definir este circuito. O financiamento é buscado pelo investidor produtivo cujas motivações foram explicadas no tópico anterior, em especial para a realização do investimento. Quem financia? O sistema bancário. Após a realização deste investimento, o empresário paga sua dívida com os bancos e, caso, sua receita seja maior que suas despesas, acaba por depositar esta diferença nos próprios bancos, no que se constitui a poupança, sendo esta importante,

mas não tudo⁵. Contudo, para o próximo ciclo de investimentos, o montante disponível de poupança nem sempre será suficiente ou será vantajoso, de modo que o empresário é obrigado a apelar aos bancos, que lhe emprestam novamente capital. Os bancos, contudo, trabalham com obrigações com diversos prazos de maturação, de modo que os bancos trabalham incessantemente em um processo de descasamento de prazos de empréstimos e títulos, de forma a sempre estar líquido para vender a segurança a seus depositantes e não deixar de atender a seus demandantes, caracterizando-se assim o *funding*⁶ e completando o circuito e atuando de modo a impedir a paralisação do sistema por falta de liquidez e segurança⁷. Ou seja, cria-se um poder de compra sem que haja, obrigatoriamente, um aumento na acumulação do estoque de capital⁸.

O fortalecimento deste circuito acabou por gerar uma relação de dependência, por parte do setor produtivo, e de interesse, por parte do setor bancário que, de forma dinâmica, acabou por permitir o financiamento do investimento e o aumento do poderio das instituições financeiras, numa relação muitas vezes simbiótica.

A segunda modalidade de financiamento que devemos levar em conta e que remonta ao século XVII é via mercado de capitais, através da emissão de títulos e venda de cotas de propriedade de empresas em uma espécie de concentradora chamada Bolsa de Valores. A principal diferença desta forma de financiamento para o crédito bancário é a atuação da empresa diretamente junto ao mercado para captação de capital.

“As formas mais sofisticadas da organização do crédito são o mercado de capitais e o

5 “O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança.” (KEYNES, 1988, p. 340)

6 “Os mercados de títulos de longo prazo provêm aos aplicadores individuais a liquidez requerida (através de negociações em mercados secundários), tornando atrativos títulos que, para a comunidade como um todo, são por definição ilíquidos. Tais mercados são portanto os principais mecanismos de mercado pelo qual o investidor produtivo e/ou bancos universais podem alongar o prazo de seus passivos, diminuindo o descasamento de ativos. A este processo de alongamento é que Keynes chamou de *funding*.” (CARVALHO et alli, 2007, p. 332)

7 “Podemos concluir que, independentemente da institucionalidade do processo de financiamento, a existência desses mecanismos de *funding* pode ser essencial para manter as condições de endividamento das empresas investidoras – e para delimitar sua vulnerabilidade financeira a possíveis mudanças das taxas de juros de curto prazo. Caso contrário, o crescimento pode ser limitado por falta de mecanismo de financiamento mais apropriado ou através de um crescimento muito significativo da fragilidade financeira, tanto dos investidores produtivos quanto dos bancos que os financiam.” (CARVALHO et alli, 2007, p. 336)

8 “Poderia também acontecer que a empresa se constituísse mediante um empréstimo bancário. Talvez o empresário tenha oferecido a emissão de debêntures aos bancos nacionais, os quais, mediante um preço, comprometeram-se a emití-las, porém sem o terem conseguido, ou, o que dá no mesmo, os acionistas obtiveram o dinheiro para a subscrição mediante um adiantamento concedido pelo banco, ou então retiraram depósitos deste último para convertê-los em ações ou debêntures da nova empresa; depósitos estes que o banco supunha que não fossem retirados e sobre os quais havia concedido adiantamento a outras pessoas. Em outras palavras, o dinheiro ou crédito utilizado para transferir o capital necessário entra em circulação e cria um poder de compra sem que ocorra uma correspondente acumulação de capital real.” (WICKSELL, 1988, p.221)

sistema bancário (...) Estas (as bolsas de valores) se ocupam essencialmente do crédito a longo prazo, investimentos de capital fixo, títulos do Estado, ações, etc., enquanto o crédito diretamente associado com o dinheiro como instrumento de crédito se refere ao de curto prazo, do qual se ocupam principalmente os bancos. Devemos notar, porém, que a linha de demarcação entre esses dois tipos de crédito é bastante indeterminada. Assim como os bancos cumprem a função de consolidar o crédito a curto prazo, isto é, fazendo com que uma sucessão de créditos a curto prazo se converta em créditos a longo prazo, a função da bolsa também se relaciona com as especulações, pouco compreendidas pelas pessoas, a fim de mobilizar o capital e, como qualquer outra organização de crédito, desempenhando a dupla função de centralizar as operações e garanti-las contra riscos.” (WICKSELL, 1988, p. 205)

Esta possibilidade de atuar diretamente com os prováveis credores permite às empresas agir dentro de uma tática de crescimento e diminuição de seus encargos financeiros. Já Kalecki enxerga no financiamento via mercado de capitais uma porta aberta apenas para grandes empresas, seja pelo desejo dos investidores (interessados nas receitas potenciais destas empresas), seja pelo “risco crescente” dos investimentos (no caso, de reversão e fracasso).

“A limitação do tamanho da firma pelo mercado para seus produtos é bem real, mas ainda assim não explica a existência de firmas grandes e pequenas dentro do mesmo ramo. Há, contudo, um outro fator de importância decisiva na limitação do tamanho de uma firma: o capital da empresa, isto é, a quantidade de capital que a firma possui. O acesso de uma firma ao mercado de capitais, ou, em outras palavras, o volume de capital que pode esperar obter de investidores, é determinado em grande parte pelo volume de capital dessa empresa. (...) Além disso, muitas firmas não se dispõem a recorrer ao uso de todas as potencialidades do mercado de capitais, devido ao “risco crescente” que a expansão envolve. (...) Uma firma que pense em expandir-se deve encarar o fato de que, dado o volume do capital da empresa, o risco aumenta com a quantia investida. Quanto maior o investimento em relação ao capital da empresa, maior será a redução da renda do empréstimo em caso de fracasso nos negócios.” (KALECKI, 1985, p. 75)

O risco está presente em qualquer operação de crédito. No caso do mercado de capitais, o risco também ocorre, mas está mais relacionado à desvalorização do estoque de capital e, principalmente, da diminuição das receitas futuras esperadas dos ativos. A diferença maior que ocorria

era que no mercado de capitais os títulos ou ativos dados como garantia e/ou custódia podem ser negociados em um mercado secundário, nem que isto implicasse em perda, salvo a total indiferença de outros agentes econômicos por tais ativos. Esta diferença, contudo, foi decrescendo com o fenômeno da securitização das carteiras de crédito bancárias.

Dessa forma, a despeito das diferenças das fontes de crédito (sistema bancário e mercado de capitais), o financiamento de longo prazo é tangido pelas mesmas propriedades essenciais que margeiam qualquer investimento, que são as expectativas de retorno, o custo do capital e a percepção do risco. O que torna o longo prazo especial é o aumento da incerteza, ao mesmo tempo em que permite apostas mais arriscadas, em especial em ambientes com mercados de capitais mais profundos e líquidos, o que é o caso de mercados tradicionais como o dos EUA e o da Inglaterra, estando o Brasil ainda abrindo trilhos para andar por esta ferrovia do crédito.

1.3. Da demanda por moeda ao circuito *finance-investimento-poupança-funding*

A demanda por moeda é inerente aos negócios, da forma como a disponibilidade de capital se faz necessária para a efetivação dos investimentos. Em cima disto, para exemplificar esta forma de demanda, Keynes (2007) acabou por separá-la inicialmente em três motivos:

- a) Motivo-transação, que representa é a liquidez necessária para a efetuação de transações, que o autor subdivide em duas partes:
 - a1) Motivo-renda: é a necessidade de se manter certa reserva monetária entre os períodos de recebimentos e desembolsos.
 - a2) Motivo-negócios: é o “dinheiro em caixa” da empresa, que a permite efetuar os pagamentos necessários entre a compra e processamento dos insumos produtivos e a remuneração dos fatores e receitas das vendas dos produtos finais.
- b) Motivo-precaução: é a demanda por moeda proveniente da necessidade de se possuir reservas frente à situações inesperadas, assim como a possibilidade de se exercer posição ativa em oportunidades pontuais e muito vantajosas (Ex.: uma casa é vendida por um preço bem abaixo do mercado, mas o seu vendedor mantém este preço por prazo limitado e ainda exige o pagamento à vista).
- c) Motivo-especulação: é a posição líquida mantida pelo detentor de moeda para uso em situações

de especulação com a taxa de esperada, em especial no mercado aberto de títulos. É o único motivo por demanda de moeda que sofre influencia direta da taxa de juros⁹, numa lógica na qual quanto maior a taxa de juros, menor a demanda por moeda para este motivo, dado que o dinheiro acumulado seria utilizado para a compra de ativos na baixa dos juros.

Para os detentores de moeda, contudo, nem sempre é fácil abdicar da liquidez, graças ao sentimento de inquietude e incerteza que só é saciado pela segurança da liquidez¹⁰, em especial nos motivos precaução e especulação (saber aproveitar as oportunidades e estar preparado – ou seja, com capital – para aproveitá-las) por moeda.

Com a discussão advinda da publicação de sua “Teoria Geral”, Keynes incorporou, em artigo posterior, a discussão do quarto motivo para demanda por moeda: o motivo *finance* (ou finanças)¹¹. Esta demanda é explicada pela necessidade do empresário em possuir dinheiro para executar um investimento planejado, de modo a representar uma demanda especial por moeda:

“O investimento planejado – isto é, o investimento ex ante – pode precisar garantir sua “provisão financeira” antes que ocorra o investimento, quer dizer, antes que a poupança correspondente se processe. É, por assim dizer, como se uma determinada porção de poupança tivesse de ser reservada para uma determinada porção de investimento antes que qualquer dos dois se concretizasse, antes que fosse sabido quem vai fazer aquela determinada poupança, e tudo isto por alguém que não vai, ele próprio, fazer a poupança de que se trata. Consequentemente, deve haver uma técnica de eliminação desta lacuna, entre o momento em que há a decisão de investir e o momento em que o investimento e a poupança correspondente efetivamente ocorrem. (...) Se, porém, o cliente acumula previamente um saldo em dinheiro – o que é mais provável que ocorra se ele está financiando a si próprio,

9 “Isso porque a demanda de moeda para satisfazer os motivos anteriores é, em geral, insensível a qualquer influência que não a de uma alteração efetiva na atividade econômica geral e no nível da renda, ao passo que a experiência mostra que a demanda de moeda para satisfazer o motivo-especulação varia de modo contínuo sob o efeito de uma alteração gradual na taxa de juros, isto é, há uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo-especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos.” (KEYNES, 2007, p. 158)

10 “Porque, em parte por motivos razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro. Embora esse sentimento em relação ao dinheiro também seja convencional e instintivo, ele atua por assim dizer num nível mais profundo de nossa motivação. Ele se enraíza nos momentos em que se enfraquecem as mais elevadas e mais precárias convenções. A posse de dinheiro real tranquiliza nossa inquietação.” (KEYNES, 1984b, p.173)

11 O texto de Keynes em questão é “Teorias Alternativas da Taxa de Juros” (no original em inglês, “Alternative Theories of the Rate of Interest”), que foi publicado inicialmente no “The Economic Journal” em junho de 1937, como resposta à discussão surgida a partir da publicação da “Teoria Geral”, em 1936, vinda de economistas como Ohlin, Hicks e Robertson, citados nominalmente no artigo.

mediante uma nova emissão do mercado, do que se depender de seu banco –, então uma acumulação de decisões de investimento, não executadas ou executadas de forma incompleta, pode ocasionar, de momento, uma especialíssima demanda de dinheiro.” (KEYNES, 1987, pp. 152-153)

O motivo-*finance* por demanda de moeda é o ponto de partida para o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*, no qual o suprimento de crédito é essencial para as operações (investimentos de longo prazo). É este motivo que permite fornece condições para que o *animal spirit* dos agentes ocorra, sem que seja necessária a existência de poupança prévia para ele. O empresário pode até se autofinanciar, mas nem sempre terá expectativas que serão saciadas com o estoque que acumulou na junção de vários fluxos de capital (neste caso, receitas)¹². Ao se financiar com capital de terceiros, o empresário consegue assim ultrapassar as barreiras impostas pelas limitações de seu capital próprio. É a combinação entre o estado de expectativa para o futuro e as preferências pela liquidez que determinará a oferta de crédito no mercado.

“Como se faz a oferta desse crédito? Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período de produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias. Vez por outra ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos, ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo. (...) Ora, os mercados de novos empréstimos de curto prazo e de novas emissões de longo prazo são substancialmente os mesmos das transações velhas, não sendo relevantes (...) pequenas anomalias como as que podem ser causadas pela imperfeição do mercado, seja entre banqueiros e outros fornecedores de financiamento, seja entre diferentes seções do mercado de investimentos. Assim, os termos da oferta do financiamento requerido pelo investimento ex ante dependem do estado existente das preferências pela liquidez (juntamente com alguns elementos de previsão da parte do empresário, em relação aos termos em que poderá financiar seus recursos, quando chegar a hora), combinando com a oferta de dinheiro na forma determinada pela política do sistema

12 “No *fluxo circular da renda* (grifo do autor), os gastos correntes são, em parte, financiados pela renda corrente, incorporada ao estoque líquido de riqueza. O dinheiro é então gerado por quem gasta, a nível macroeconômico. O problema, em nível microeconômico, é de quem deseja gastar mais do que ganha, para investir. Alguns investimentos podem ser financiados pelo fluxo de caixa corrente da empresa, resultante das vendas correntes, mas estas não constituem uma fonte de financiamento suficiente para a economia como um todo. Os "fundos internos" são também constituídos pelo patrimônio em ativos acumulados a partir dos lucros previamente retidos, que não foram nem distribuídos nem gastos.” (COSTA, 2010, p. 14)

bancário. Falando em termos amplos, portanto, a taxa de juros relevante para o investimento *ex-ante* é aquela determinada pelo estoque corrente de dinheiro e pelo estado corrente da preferência pela liquidez, na data em que o financiamento requerido passa pelas decisões de investimento foi estipulada.” (KEYNES, 2010, pp. 92-93)

A determinação da poupança, para Keynes, está ligada ao nível de renda, sendo o resultado de seu excedente, e não do nível da taxa de juros. O investimento, por sua vez, através do multiplicador de gastos, é que gera a poupança, e não o contrário¹³.

“É que financiamento (*finance*) constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é “usado”, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. O financiamento que cobre o interregno, para usar uma frase empregada pelos banqueiros em um contexto mais limitado, é necessariamente “autoliquidável” para a comunidade encarada como um todo, ao fim do período intermediário.” (KEYNES, 2010, p. 95)

Assim sendo, chegamos à conclusão de que o investimento depende na questão de recursos financeiros para sua consumação do *finance* (enquanto demanda por moeda), e não da poupança prévia, com a igualdade entre a poupança com o investimento se dando *ex-post*¹⁴. Tal demanda por moeda pode ser acomodada pelos bancos através do fundo rotativo¹⁵ e da criação de moeda¹⁶. É importante ressaltar que o comportamento do empresário dependerá de suas expectativas,

13 “É evidente que a poupança pode ocorrer sem qualquer investimento correspondente, se considerarmos o que acontece quando um indivíduo se abstém de gastar toda sua renda nominal no consumo. Não importa o que ele faz com o excedente – se o deposita em seu banco, paga um empréstimo, compra uma casa ou uma ação – desde que seu ato não seja acompanhado de um ato adicional de investimento por um empresário. (...) A realização do ato de poupar não constitui em si qualquer garantia de que o estoque de bens de capital aumentará na mesma proporção” (KEYNES, 1984a, pp. 129-130)

14 “Desse modo, o *finance* constitui-se de linhas de crédito ou avanços bancários que permitem antecipar recursos futuros (receita futura) com o propósito de financiar o investimento. Portanto, antecede o investimento e não tem nenhuma relação com a poupança. Os bancos criam moeda e não poupança, não podendo, assim ajustar a oferta à demanda por fundos, vale dizer, a poupança ao investimento.” (CINTRA, 1993, p. 65)

15 “Discutindo o caso particular do estado estacionário, Keynes empregou o termo “fundo rotativo” para designar a liquidez (*finance*) que, sem interrupção, as empresas despejam sobre o mercado de bens e serviços e recuperam do mercado de crédito. Deve-se advertir que, mesmo se esses fundos rotativos pareçam funcionar de forma regular e automática, dependem sempre da vontade dos bancos em renovar os empréstimos. Daí o poder de influência exercido pelos bancos através de suas decisões referentes aos refinanciamentos.” (COSTA, 2010, p. 13).

16 “Os bancos criam depósitos contra si próprios, de forma endógena. Um banco concede crédito mediante o lançamento da quantia emprestada no ativo, sob a rubrica “operações de crédito”, e no passivo, sob a rubrica “depósito à vista”. Nesse movimento, o banco expandiu os meios de pagamento disponíveis na economia por meio da criação de moeda escritural.” (OLIVEIRA & CARVALHO, 2007, p. 373).

de modo a tornar possível a alteração do caráter de sua demanda por moeda:

“No entanto, nada garante que o empresário conseguirá automaticamente converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Há um risco neste processo e o empresário toma suas decisões a partir de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, o *finance* possui um componente especulativo. Noutras palavras, na questão da compatibilidade entre prazos e taxas há sempre um risco que faz parte do cálculo especulativo intrínseco a qualquer decisão capitalista.” (CINTRA, 1993, p. 66)

Em condições normais, o motivo-*finance* acaba por ser suprido pelo mercado bancário através de seu fundo rotativo e da criação de moeda. Quando não é, há uma elevação da taxa de juros, o que leva à piora das condições para o investimento (maior custo de capital para o empresário). Com o investimento, a empresa deverá gerar, *ex-post*, receitas (ou multiplicador de renda) necessárias para o pagamento de suas obrigações junto aos bancos (TORRES, 2009, OLIVEIRA, 2010). Outro fator é a disposição dos bancos em emprestar, o que ocorrerá após a análise dos mesmos entre de um *trade off* entre liquidez e risco do empréstimo, o que pode ser calculado por índices tais como o RAROC (*Risk-Adjusted Return On Capital*)¹⁷. O *finance*, em sua essência, é uma demanda de curto prazo cujos resultados ocorrerão no longo prazo, ou seja, tanto para quem empresta como para quem demanda capital, o risco sempre está presente dado o descasamento de períodos. É para mitigar a vulnerabilidade financeira presente nesta diferença de prazos que se é mobilizado capital de longo prazo na forma de *funding*¹⁸, que seria uma forma de “*compatibilização da forma de estruturas ativas e passivas entre agentes deficitários e superavitários*” (STUDART, 1993, p. 112), intermediados pelo mercado de capitais (captação direta), quando não pelo próximo sistema bancário em última hipótese (CARNEIRO,

17 Desenvolvido nos anos 70 para mensuração de risco em suas carteiras de empréstimo e tornado popular deste então pelo uso massivo em bancos dos EUA (atualmente já é utilizado por bancos do mundo inteiro), o modelo RAROC (*Risk-Adjusted Return On Capital*, ou em português, Retorno Ajustado ao Risco de Capital) fornecendo um cálculo básico da rentabilidade de uma operação levando em conta o seu risco inerente (medida para administração de risco de crédito). Sua equação, de forma resumida é RAROC = (Lucro Econômico / Capital Econômico), no qual o Lucro Econômico = *Spread* + Taxas Adicionais a serem cobradas do demandante de crédito + Provisão de Devedores Duvidosos (PDD) – Perdas Esperadas – Outros Custos Operacionais, e o Capital Econômico é o montante emprestado pelo banco (JAMES, 1996).

18 “Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias. Vez por outra, ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo. Mas não faz diferença quanto ao montante de financiamento que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal por meio do qual o financiamento chega ao empresário e *quanto à probabilidade de que alguma parte do primeiro possa resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo processo como o mais característico.*” (KEYNES, 2010, p. 93)

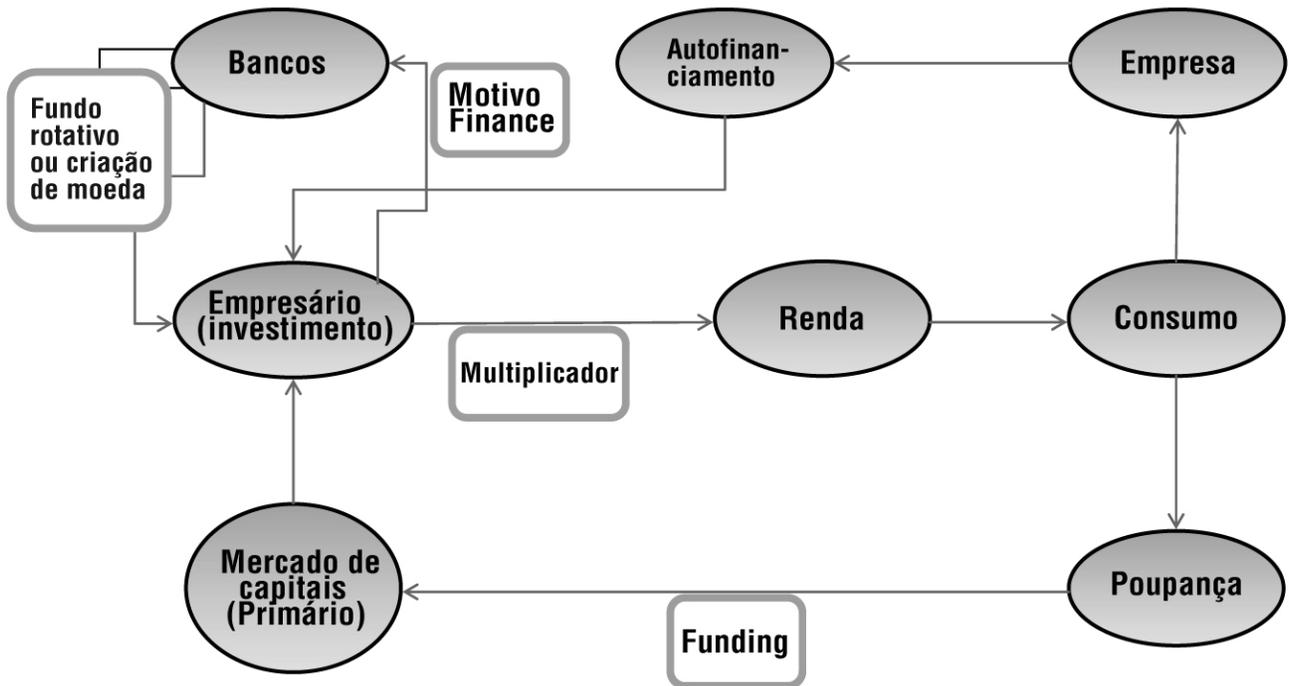
2009; PRATES, 2010). Finalizando o circuito, cabe bem a seguinte passagem de Costa (2010):

“A última fase (sic) é a do reembolso dos empréstimos. A maior parte dos autores prefere pensar que são unicamente as poupanças, e não os gastos de consumo, que fornecem o financiamento final. O objetivo típico da empresa é quitar sua dívida com os banqueiros. O empresário, antes de decidir o investimento, pode se sentir tranquilo sob duas formas. Antes de tudo, obtendo financiamentos a curto prazo (*finance*), que sejam suficientes para o período de produção do investimento. Depois, sabendo que pode consolidar suas dívidas de curto prazo (*funding*) por meio de emissão de títulos a longo prazo, em condições satisfatórias. Por isto, o papel do mercado de capitais não é o de financiar os investimentos, que podem ser tão bem financiados pelos lucros retidos, mas sim o de tornar acessível às empresas, na medida mais completa possível, a "poupança financeira" (aplicações de longo prazo) das famílias, a fim de reduzir seus endividamentos com os bancos.

Discutindo o caso particular do estado estacionário, Keynes empregou o termo "fundo rotativo" para designar a liquidez (*finance*) que, sem interrupção, as empresas despejam sobre o mercado de bens e serviços e recuperam do mercado de crédito. Deve-se advertir que, mesmo se esses fundos rotativos pareçam funcionar de forma regular e automática, dependem sempre da vontade dos bancos em renovar os empréstimos. Daí o poder de influência exercido pelos bancos através de suas decisões referentes aos refinanciamentos.” (COSTA, 2010, p. 12-13)

Na figura 1 podemos perceber com clareza o funcionamento do circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, que nada mais representa que um fluxo circular de renda, no qual o financiamento dos investimentos não depende de poupança *ex-ante*, mas do perfeito funcionamento do *finance*, do *funding*, da ação do mercado de capitais e da criação de moeda pelos bancos (COSTA, 2010).

Figura 1 – Circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*



Fonte: OLIVEIRA (2010)

A interligação dos agentes econômicos na movimentação e criação de moeda (exclusiva aos bancos) faz-se presente por todo o sistema, nos diferentes sentidos e denominações, conforme podemos observar no esquema acima.

Outro levantado acima é o papel são os movimentos possíveis do empresário, que ao não utilizar o excedente de sua renda pode tanto utilizar este montante para autofinanciamento de investimentos quanto transformar esta poupança em aplicações financeiras, gerando *funding* no mercado de capitais e no sistema bancário. Este movimento, a despeito de não participar diretamente do circuito *finance-poupança-investimento-funding*, é importante, pois seu resultado é um dos condicionantes da determinação da necessidade do empresário de utilização, ou não de financiamento para seu investimento, conforme sua capacidade de utilização de lucros e outros recursos retidos.

1.4. Estrutura de capital e a institucionalidade do processo de financiamento

O estudo da estrutura de Capital de uma empresa não é um assunto necessariamente novo na ciência econômica, apesar de ter ganhado maiores contornos e imbricações, até pela área de atuação, no campo da Administração de Empresas. Em termos práticos, estudar a estrutura de capital de uma empresa é procurar entender como e por que ela busca apoio financeiro externo para agir; vale dizer, é estudar o padrão de endividamento das empresas.

Uma empresa pode se endividar por vários motivos, mas devemos destacar dois. O primeiro, e mais usual, é para financiar suas despesas de curto prazo e descompassos momentâneos de caixa, naquilo que se caracteriza como o capital de giro da mesma (motivo *finance*) O segundo motivo é o de necessidade de capital de longo prazo, e tem relação com a estratégia de crescimento da empresa, aceitando que não há nada que impeça a expansão de suas atividades¹⁹.

A base para esta discussão a respeito da estrutura de capital das empresas foi lançada pelo artigo “*The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*”, publicado na revista *American Economic Review* por Franco Modigliani e Merton H. Miller em junho de 1958. Para os autores, as fontes de financiamento (capitais de terceiros disponíveis na empresa) não influenciam no valor de mercado da empresa, mas sim as expectativas de retorno que os agentes econômicos têm da mesma: “*the market value of any firm is independent of its capital structure*” (MODIGLIANI & MILLER, 1958, p.268).

As condições necessárias propostas por Modigliani e Miller em seu modelo (que levou seus nomes) eram bastante restritivas, tais como agentes com plena informação disponível, concorrência perfeita e, principalmente, com custos de transação ausentes, inclusive dos efeitos da incidência de impostos, de modo que foi revisto *a posteriori* tanto pelo seus próprios autores, ao considerarem os chamados “benefícios fiscais da dívida” (não incidência de imposto de renda sobre o montante relativo à dívidas no balanço) quanto por outros estudiosos que o usaram como base (MODIGLIANI & MILLER, 1963; STIGLITZ, 1973; STIGLITZ & WEISS, 1981).

A ampliação do horizonte de implicações e possibilidades de financiamento acabou por solicitar uma maior gama de informações e estudos para a análise da estrutura de capitais:

19 “Dentro dos limites estabelecidos pelos ritmos possíveis de adaptações e ajustamento da estrutura administrativa das firmas a crescentes escalas de atividades, nada há de inerente à natureza da firma ou de suas funções econômicas que impeça a indefinida expansão de suas atividades.” (PENROSE, 2006, pp. 230-231)

“Diante de mercados imperfeitos, como assimetria de informações, seleção adversa, risco moral (*moral hazard*), custos de agenciamento e de transação, possibilidade de falência e de tomada de controle acionário hostil (*takeover*), a disponibilidade de um sistema de financiamento adequado ao investimento passou a ser considerada, pois afetaria as decisões das empresas e, portanto, a taxa de crescimento da economia.” (CARNEIRO, 2009, p. 24)

Dentre as estratégias para a estrutura de capitais, devem ser citados o *trade off* da teoria estática (*static trade-off model*), no qual a empresa deve ponderar, conforme suas necessidades, a proporção entre as vantagens fiscais da dívida e o risco de falência, de modo a atingir um “nível ótimo” de endividamento (BRADLEY, JARRELL & KIM, 1984); o *pecking order*, na qual há uma ordem de preferência entre as três formas possíveis de financiamento, sendo elas, em ordem, 1) a utilização de lucros retidos, 2) a busca por financiamento externo (dívidas), devidamente lastreadas com garantias materiais, e 3) emissão de ações, atreladas basicamente aos possíveis resultados da empresa (MYERS, 1984); e, por fim, a estratégia de *market timing*, que na literatura em português também é chamado de “janela de oportunidades”, na qual a empresa deve estudar, pois, a melhor hora para se endividar ou entrar no mercado de ações, de modo a não entrar no mercado financeiro em momentos pouco propícios (BAKER & WURGLER, 2002).

O padrão de financiamento a ser adotado, contudo, varia muito conforme o país e suas consequentes condições econômicas, o que torna os pressupostos assumidos pela teoria por vezes distantes da realidade:

“As experiências de vários países, no entanto, apontam para diferenças importantes em termos de estruturas de financiamento das firmas, que aparecem normalmente associadas a desempenhos macroeconômicos igualmente divergentes. Este fato adquire especial relevância quando se leva em consideração que os pressupostos com que trabalharam Modigliani e Miller estão muito distantes da realidade dos mercados, particularmente nos países em desenvolvimento. Em países como o Japão e os EUA, só para citar duas das (sic) maiores economias mundiais, as diferenças em termos de fontes de financiamento das firmas são evidentes e dizem respeito principalmente à participação dos empréstimos bancários, uma fonte importante para as firmas japonesas, mas secundária para as americanas. Essas diferenças podem ser associadas a desempenhos macroeconômicos

igualmente divergentes.

As décadas de 70 e 80, por exemplo, foram marcadas pela superioridade japonesa, ao passo que na década de 90, particularmente na sua segunda metade, a superioridade tem sido americana. No mundo em desenvolvimento destaca-se o contraste entre os países latino-americanos, que seguiram de perto o padrão americano, e os países asiáticos, que em sua maioria reproduziram o padrão japonês, com claras vantagens para os últimos em termos de taxas de crescimento nas três últimas décadas.” (MOREIRA & PUGA, 2000, pp. 1-2)

Zysman (1983), procurando trazer esta discussão para o campo institucional, estudou a relação entre estrutura de capital das empresas e sistema financeiro, delineando-os em três tipos, conforme suas dimensões:

“In the sum, then, national financial systems vary in three ways. The first dimension is the importance of different markets in shifting resources from savings to investment. Here we distinguish fundamentally between *capital market-based system* and *credit-based systems*. The second dimension is the way prices are set in these markets. We have seen the possibilities are competitive prices, institution-dominated prices, and government-fixed prices. The third dimension is the roles played by *government in the financial system*. Within the third dimension, national systems may be distinguished by whether government gives priority to controlling monetary aggregates or to allocating resources between competing uses, and whether it pursues either of those goals administratively or by manipulating market conditions. These three dimensions serve to distinguish three types of financial systems.” (ZYSMAN, 1983, p. 69 – grifos nossos)

Os três tipos de estrutura de sistema financeiros propostos por Zysman (1983) são²⁰:

1. *Capital Market-Based Financial System*, ou seja, sistema de financiamento das empresas com base no mercado de capitais, no qual as empresas apelam quando precisam de financiamento de longo prazo, através da emissão de *securities* (ações e bônus) ou abertura de capital, com as necessidades de curto prazo sendo supridas pelo sistema bancário. Os países utilizados por Zysman como exemplos

20 “First (sic), financial systems with extensive and efficient capital markets both limit the channels of state action and generate opposition to intervention; they create institutional circumstances favorable to company-led adjustment. Second (sic), a credit-based, price-administred financial system is an instrument of state intervention which blurs the lines in the market between public and private sectors; it is part and parcel of a state-led model of adjustment. Third, institution-led or bank-dominated capital markets create the conditions for negotiated adjustment.” (ZYSMAN, 1983, pp. 93-94)

deste modo de sistema de financiamento são os EUA e a Inglaterra.

2. *Credit-Based Financial System – “Government”*, ou seja, sistema de financiamento das empresas com base no mercado de crédito, mas com controle de preços e condições feito pelo Estado, sem que o mesmo necessariamente atue como prestador. Os países-exemplo deste modo são a França e o Japão.

3. *Credit-Based Financial System – “Market Choose”*, que é parecido com o primeiro, mas com preços determinados pelas instituições financeiras com grande poder de mercado, com menor dependência de assistência estatal. O país-exemplo utilizado por Zysman é a Alemanha²¹.

A taxonomia adotada por Zysman é válida pelo fato de procurar esquematizar as consequências de padrões histórico-institucionais de desenvolvimento dos sistemas financeiros. Entretanto não pode ser considerada como rígida ou verdade única, dada às mudanças dos sistemas financeiros nacionais nas últimas três décadas, através da globalização, liberalização e desregulamentação das finanças que ocorreu mundo afora. Podemos dizer que nos dias atuais todos os principais sistemas financeiros mundiais são *capital-market based* em diferentes graus, conforme a profundidade dos seus mercados de capitais em simbiose com o sistema bancário, mesmo em países outrora taxados de *credit-based*, caracterizando a ascensão das finanças diretas.

No curto prazo a gestão da estrutura de capitais pode impactar, para efeitos de exemplificação, na política de administração de caixa da empresa (que varia setor a setor, conforme o giro de suas atividades), conforme a necessidade de liquidez para a realização de suas operações. No longo prazo, a gestão pode impactar nas tomadas de decisão de investimento, que exigem não apenas antecedência para análise de viabilidade, mas também desembolso muitas vezes imediato para períodos de maturação longos, de modo a demandar todo um arcabouço institucional de financiamento:

“A visão de Keynes ressalta o mercado de estoques de ativos como a via característica da consolidação financeira (e os perigos oriundos da potencial instabilidade que o funcionamento dos mercados secundários confere ao sistema financeiro). Entretanto,

21 Como ainda vigorava, à época em que Zysman publicou originalmente seu livro (1983), a separação da Alemanha em duas partes, o autor refere-se à Alemanha Ocidental (*West Germany*) como exemplo em sua taxonomia.

existem variados arranjos institucionais que se consolidaram, dadas as condições específicas de cada economia (inclusive em função do timing de seu processo de industrialização e requisitos no que se refere ao volume mínimo de recursos demandados pelo crescimento em cada momento da história da industrialização mundial), os quais Zysman sumariou na classificação entre sistemas com base no crédito e sistemas com base no mercado de capitais.” (STUDART, 1993, p. 115)

Entretanto, a questão da estrutura de capitais, sob um ponto de vista institucional, transcende às empresas, tornando-se uma questão de estratégia governamental:

“Além da função pública de regular e supervisionar os mercados financeiros, cabe ao Estado, como agente mobilizador de recursos, fomentar setores ou atividades considerados prioritários, em países industrializados e em desenvolvimento, por meio de funding próprio, dada a própria dinâmica da concorrência bancária. Submetidos à lógica da valorização da riqueza e da preferência pela liquidez em um mundo de incerteza e irreversibilidade, as instituições financeiras privadas dificilmente atendem à demanda por financiamento daqueles setores ou atividades de alto risco, longo prazo de maturação, elevado retorno social e relativamente baixo retorno econômico. Assim, o crédito dirigido e a poupança compulsória são atividades que se relacionam com as próprias funções alocativas e distributivas do Estado. (...) As razões para apoiar setores e segmentos específicos podem também apresentar conteúdos de cunho político. Trata-se de amparar setores mais frágeis do ponto de vista financeiro, como no caso de segmentos de preços flexíveis que se defrontam com compromissos fixos (isto é, regidos pela taxa de juros) derivados de operações de financiamento. Esse seria o caso do financiamento à agricultura, setor para o qual mesmo os países industrializados organizaram instituições especializadas. Outros exemplos seriam as pequenas e médias empresas, com papel relevante na geração de emprego; o desenvolvimento regional; o financiamento habitacional, tecnológico, das exportações e a proteção ambiental.” (CINTRA, 2007, p. 70;75)

Às empresas cabe tentar manter sempre um fluxo de renda que lhes permitam tanto honrar seus compromissos (entradas maiores que as saídas de caixa) e investirem sempre que possível em busca de incremento tecnológico e aumento da eficiência²². Empresas fortes, que possam planejar

²² Uma medida simples, e eficaz, para se calcular a eficiência de uma empresa é a razão entre custos e receita obtida, na qual quanto menor o valor, melhor é a eficiência da empresa. Esta medida é muito utilizada por bancos brasileiros, tais como o Itaú Unibanco

seu futuro, se inserem numa estratégia de desenvolvimento do desenvolvimento de um país, o que será explicado no próximo capítulo.

Este sistema não é livre de risco, portanto. Para eles alertou Minsky em alguns de seus livros (1975, 1982, 1986), sempre deixando claro que a instabilidade está presente no sistema produtivo, sendo permeado por sua dimensão financeira e no qual as expectativas de lucro futuro são seu carro chefe:

“Whereas the structure of balance sheets reflects the mix of internal funds (gross retained earning) and the external funds (bond or equity issues) actually used, the investment decision is based upon expected flows of internal and external funds. But the flows of internal funds to investing units depend upon the performance of the economy during the period between the decision to invest and the completion of the investment. Thus, there is an element of uncertainty in the decision to invest that has nothing to do with whether the investment will perform as the technologists indicated and whether the market for the product of the investment will be strong. This element of uncertainty centers on the mix of internal and external financing that will be needed; and this mix depends upon the extent to which finance for the investment goods will be forthcoming from profit flows.” (MINSKY, 1986, p. 185)

De acordo com Minsky (1986), dentro do escopo financeiro haveria três formas da empresa se financiar, sendo elas:

- a) Recursos líquidos, disponíveis antes mesmo da efetuação das atividades da empresa (excedentes de portfólio), sendo formados por moedas e quase-moedas (basicamente a rubrica “Disponível em Caixa ” ou equivalente em um balanço patrimonial);
- b) Recursos internos, formados pelas receitas auferidas pela empresa em seus negócios; e
- c) Recursos Externos, que são aqueles auferidos pela empresa junto a bancos e no mercado de capitais.

O perigo da incerteza ronda, como já vimos anteriormente, e Minsky corrobora, no terceiro

(que atualmente utiliza, em todo o seu conglomerado, R\$ 44,10 para cada R\$ 100,00 que tem como receita e possui uma meta para diminuir os gastos para R\$ 41,00) e o Bradesco, dentre outras empresas.

ponto, que diz a respeito da obtenção de recursos externos pela empresa, que culmina naquilo que podemos chamar de fragilidade financeira²³. Esta fragilidade, segundo ele, pode ser medida em três posturas, conforme o grau de endividamento da empresa:

- a) Postura *hedge* (*Hedge financing*), na qual a empresa consegue pagar seus débitos com o fluxo de receitas, corrente e futuro, sem impactar nos prazos nem na relação entre ativos e passivos;
- b) Postura especulativa (*Speculative financing*), na qual os fluxos da empresa não são capazes para cobrir os passivos em alguns períodos de curto prazo, de modo que a mesma precisa rolar suas dívidas que estão para vencer²⁴ ou até mesmo vender parte de seus ativos, “*pois os compromissos financeiros são maiores que a quase-renda (quasi-rent, no original) esperada da utilização produtiva do ativo de capital.*” (Carneiro *et alli*, 2009, p. 39).; e
- c) Postura Ponzi (*Ponzi financing*), na qual os custos financeiros das dívidas existentes da empresa são maiores que as receitas de curto prazo da empresa, de modo que sua dívida total sempre aumenta. O refinanciamento se torna então recorrente, atuando ferramenta de dívida nova para pagar as anteriores.

A criação das condições de fragilidade financeira do sistema produtivo é endógena ao funcionamento do mesmo.

“Instability emerges as a period of relative tranquil growth is transformed into a speculative boom. (...) The fundamental propositions of the financial instability hypothesis are: 1. Capitalist market mechanisms cannot lead to a sustained, stable-price, full-employment equilibrium; 2. Serious business cycles are due to financial attributes that are essential to capitalism”. (MINSKY, 1986, p. 173)

Esta instabilidade está presente na decisão do empresário em como utilizar seu capital,

23 “A hipótese da instabilidade financeira, de Minsky, apoia-se em dois aspectos do processo de fragilidade financeira. Do lado passivo, o encarecimento do serviço da dívida e sua necessidade de rolagem provocam pressão de liquidação dos valores dos ativos. Do lado ativo, a queda dos lucros conduz à deterioração da capacidade de validação dos débitos. Em poucas palavras, a hipótese da instabilidade financeira constitui o principal instrumental analítico, elaborado por Minsky, centrado na mudança do estado de expectativas de lucro a longo prazo, que baliza as decisões empresariais em emitirem e de seus credores reterem títulos de dívida, para financiar posições em ativos de capital e projetos de investimento.” (COSTA, 2010, p. 12)

24 Isto ocorre quando os débitos são maiores que a receita no período de tempo em questão, sendo que a empresa e seus credores esperam que as receitas futuras sejam maiores que os montantes de dívida existentes no presente.

se para utilizar investindo ou se para utilizá-lo para diminuir suas dívidas, pois dependendo do ponto de vista, de pouco proveito será a ação levada a cabo. A instabilidade acaba por ganhar força na sequência de crédito-débito da produção, na qual a ausência de pagamento de crédito pode gerar a transferência da propriedade do ativo do empresário para o seu credor, em última hipótese. Outro ponto levantado é o da incerteza do sucesso do investimento para gerar receitas que paguem os débitos assumidos anteriormente.

“Portanto, é o prosseguimento do processo de investimento e endividamento que permite saldar a dívida passada. Ou seja, a economia está gerando dívida agora para que a dívida passada possa ser paga. Neste sentido, o investimento gera um rastro de dívidas ou acarreta a transferência da propriedade, se for financiado por ações. Na verdade, a possibilidade de “cancelar” a dívida quando termina um *boom* de investimentos suscita questões muito interessantes na medida em que implica a alteração da propriedade dos ativos e introduz, assim, uma “instabilidade” permanente nas relações de propriedade. (...) A redução do investimento pode significar, para algumas empresas, a redução do próprio endividamento, mas do ponto de vista macroeconômico a queda do investimento implica o aumento do endividamento, porque retira das empresas a capacidade de honrar a dívida passada. Além disso, a contração do investimento, ao deprimir a acumulação interna das empresas, reduz o capital próprio e frustra a tentativa de reduzir o grau de endividamento. Isto significa que, se cada unidade reduzir o déficit corrente, o resultado para o conjunto será o agravamento da situação patrimonial, bem como dos compromissos correntes, pela rigidez dos custos financeiros da dívida contraída no passado (...) Os contratos de dívida sempre mereceram um tratamento especial, porque financiam ativos de rendimento incerto, obrigado a pagamentos certos e regulares. Neste sentido, a estabilidade das condições contratuais significa uma rigidez dos compromissos financeiros correntes, ou seja, uma duplicação do risco empresarial ao decidir o investimento.” (BELLUZZO & ALMEIDA, 1999, pp. 249-250;251).

2. Financiamento de longo prazo no Brasil

O padrão de financiamento de longo prazo varia conforme o tamanho da corporação e a região na qual ela está inserida²⁵. As fontes de financiamento de longo prazo são variadas e proporcionais ao tamanho do sistema financeiro do país em questão: quanto maior for o tamanho (em fluxo e estoque) do sistema financeiro em questão, maior o número de fontes e mecanismos de financiamento disponíveis. Com isto, buscamos neste capítulo mostrar como funcionam estes instrumentos e mecanismos. Este capítulo é dividido em duas partes. A primeira seção, “A centralidade dos bancos públicos no financiamento de longo prazo no Brasil”, aprofunda discute o último tópico do capítulo anterior a respeito das institucionalidades, e procura trazer à tona as raízes históricas que tornaram o financiamento de longo prazo no Brasil tão dependente do crédito bancário; outro ponto desta parte é o recente aumento da profundidade do Sistema Financeiro Nacional com o desenvolvimento acelerado do mercado de capitais brasileiro, ainda que muito dependente dos humores internacionais. A segunda seção, “Fontes de financiamento de longo prazo” procura tratar das principais fontes de capital de longo prazo no país, sendo dividida em três subseções, “Sistema bancário no Brasil atual”, “Mercado de capitais no Brasil” e “Perspectivas e futuros”.

2.1. A centralidade dos bancos públicos no financiamento de longo prazo no Brasil

O financiamento de longo prazo no Brasil sempre foi considerado problemático, algo que podemos deduzir seja pela inexistência de bancos privados com abrangência nacional (as grandes redes bancárias privadas) até os anos 1970, seja pela organização dos bancos públicos, em especial o Banco do Brasil, cuja atuação entre banco do governo, emissor de moeda e regulador bancário era algo nebuloso até a criação de autarquias e mecanismos próprios para as atividades supracitadas (COSTA,

25 “Na verdade, o padrão de financiamento das corporações varia substancialmente entre diferentes tamanhos e regiões. O predomínio dos lucros retidos aparece abaixo da média nas empresas dos países desenvolvidos e em economias emergentes (excluindo as economias em transição) da América Latina e Caribe e Ásia. O financiamento bancário prevalece entre as grandes empresas (particularmente na África), enquanto as pequenas empresas utilizam mais os lucros retidos e recursos provenientes de famílias e amigos. Ações atingem maior importância na Ásia e nas economias emergentes da Europa Central e do Leste. Para as firmas da América Latina e Caribe, o crédito comercial (*trade credit accounts*) assume uma proporção relativa maior no financiamento total. As operações de leasing, incluído na categoria “outros”, são relativamente importantes para as empresas dos países desenvolvidos e das economias emergentes na Europa Central e do Leste. No conjunto, as novas empresas tendem a financiar seus investimentos por meio do crédito bancário em menor proporção do que as empresas mais antigas; elas recorrem mais os recursos das famílias e amigos, bem como ações.” (CARNEIRO et alli, 2009, p. 29)

2002; 2012).

Se formos levar em conta a *pecking order* descrita no capítulo anterior, a principal fonte de recursos para financiamento das empresas brasileiras são suas próprias poupanças internas, na forma de lucros retidos, desde há muito tempo, a despeito dos custos inerentes à manutenção do capital próprio pela empresa, vindo em segundo lugar o crédito bancário e só depois o mercado de ações. Esta característica, contudo, não é exclusiva ao Brasil, sendo predominante nas economias mundiais (UNCTAD, 2008). Pelas condições da formação do sistema financeiro brasileiro isto não poderia ser diferente.

As questões relativas ao financiamento em nível nacional, quando não eram resolvidas através de lucros retidos²⁶ ou outras formas de capitalização (doações, mecenato, outras formas de empréstimo não regulamentadas, como de amigos e parentes, etc.), eram levadas adiante ou por casas bancárias estrangeiras (às quais só tinham acesso os grandes grupos econômicos, em especial aqueles vinculados ao agronegócio exportador) ou pelo Banco do Brasil.

Adotando a nomenclatura sugerida por Zysman (1983), temos no Brasil como tipo de financiamento predominante é o *credit-based* e não o *market-based*, até pelas configurações de nosso sistema financeiro, com as grandes empresas buscando financiamento principalmente junto aos bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil, CEF, etc.) e no mercado externo²⁷. Já pequenas empresas captam recursos junto aos bancos comerciais brasileiros (incluindo os públicos), o que é especialmente comprometedor para as últimas, dado o maior custo inerente a este mecanismo de financiamento no Brasil.

O que temos por aqui é, pois, a incompletude histórica da ligação do sistema produtivo ao sistema financeiro, ao contrário do que acontece nos países desenvolvidos, nos quais o setor

26 Utilizar lucros retidos é apenas uma das estratégias que podem ser utilizadas pelo empresário para financiar seus investimentos. Por motivos tributários (isenção de imposto de renda do capital emprestado) e de oportunidade (existência de aplicações financeiras com retornos maiores, porém com posições menos líquidas que as convencionais, como a poupança, e.g.), nem sempre é mais vantajoso para o empresário utilizar o capital excedente que dispõe em suas receitas para reinvestimento, que se utiliza então de capital de terceiros (empréstimos). Para esta análise, o empresário pode utilizar, com os devidos cuidados, o cálculo de índices, tais como o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Daí o fato da grande maioria das empresas manterem linhas de crédito em aberto nos bancos, mesmo que não necessariamente as utilizem.

27 O mecanismo de captação externa de recursos se deu através da expansão da emissão de *American Depositary Receipts* – ADRs, espécie de títulos de dívida emitidos em dólar por empresas não baseadas nos EUA e de debêntures e *bonds*, quando não através da própria listagem em bolsas internacionais, como a de Nova Iorque. Outro fator de suma importância é a maciça presença na única Bolsa brasileira a negociar ações, que é a de São Paulo (BM&F Bovespa), na qual a ação dos investidores estrangeiros (em especial os institucionais) correspondeu, em outubro de 2012, a 41,2% da movimentação diária média da BM&F Bovespa, além da participação média de 51,2% nas participações em distribuições públicas de ações realizadas no Brasil em 2012 (com pico de 76,4% no IPO do Banco BTG Pactual, que distribuiu no mercado pouco mais de R\$ 3,2 bilhões em abril de 2012).

financeiro compactua e participa do produtivo, seja através dos mercados de ações e títulos (caso dos EUA), seja através da participação acionária dos bancos em várias empresas (caso da Alemanha). Contudo, o padrão brasileiro de organização está em consonância com o observado nos países atrasados, no qual o financiamento das empresas ainda é cheio de obstáculos.

Com a criação do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE)²⁸, em 1952, durante o segundo governo de Getúlio Vargas (1951-1954), dentro de uma sequência de criação de instituições para acelerar o desenvolvimento nacional (em especial, as empresas estatais Petrobrás e Eletrobrás, expoentes no setor energético), surgiu uma alternativa para o financiamento de longo prazo. Seu objetivo, ao ser estabelecido, era ser o órgão formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico. Sua atuação era a de um aparelho de estado, sendo o agente financeiro do governo para fomento de longo prazo, sempre estando atrelada às mudanças político-institucionais e linhas de ação dos mandatários de cada época²⁹. A importância do BNDES desde então foi crescente (o S, de Social, só foi adicionado ao nome do banco em 1982), *pari passu* à captação de poupança externa que se fortaleceu a partir do Plano de Metas do governo Juscelino Kubitschek (1956-1960), ganhou força durante o governo Médici (1969-1974) e com as necessidades do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) no governo Geisel (1974-1979). Em todo esse período, o financiamento de longo prazo dependeu da capacidade de autofinanciamento das firmas, da ação do BNDE e de financiamento externo, tendo o sistema bancário privado participado timidamente deste esforço³⁰.

28 Ainda sem o S de Social (que só viria a ser associado ao nome do banco em 1982), para os leitores mais críticos isso deixa clara a despreocupação do aparelho estatal com a matéria do financiamento do desenvolvimento social ao lado do econômico. Apesar da inclusão da letra S ao seu nome, o BNDES ainda é visto como um banco cujo acesso é difícil às pequenas e médias empresas, que apresentam maior impacto social, algo que o banco vem tentando pouco a pouco desfazer, como no caso da cartilha “Apoio às Micro, Pequenas e Médias Empresas” (BNDES, 2012a).

29 O trecho a seguir elucidada, em poucas linhas, o que significa as mudanças de postura do BNDES conforme o governo em questão, sem alteração, contudo, de seu maior mote, que é o financiamento de projetos de longo prazo: “(...) os recursos do BNDES foram provenientes de empréstimos compulsórios dos contribuintes do imposto de renda, com a finalidade de financiar a diversificação industrial, embora a maior parte de seus recursos estivesse comprometida com o financiamento da infraestrutura. Durante o governo Kubitschek, o BNDES foi o executor do Plano de Metas, e forneceu o crédito de longo prazo para os segmentos de infraestrutura, incluindo o de energia, e também para a implantação da indústria automobilística e de bens duráveis. Depois de forte crise política e institucional, com o regime militar, o BNDES passaria a fornecer crédito de longo prazo, cada vez mais, para o segmento industrial privado e, apenas com o II Plano Nacional de Desenvolvimento, voltaria a ter papel preponderante na formulação da política industrial e na expansão de segmentos estratégicos para a industrialização brasileira. Posteriormente, a adesão brasileira ao projeto liberal, já na década de 1990, levaria o BNDES a ser protagonista do Programa Nacional de Desestatização, conduzindo a privatização de setores e empresas que, até então, eram estratégicos para o desenvolvimento brasileiro.” (IPEA, 2012, p. 291)

30 “Em todo esse período (do Plano de Metas de JK, nos anos 50, aos anos 80, de crise da dívida), o financiamento de longo prazo dependeu da capacidade de autofinanciamento das firmas, da ação do BNDE (posteriormente, BNDES) e de financiamento externo. Em todo esse período, o sistema de financiamento privado participou timidamente do esforço de financiamento de longo prazo. (...) Ainda que o financiamento privado da aquisição de bens de consumo duráveis tenha sido impulsionado, e o financiamento do governo tenha encontrado canais expressivos, o mesmo não se poderia dizer com relação ao financiamento do investimento a partir do sistema financeiro privado. Várias explicações para esse comportamento, possivelmente válidas e não excludentes, podem ser levantadas. Incluem desde a

O governo brasileiro bem tentou, através da Reforma do Sistema Financeiro (SOCHACZEWSKI, 1993) de 1966/1967 criar no Brasil um mercado de capitais ativo, que permitisse um sistema de financiamento de longo prazo ao padrão dos Estados Unidos, fazendo uma delimitação entre bancos comerciais (varejo), bancos de investimento (atacado) e financeiras (crédito pessoal), sem sucesso. Os principais problemas foram a falta de interesse do capitalismo nacional em organizar uma estrutura financeira desta envergadura, inclusive pela possibilidade de fontes de crédito mais baratas no exterior por parte das grandes empresas nacionais.

As grandes empresas nacionais seguiam uma linha de financiamento mais estrita, primeiro com foco nos lucros retidos, depois com busca de crédito externo (que a despeito da diferença cambial, era mais barato que o interno) e, somente a seguir, do crédito interno. Mesmo com as variações bruscas no câmbio, tais empresas continuaram a ser incentivadas a buscar crédito no exterior, dada a cobertura cambial que o Banco Central brasileiro forneceu a estas dívidas pelos anos 1970 e início dos anos 1980 (CARNEIRO, 2002; CASTRO & SOUZA, 2004).

Nos anos 1980, a dinâmica mudou: o foco da estrutura de capital dos grandes grupos nacionais foi a de reajustamentos patrimoniais, de modo a se aproveitar, no *front* externo, do que restava da cobertura cambial do BC e liquidar toda a sua dívida em moeda estrangeira. No *front* interno, por sua vez, a lógica era a da hiperinflação, nas quais as grandes empresas, com o poder de mercado que dispunham, procuraram aumentar os seus prazos de pagamento e diminuir seus prazos de recebimento, obtendo com isto, quando possível, os ganhos pela diferença inflacionária. O que se viu foi o ganho de importância para as até então incipientes “receitas de tesouraria” das empresas, que, com o mercado consolidado da dívida pública indexada, tornaram-se *traders* (negociantes) da mesma, garantindo com isto, na prática alta remuneração e elevada liquidez. (BELLUZZO & COUTINHO, 1998; CARNEIRO, 2002).

Com a abertura da economia e o fim da hiperinflação nos anos 1990, a fonte de renda financeira das grandes empresas desapareceu e, diante do câmbio valorizado, a dinâmica da estrutura de capital das grandes empresas alterou-se novamente, com a entrada significativa de *players*

natureza familiar da gestão dos bancos e a estrutura de mercado dos diversos subsegmentos do mercado financeiro, tipificada por baixa competição, até a instabilidade macroeconômica, especialmente o par inflação-dívida pública, por conta de seus efeitos sobre a formação de expectativas e sobre o custo de oportunidade da banca nacional. A incidência desses elementos macro e microeconômicos teria funcionado como incentivos negativos à consolidação de um sistema de financiamento do desenvolvimento brasileiro, e indicados como responsáveis pela especialização do sistema financeiro privado nas operações de financiamento de curto prazo.” (ALVES JUNIOR, 2002, p. 333)

internacionais na economia brasileira, em busca não apenas das empresas estatais que estavam sendo privatizadas (em maior grau), mas também em investimentos *greenfield* (em menor grau). Agora a luta era não apenas pela competitividade, mas também pela própria sobrevivência dos grupos. Junto com o câmbio valorizado prevaleceu a prática taxas de juros reais muito elevadas, o que dificultou ainda mais o financiamento das grandes empresas, que mais uma vez apelaram para seus lucros retidos e, quando possível, para o crédito bancário. (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

No campo das finanças bancárias, os anos 1990 tiveram outro significado, que foi a derrubada dos índices de inflação no espectro do Plano Real, o que representou uma queda das receitas de *floating* inflacionário para os bancos³¹, incorrendo inclusive em quebras de bancos tradicionais, como o Nacional, o Econômico e o Bamerindus, para citar os maiores. Com o diagnóstico de uma possível crise sistêmica, a saída encontrada pelo governo foi lançar um plano de emergência em novembro de 1995, que foi o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) dentre outras medidas saneadoras do sistema bancário, como o Regime de Administração Especial Temporária (RAET), utilizado até hoje em quebras de bancos, por exemplo. (CORAZZA, 2000; BARBOSA, 2007).

Nos anos 2000, o que se viu foi o fortalecimento, em especial depois de 2004, do mercado de capitais brasileiro (FREITAS, 2009; OLIVEIRA, 2010). Este aumento ocorre de modo assimétrico, em especial pelas oscilações dos fluxos de capitais, em especial quando comparamos o pré e o pós-crise financeira mundial de 2008, o que dificulta a captação do melhor momento da janela de oportunidade (típico caso de *market timing*). Outro fator que é citado para a menor aderência das empresas de grande porte de origem familiar e de pequeno e médio porte no geral ao mercado de capitais é a quantidade de exigências qualitativas e parâmetros de contabilidade exigidos pelas autoridades competentes - transparência institucional e regras de governança corporativa - para que possam entrar no mercado acionário.

As empresas que possuem capital aberto, ou seja, estão aptas perante a Comissão de

31 “Estas receitas (bancárias, derivadas do floating inflacionário), que historicamente se situavam em torno de 2% do PIB e no período de 1990-93 chegavam a 4%, foram reduzidas a 2,0%, em 1994, e a 0,1%, em 1995. Em termos do valor da produção bancária imputada, as receitas inflacionárias, que representavam 87,3%, reduziram-se para 49,5%, em 1994, e 1,6% em 1995. Essa perda era um indicador de que o sistema financeiro teria de passar por profundas modificações. (...) Por outro lado, apesar da perda expressiva de receita inflacionária, a rentabilidade dos bancos não se alterou significativamente. (...) A manutenção de taxas elevadas de rentabilidade se deveu à troca de receita inflacionária pela receita de serviços, que quase duplicou sua participação relativa nos anos posteriores ao Plano Real. Com efeito, a receita de serviços, que representa apenas 8% em 1990, passa para 10,5%, em 1993, e para 21,5%, em 1995. Cabe notar também que o aumento da receita de serviços é maior nos bancos públicos que nos privados.” (CORAZZA, 2000, pp. 4-5)

Valores Mobiliários (CVM) do mercado de capitais, buscam tanto para se financiar através de *securities* (bônus e ações), como pela busca de crédito direto externo. O crédito bancário privado de longo prazo ainda é uma opção, apesar de seu maior custo³² quando comparado ao crédito subsidiado dos bancos públicos. O crédito desejado, e tido, a partir do governo Lula, em especial no seu segundo mandato, é o crédito público subsidiado que, a despeito de nunca ter deixado de existir, voltou a ser disponibilizado em alta monta (o que pode ser observado pelo aumento dos desembolsos do BNDES, o que será demonstrado na próxima seção deste capítulo).

Outra via de financiamento de longo prazo existente, embora não tão bem desenvolvida no Brasil, corresponde ao mercado de capitais. A primeira de Bolsa de Valores brasileira foi criada na cidade do Rio de Janeiro/RJ em 1845, com várias bolsas regionais de menor importância econômica e mais especializadas no comércio de produtos primários (agropecuários e produtos minerais) destas localidades surgindo nos anos subsequentes (LEVY, 1977). Quarenta e cinco anos depois, em 1890, é fundada por Rangel Pestana, em São Paulo, a *Bolsa Livre*, que com o passar dos anos iria mudar sucessivamente de nome, adquirindo importância concomitantemente à assunção de São Paulo como maior centro econômico do país.

“Até as reformas do sistema financeiro e do mercado de capitais, implantadas (sic) pelo governo no biênio 1965-1966, as bolsas de valores brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretores nomeados pelo poder público.

Após as reformas, as bolsas assumiram a característica institucional que mantêm até hoje, transformando-se em associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial. A antiga figura individual do corretor de fundos públicos foi substituída pela da sociedade corretora, empresa constituída sob a forma de sociedade por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada.” (CVM, 2012)

Os maiores problemas enfrentados para a popularização do mecanismo do mercado de capitais no Brasil na forma das Bolsas de Valores foram:

32 Os principais condicionantes dos maiores custos do crédito dos bancos comerciais privados, quando comparados ao crédito dos bancos comerciais públicos, são a taxa de juros base da economia brasileira ser maior que a internacional (o que encarece os custos de captação do Real no mercado interbancário), a necessidade de manutenção de altas provisões de crédito duvidoso (o que por sua vez aumenta o *spread*) e a conta do “custo de risco-país”, em especial embutido pelos bancos internacionais ao emprestar para empresas brasileiras.

- a) a má imagem institucional deste mercado no país, em especial a partir da ciranda financeira que caracterizou o mercado de capitais brasileiro, na euforia do “Milagre Econômico” brasileiro dos anos 70, na qual a especulação transcendeu o investimento na demanda por capital para investimento³³ até episódios como a quebra da Bolsa do Rio de Janeiro em 1989 através da ação especulativa do investidor libanês radicado no Brasil Naji Nahas³⁴;
- b) a economia em estágio inflacionário e seu desdobramento de indexação e correção monetária, desde o fracasso do governo em criar um mercado de títulos com credibilidade perante os investidores, dadas as sucessivas mudanças institucionais (BARBOSA, 1993), até pelos riscos associados ao mercados de capitais de títulos privados num contexto de altas taxas de inflação, quando existiam perspectivas “seguras” de rendimentos no *open market* e no *over night* com títulos de dívida pública, tornados líquidos pela renegociação diária³⁵ (CASA, 2008).
- c) inexistência de um mercado secundário denso (no qual a revenda seria mais ágil e menos onerosa para o portador do título), na qual os títulos privados fossem negociados de forma tão atrativa quanto os títulos públicos³⁶. Isto acontece muito em consequência dos dois pontos anteriores, mas também pela ausência de maiores incentivos para que seu fluxo de capitais em direção ao sistema financeiro brasileiro, em especial os fiscais e legais.³⁷

33 “Assim, a ciranda financeira que se estabeleceu com os papéis do Tesouro acabou sendo um mecanismo funcional para o governo, as instituições financeiras e o próprio setor produtivo privado. Isso porque: o primeiro rolava seus débitos; o segundo fugia do risco privado, crescente num momento de recessão, para o risco “soberano”, representado pelas obrigações do Tesouro; e o setor produtivo encontrava na ciranda financeira não só uma forma de tentar preservar o valor real de sua riqueza líquida, como também uma alternativa de aplicação de seus ganhos e lucros, dada a impossibilidade de transformá-los em novas inversões produtivas num quadro de recessão, queda dos rendimentos reais dos assalariados e redução do emprego, prevalentes no país há mais de uma década.

Em síntese, na ciranda financeira articularam-se a necessidade do governo em girar seu endividamento com a preferência pela liquidez do setor produtivo que, assombrado com o estado das expectativas, deixou de investir.” (MENDES, 1993, p. 217)

34 “Em 1989, (Naji) Nahas e seus laranjas (que operavam em seu nome) obtinham financiamentos informais de bancos e corretoras, para aumentar as compras de ações no mercado à vista e, com isso, o preço dos papéis. Apostando na posição de comprado no mercado de opções, Nahas obrigaria os vendidos, cobertos ou a descobertos (que não tinham os papéis) a comprarem as ações para lhe entregar. Possuidor de grande quantidade de papéis, realizava a venda através de intermediários e acabava por recebê-los de volta. E isso, sem entrar com nenhum dinheiro. Na época, as bolsas liquidavam os negócios em cinco dias. Montou-se, então, uma pirâmide, que ruiu quando o então presidente da Bolsa de Valores de São Paulo, Eduardo Rocha Azevedo, convenceu financiadores de que Nahas iria quebrar, cortando seu fluxo de dinheiro e provocando uma quebra em cadeia.” (JANSEN, 2009)

35 “Apesar de o mercado de títulos públicos ter possibilitado a criação de uma sofisticada infraestrutura operacional e de serviços, e oferecer um referencial de juros, seu tamanho em relação à poupança financeira agregada e as características dos títulos públicos limitaram o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida privada.” (FRISCHTAK, 2010, p. 11)

36 “Em razão da existência de títulos de dívida pública indexados à taxa básica de juros, a grande maioria dos agentes econômicos apresenta um viés de curto prazo em suas decisões de alocação da riqueza financeira, priorizando aplicações com remuneração referenciada à taxa de juros do mercado interbancário (CDI-Over), o que dificulta o surgimento de *um mercado de financiamento voluntário de longo prazo.*” (FREITAS, 2012, p.1)

37 “Para o desenvolvimento do mercado primário de títulos, entretanto, é fundamental a existência de um mercado secundário denso que dê liquidez aos títulos emitidos primariamente, pois isto estimula que os “poupadores” comprem títulos de maturidade mais

- d) concorrência com o BNDES no financiamento de longo prazo, em especial com descolamento de taxas (a taxa SELIC é maior que a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP – que rege parte dos desembolsos do BNDES), de modo a inibir a afluência de capitais ao mercado financeiro (BACHA & OLIVEIRA FILHO, 2006)

O país chegou a contar com nove bolsas de valores em operação simultaneamente, com proeminência das negociações nas bolsas do São Paulo e do Rio de Janeiro (nesta ordem de importância), sendo que atualmente apenas a primeira continua em operação. Em 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) integraram-se, formando a BM&FBOVESPA, que atualmente é a maior bolsa de valores da América Latina e a segunda maior das Américas em valor de mercado.

No Brasil, o financiamento de longo prazo deu-se, em sua maioria, via sistema bancário. Apesar de, a partir de 2004, ter-se verificado uma arrancada do mercado de capitais brasileiro, que vem crescendo em profundidade desde então, a maior parte deste crédito foi proveniente do maior banco público de fomento do país, que é o BNDES, algo que chama a atenção interna³⁸ e externamente³⁹. O BNDES, sozinho, atende a cerca de 20% de todo o estoque de dívida em vigor no Brasil (entre créditos, repasses e afins), de onde podemos perceber facilmente a sua importância para o país, conforme se pode observar no gráfico 1. É importante observar que a participação do BNDES no estoque total de crédito disponível no Sistema Financeiro Nacional (SFN) variou ciclicamente de 2004 a 2008 e anticíclicamente a partir de 2009. A queda da participação do BNDES entre 2004 e 2008, que foi de

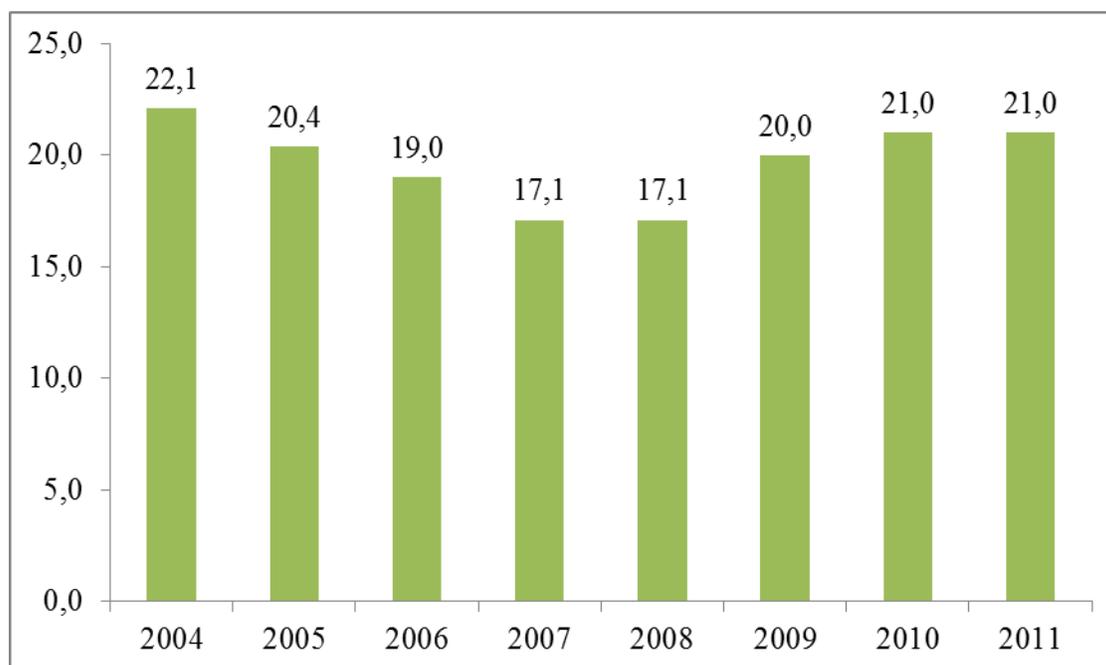
longa. Como já ressaltado anteriormente, os especuladores têm um papel importante em dar liquidez aos mercados financeiros, ainda que sua ação possa instabilizar os preços em tais mercados. Cabe assinalar que a poupança adicional gerada pelo processo multiplicador de renda deverá ser canalizada através do mercado financeiro para que o funding das empresas possa ser realizado, mas para tanto é necessário a existência de instrumentos financeiros apropriados para tanto.” (PAULA, 2012, p. 79)

38 “Os conselheiros (do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social – CDES) destacaram a bem-sucedida expansão do crédito propiciada pela política macroeconômica, bem como diversas medidas institucionais e microeconômicas, a exemplo da Lei Geral de Falências, do crédito consignado e de mudanças no crédito imobiliário. Avaliaram, entretanto, que mais de 90% do crédito doméstico de longo prazo brasileiro é fornecido pelo BNDES, evidenciando a necessidade de incentivar o crédito privado e internacional. Outro problema para expansão do crédito privado de longo prazo é a dificuldade de captação de poupança interna e externa, pois na economia brasileira a taxa de juros de longo prazo é menor que a taxa de juros de curto prazo. Além da baixa remuneração de títulos, são altos os custos de financiamento de longo prazo, sobretudo relacionados a projetos de infraestrutura. Assim, é necessário não só expandir o crédito de longo prazo, mas também implementar uma política macroeconômica que crie as condições necessárias para reduzir os juros de curto prazo e tornar atrativo o investimento de longo prazo.” (CDES, 2010).

39 “Private credit markets in Brazil operate almost exclusively on the short term, in sharp contrast to most OECD countries where they typically provide both short- and long-term lending operations. Banks have traditionally been unwilling to provide long-term funding, and borrowers looking for bank loans with longer maturities to finance long-term investment have typically been unable to find a market. Private credit institutions have instead preferred to invest in relatively high-yield short-term assets available in Brazil, including a considerable amount of public debt, as well as credit card and other short-term consumer lending.(...) The average duration of the current loan portfolio of private banks to corporate clients is below 13 months”. (ARNOLD, 2011, p. 22)

22,1% em 2004 para 17,1% do estoque de crédito em 2008, ocorreu em consonância com o reaquecimento do mercado de capitais brasileiro e o aumento dos fluxos de capitais internacionais rumo ao Brasil. Já no período 2009-2011 a ação do BNDES foi anticíclica, no intuito de diminuir os impactos do fechamento do canal de crédito ocorridos no esteio da crise financeira mundial de 2008, mantendo-se desde então em 21,0% do estoque do crédito em 2010 e 2011.

Gráfico 1 – Participação do BNDES no total emprestado pelo SFN 2004-2011 (Em %)



Fonte: Ministério da Fazenda (2012a). Elaboração própria

A tabela 1 oferece um retrato panorâmico do Sistema Financeiro Nacional entre os anos de 2002 e 2011. Podemos perceber, dentro do período analisado, o aumento da magnitude do total de ativos do SFN, que passa de 119,0% do PIB em 2002 (R\$ 1,8 trilhões) para 178,3% do PIB em 2011 (R\$ 7,4 trilhões), a despeito da queda no número de instituições financeiras operando no Brasil no período, que passou de 1.725 em 2002 para 1.603 em 2011.

Tabela 1 – Estrutura e números do SFN entre 2002 e 2011

	2002				2007				2011			
	Número de Instituições	(R\$ bilhões)	(% Ativos SFN)	(% PIB)	Número de Instituições	(R\$ bilhões)	(% Ativos SFN)	(% PIB)	Número de Instituições	(R\$ bilhões)	(% Ativos SFN)	(% PIB)
Instituições de Depósito	1.725	1.143	65.0	77.4	1.761	2.189	54.7	82.3	1.603	4.387	59.4	105.9
Bancos Comerciais e Múltiplos dos quais, pelo tamanho:	135	850	48.3	57.5	123	1.698	42.4	63.8	125	3.244	43.9	78.3
Bancos Grandes	14	693	39.4	46.9	11	1.382	34.5	51.9	9	2.765	37.4	66.7
Bancos Médios	39	129	7.4	8.8	39	258	6.4	9.7	31	371	5.0	9.0
Bancos Pequenos	82	28	1.6	1.9	73	58	1.4	2.2	85	108	1	2.6
dos quais, pelo controle societário:												
Bancos Federais	6	211	12.0	14.3	5	341	8.5	12.8	3	753	10	18
Bancos Estaduais	7	43	2.4	2.9	6	80	2.0	3.0	5	59	0.8	1.4
Bancos Privados – Controle Nacional	67	340	19.4	23.0	62	845	21.1	31.8	64	1.680	22.7	40.5
Bancos Privados – Controle Estrangeiro	55	256	14.6	17.3	50	432	10.8	16.2	53	752	10.2	18.2
Bancos de Desenvolvimento	3	154	8.8	10.4	3	205	5.1	7.7	4	580	7.8	14.0
Caixas de Poupança	1	122	6.9	8.3	1	239	6.0	9.0	1	464	6.3	11.2
Associações de Crédito e Poupança	2	1	0.1	0.1	2	2	0.1	0.1	2	4	0.0	0.1
Cooperativas de Crédito	1.372	11	0.7	0.8	1.418	38	0.9	1.4	1.277	85	1.2	2.1
Bancos de Investimento	8	0	0.0	0.0	6	3	0.1	0.1	5	3	0.0	0.1
Financeiras	28	1	0.1	0.1	22	1	0.0	0.1	31	4	0.0	0.1
Sociedades de Crédito Imobiliário	18	3	0.2	0.3	17	2	0.1	0.1	16	3	0.0	0.1
Instituições de Microcrédito	27	0	0.0	0.0	43	0	0.0	0.0	37	0	0.0	0.0
Instituições financeiras não-depositárias	811	9	0.5	0.6	683	16	0.4	0.6	613	23	0.3	0.6
Agências de Desenvolvimento	9	2	0.1	0.1	12	4	0.1	0.1	16	7	0.1	0.2
Empresa de Leasing	11	2	0.1	0.2	3	1	0.0	0.0	3	2	0.0	0.0
Corretoras de Valores Mobiliários	108	1	0.1	0.1	65	5	0.1	0.2	57	5	0.1	0.1
Corretoras de Câmbio	43	0	0.0	0.0	41	0	0.0	0.0	40	0	0.0	0.0
Distribuidora de Títulos e Valores	94	1	0.0	0.0	67	1	0.0	0.0	67	1	0.0	0.0
Administradora de Consórcios	332	3	0.1	0.2	285	5	0.1	0.2	226	8	0.1	0.2
Companhias de Seguro	159	63	3.6	4.3	161	206	5.1	7.7	169	426	5.8	10.3
Vida (longo prazo)	60	33	1.9	2.2	65	139	3.5	5.2	63	298	4.0	7.2
Gerais	12	1	0.0	0.0	29	3	0.1	0.1	31	7	0.1	0.2
Vida e Gerais	63	29	1.7	2.0	51	64	1.6	2.4	50	107	1.4	2.6
Resseguradoras	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8	14	0.2	0.3
Gestoras de Investimentos e Ativos 1	-	573	33.2	38.7	472	1.712	41.5	64.3	486	2.815	36.8	67.9
Fundos de Investimento	-	355	20.6	24.0	87	1.160	28.2	43.6	93	1.940	25	46.8
Fundos de Pensão 1	-	218	12.6	14.7	-	552	13.4	20.7	-	875	11	21.1
Fundos de Pensão Abertos	355	30	1.7	2.0	385	120	2.9	4.5	393	261	3.4	6.3
Total Setor Financeiro 2	2.695	1.758	100.0	119.0	2.916	4.003	100.0	150.4	2.702	7.389	100.0	178.3
Notas:												
Moeda e Mercado de Capitais 3	n.a.	1.582	90.0	107.0	n.a.	5.715	142.8	214.7	n.a.	6.826	92.4	164.7
Mercado Monetário	n.a.	159	9.0	10.8	n.a.	443	11.1	16.6	n.a.	883	13	21.3
Mercado de Títulos Públicos	n.a.	623	35.4	42.2	n.a.	1.225	30.6	46.0	n.a.	1.783	26	43.0
Mercado de Títulos Privados	n.a.	48	2.8	3.3	n.a.	223	5.6	8.4	n.a.	455	6.7	11.0
Mercado de Capitais	n.a.	438	24.9	29.7	n.a.	2.478	61.9	93.1	n.a.	2.294	33.6	55.4
Mercado de Derivativos 4	n.a.	313	17.8	21.2	n.a.	1.347	33.6	50.6	n.a.	1.410	20.7	34.0
PIB Nominal (em R\$ Bilhões)		1.478				2.661				4.143		

Fonte: IMF (2012a) – Elaboração própria

- Notas:
- 1 Ativos que estão sob sua administração.
 - 2 Valor agregado provavelmente sobrestimado em termos absolutos devido a possíveis duplas contagens.
 - 3 Saldo em aberto, salvo se indicado de outra forma.
 - 4 Posições em aberto na BM&FBovespa – Valor notional

Várias ilações são obtidas através da análise da tabela 1, de modo que procuramos destacar as mais importantes dentro do escopo desta monografia.

O sistema bancário brasileiro (bancos comerciais e múltiplos) cresceu em volume de ativos, passando de R\$ 850 bilhões em 2002 para R\$ 3,2 trilhões em 2011. Entretanto, tal aumento não explica para o aumento do SFN, dada que a participação dos ativos dos bancos comerciais e múltiplos caiu de 48,3% do total de ativos do SFN em 2002 para 43,9% em 2011. Outra informação trazida pela tabela 1 referente ao sistema bancário é o aumento de sua concentração em número e ativos. O número de bancos grandes (conglomerados financeiros, com presença direta em no mínimo 12 estados ou mais e patrimônio líquido maior que US\$ 10 bilhões) passou de catorze para nove no período analisado. Os ativos dos bancos grandes somados, por sua vez, passaram, em porcentagem do PIB, de 46,9% em 2002 para 66,7% em 2011. O aumento da soma dos ativos de tais bancos, contudo, quando comparado com o total de ativos do SFN, não ocorre, ocorrendo uma queda desta relação entre 2002 (39,4%) e 2011 (37,4%), o mesmo acontecendo com a participação do sistema bancário como um todo em relação de ativos no SFN, que caiu de 48,4% em 2002 para 43,4% em 2011.

O aumento do SFN pode então ser explicado pelo aumento do volume de ativos das companhias de seguro e do patrimônio administrado pelas gestoras de investimentos e ativos. Os ativos das companhias de seguro passaram de R\$ 63 bilhões em 2002 (3,6% do total de ativos do SFN) para R\$ 426 bilhões em 2011 (5,8% do SFN). Já os ativos sob administração das gestoras de investimentos e ativos passaram de R\$ 573 bilhões em 2002 (33,2% do total de ativos do SFN) para R\$ 2,8 trilhões em 2011 (36,8% do SFN), sendo tal movimento puxado pelos fundos de investimento.

Os impactos da crise financeira de 2008, por sua vez, são facilmente percebidos na oscilação no mercado de moeda e de capitais e da participação índice do total de ativos negociados dos mercados de capitais e derivativos pelo PIB do período.

No período pré-crise, o total de ativos negociados nos mercados de moeda e de capitais ultrapassou o total do SFN, passando de R\$ 1,5 trilhões em 2002 (90% dos ativos do SFN naquele ano) para R\$ 5,7 trilhões em 2007 (142,8%), em especial através dos mercados de capitais e de derivativos. No período pós-crise os mercados de moeda e de capitais cresceram menos que o SFN, apesar do aumento no volume de ativos (R\$ 6,8 trilhões em 2011), cuja relação em 2011 era de 92,4%.

Já no mercado de capitais e de derivativos, a soma de suas participações, que era equivalente a 50,9% do PIB em 2002, passou a 143,7% do PIB em 2007, ou seja, quase triplicou no

período. Contudo, em 2011, no rescaldo dos impactos da crise de 2008, com a contração da participação da soma dos ativos negociados no mercado de capitais e de derivativos para 89,4% do PIB.

A despeito do movimento oscilatório, há algo que não se pode negar: o aumento da participação de dos mercados de moeda e capitais é algo inevitável. São dignos de nota os crescimentos do volume do mercado monetário e do mercado de títulos privados.

O volume do mercado monetário passou de R\$ 159 bilhões em 2002 para R\$ 883 bilhões em 2011, muito em consequência dos investimentos que buscavam a captura, no curto prazo, das rendas do diferencial da taxa de juros brasileira quando comparada com as médias internacionais. O mercado de títulos privados, por sua vez, teve seu volume aumentado de R\$ 48 bilhões em 2002 para R\$ 455 bilhões em 2011, passando sua equivalência em relação ao total do PIB de 3,3% em 2002 para 11,0% em 2011, o que representa um potencial que vem sendo paulatinamente aproveitado pelos grupos empresariais emitentes e pelos investidores compradores no mercado de capitais.

2.2. Fontes de financiamento de longo prazo

Com os dados da tabela 1 podemos perceber que a maior parte dos ativos do SFN é eminentemente privada. Assim, como explicar a proeminência do crédito público no financiamento de longo prazo no Brasil? Responder este questionamento é o objetivo desta seção, que possui três subseções. A primeira, “Sistema bancário brasileiro atual”, que procura mostrar e analisar as posições dos maiores bancos comerciais públicos e privados e a importância do BNDES neste sistema. A segunda, “Mercado de capitais no Brasil”, busca estudar o mercado de capitais brasileiro, separando na análise o mercado de ações do de títulos. A terceira e última subseção, “Perspectivas e futuros”, procura trazer uma breve análise do futuro do sistema de financiamento de longo prazo no Brasil, trazendo sugestões de melhorias conforme o diagnóstico feito nas seções anteriores.

2.2.1. Sistema bancário brasileiro atual

O sistema bancário brasileiro é um dos maiores e mais tecnologicamente avançados do

mundo⁴⁰, sendo domesticamente interligado e espalhado, controlado por agentes nacionais⁴¹ e regulado por um dos Bancos Centrais mais rigorosos do mundo. É um sistema que apresenta elevados níveis de liquidez, capitalização e rentabilidade, tendo a maioria de seus bancos adequados às regras internacionais (Índice de Basiléia, em especial), além de alta concentração, com seus cinco maiores bancos controlando 2/3 dos ativos totais do sistema. (IMF, 2012b)

Tabela 2 – O Sistema bancário brasileiro em números*

Bancos por Controle Societário	Número	Patrimônio Líquido (%)	Total de Ativos (%)	Depósitos (%)	Empréstimos (%)
1) Públicos**	13	33,48	43,26	45,86	41,90
2) Privados					
2a) Controle Nacional	67	39,60	39,07	38,02	40,15
2b) Controle Estrangeiro	57	26,92	17,67	16,12	17,96
Subtotal 2 (2a + 2b)	124	66,52	56,74	54,14	58,10
Total (1+2)	137	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: IMF (2012b) – Elaboração Própria

* Os dados coletados pelo IMF são referentes a Outubro/2011

** Considerando BNDES e CEF

Uma das maiores críticas ao mercado bancário brasileiro por parte dos empresários é o alto custo do capital, que se traduz nos altos *spreads* (OLIVEIRA, 2004; OREIRO *et alli*, 2006). As alegações dadas são várias, dentre elas as altas taxas de juros correntes, os custos de captação e as provisões para devedores duvidosos, sendo este um debate com muitos desdobramentos.

“Não se trata de um debate “desinteressado”. Cada grupo de interesse apontava uma determinada causa para justificar o spread elevado. Quando se apontava só a “cunha fiscal”, responsabilizava-se a busca de maximização do superávit primário governamental. Quando

40 O Brasil foi o único país do mundo que conseguiu conviver com alta inflação e economia totalmente indexada sem dolarizar formalmente suas contas. O avanço do sistema de informações bancárias brasileiro, referência mundial em tecnologia bancária mundial, acabou por ser uma consequência. Para fins demonstrativos, segundo a pesquisa Ciab FEBRABAN (2012), os bancos brasileiros investiram em tecnologia, apenas durante o ano de 2011, cerca de US\$ 10 bilhões.

41 “Relative to peers, the Brazilian banking system is less globally integrated. Foreign banks (mainly from Europe and the U.S.) control slightly less than 20 percent of total banking assets (down from close to 30 percent in 2002). Santander (fifth largest bank) has the more significant market share (9 percent of the system’s assets), followed by HSBC (with 3 percent of the system’s assets). This is lower than the foreign participation in other Latin American peers. Also, foreign banks’ businesses are focused on the Brazilian market—international exposures account for only around 10 percent of their assets and 17 percent of their liabilities (as of March 2011)—while domestic banks have limited foreign lending and borrowing—only around 5-6 percent of their assets and liabilities.” (IMF, 2012b, p. 8)

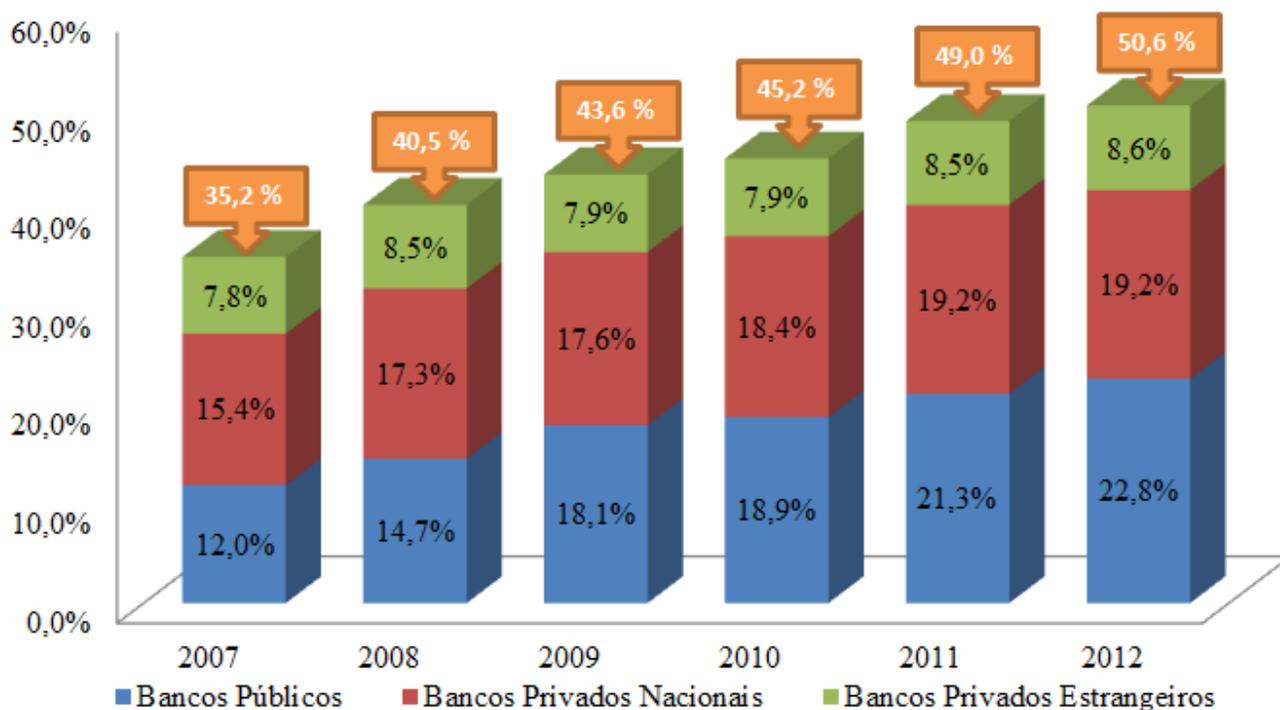
o destaque era a inadimplência, a responsabilidade ficava com a má gestão dos clientes (seleção adversa) e/ou com o contumaz perdão dos devedores concedido pelo judiciário brasileiro (risco moral). Quando se olhavam apenas as despesas de pessoal, os “culpados” eram os sindicatos. Outra tentativa de achar o “bode expiatório” foi feita quando se apontava, sem evidência empírica suficiente, elevado grau de ineficiência do setor, notadamente dos bancos públicos. Culpavam-se, então, estes como os grandes responsáveis pela elevação da componente do spread relativa à parcela dos custos administrativos. Entretanto, incorria-se na falácia da agregação de instituições financeiras muito distintas por origem de capital ou porte.” (COSTA, 2012, p. 439)

O volume do estoque de crédito aumentou consideravelmente no Brasil a partir de 2003, em especial através da ação dos bancos públicos⁴². Decompondo este estoque em três principais fontes, bancos públicos, bancos privados nacionais e bancos privados estrangeiros, os primeiros possuem a maior fatia, em comparação ao PIB, conforme podemos ver no gráfico 2, que foca o período entre 2007 e junho de 2012. No período analisado, a proporção do estoque de crédito no Brasil comparado ao PIB passou de 35,2% em 2007 para 50,6% em junho de 2012.

O estoque de crédito aumentou nas três fontes, mas de forma assimétrica. O aumento do estoque de crédito dos bancos públicos foi notável no período analisado, passando, em relação ao PIB, de 12,0% em 2007 para 22,8% em junho de 2012 (aumento de 90% no período), ao passo que a soma estoque de crédito dos bancos privados nacionais e estrangeiros passou de 23,2% em 2007 para 27,8% em 2011 (aumento de 20% no período). Decompondo o crescimento do estoque de crédito dos bancos privados, percebemos que o volume desembolsado pelos bancos nacionais cresceu em um ritmo maior que o dos estrangeiros, o que pode ser explicado pela evolução do crédito consignado no Brasil, segmento amplamente dominado pelos bancos nacionais, em especial os de pequeno e médio porte.

42 “A partir de 2003, contudo, verifica-se uma notável mudança na estrutura e no desempenho do setor bancário brasileiro. No que se refere à performance do setor bancário, verifica-se que a relação crédito/PIB, que vinha apresentando uma notável redução até o ano de 2002, começa um movimento ascendente, alcançando a marca 45% em julho de 2009. Em relação à estrutura do setor, o processo de redução da participação do Estado no setor financeiro é revertida, com o aumento da participação dos bancos públicos no total de crédito concedido pelo sistema bancário brasileiro. Com efeito, entre janeiro de 2003 e fevereiro de 2010, as operações totais de crédito do sistema financeiro público subiram 415,50% contra um aumento de 348,08% do sistema financeiro privado. Olhando apenas o crédito ao setor industrial, evidencia-se elevação de 297,33% do crédito público contra 240,46% do privado. A expansão do crédito do setor privado somente supera a performance de crescimento do crédito público nas operações às pessoas físicas e rurais. De toda sorte, o volume de crédito público ao setor rural é 35% superior ao concedido pelo privado.” (CORREA *et alli*, 2010, p. 2).

Gráfico 2 – Distribuição das carteiras de crédito no Brasil em porcentagem do PIB entre 2007 e 2012*



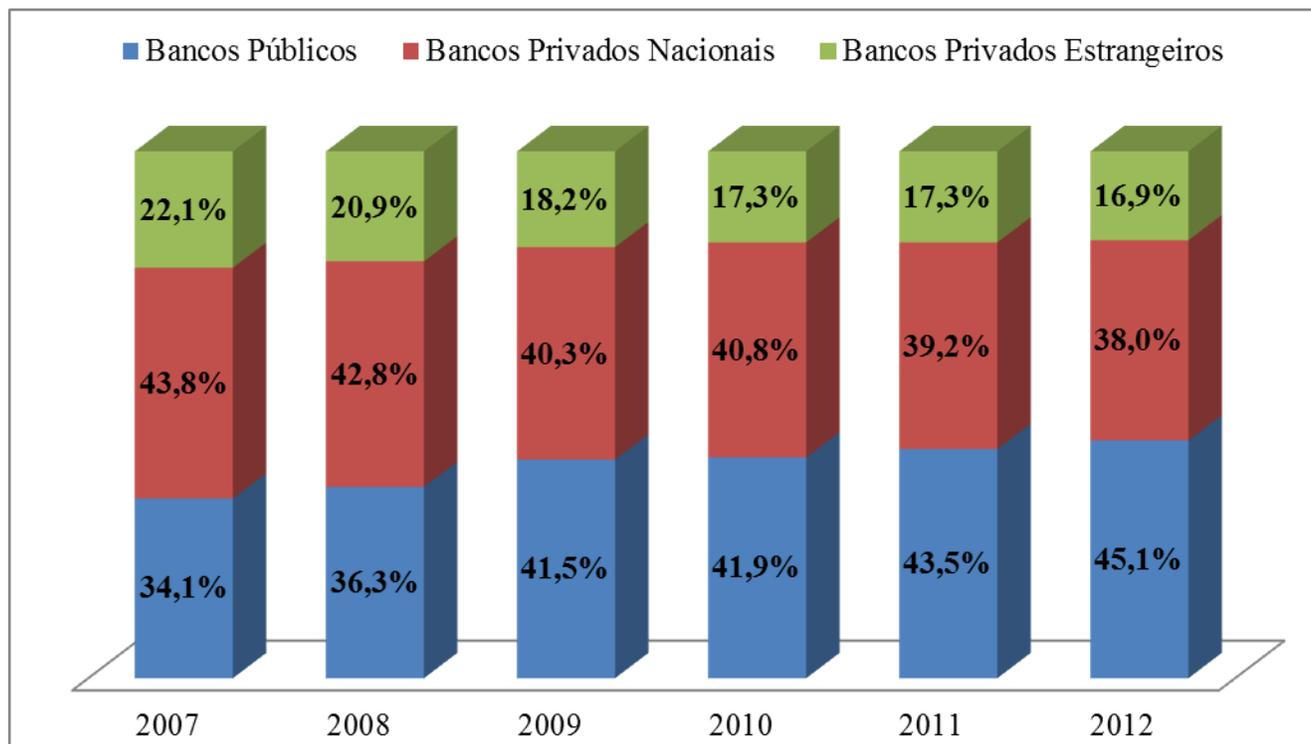
Fonte: CEMEC (2012b) – Elaboração própria

* Os dados de 2012 são referentes até o mês de junho deste ano.

O crescimento assimétrico das carteiras de crédito, seguindo a segmentação proposta no gráfico 2 (bancos públicos, bancos privados nacionais e bancos privados estrangeiros), levou a uma modificação nas posições de financiadores no país, o que podemos observar no gráfico 3, cuja análise se restringe ao total do estoque de crédito disponível no Brasil entre 2007 e 2012, sem levar em conta seu crescimento. Percebe-se o avanço mercadológico dos bancos públicos, que ultrapassaram no período analisado os bancos privados nacionais como maiores emprestadores no país já em 2009, dentro do esforço creditício anticíclico do governo. Outro fator observado foi a perda de espaço dos bancos privados estrangeiros, que perderam mais terreno proporcionalmente que seus congêneres nacionais. Tais bancos apresentaram uma queda de 23,6% de participação no total das carteiras de crédito no Brasil, ao passo que os bancos privados nacionais tiveram diminuição de 13,2%. Este movimento deve se acentuar nos próximos anos com a ofensiva dos bancos públicos para reduzir o

spread bancário no Brasil, o que será discutido mais adiante.

Gráfico 3 – Distribuição das carteiras de crédito no Brasil por segmentação de bancos entre 2007 e 2012 *



Fonte: CEMEC (2012b) – Elaboração própria

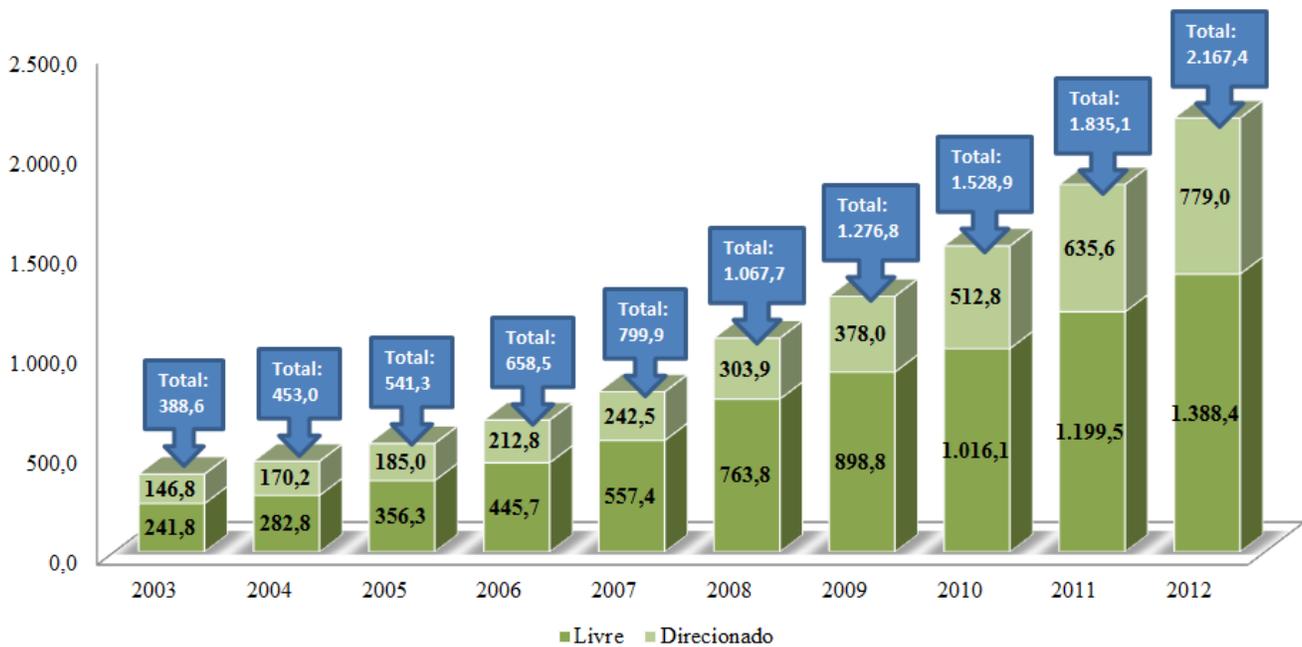
* Os dados de 2012 são referentes até o mês de junho deste ano.

O gráfico 4 apresenta os volumes de crédito no Brasil entre junho de 2003 e junho de 2012, dividindo-os em crédito livre, que é aquele oferecido pelos bancos em diversas modalidades de produtos independentemente das políticas de crédito do governo, e crédito direcionado, que é aquele cuja destinação é previamente definida pelo governo, tais como as modalidades de crédito rural e habitacional, dentre outros. Ambos os tipos de crédito (livre e direcionado) mostraram aumento no período analisado, crescendo quase sempre numa proporção crédito livre/credito consignado de 2:1.

O estoque de crédito atingiu, em junho de 2012, um valor de R\$ 2,17 trilhões, o que corresponde a 50,6% do PIB. Este movimento tende a continuar, com a redução dos *spreads* bancada pelo governo federal através das sucessivas reduções da taxa de juros básica da economia (SELIC) a

partir de agosto de 2011 e do esforço dos bancos públicos em prol desta queda, e que vem se alastrando pelo sistema bancário privado (REZENDE, 2012).

Gráfico 4 - Crédito direcionado e crédito livre de junho de 2003 a junho de 2012 (Em R\$ bilhões)



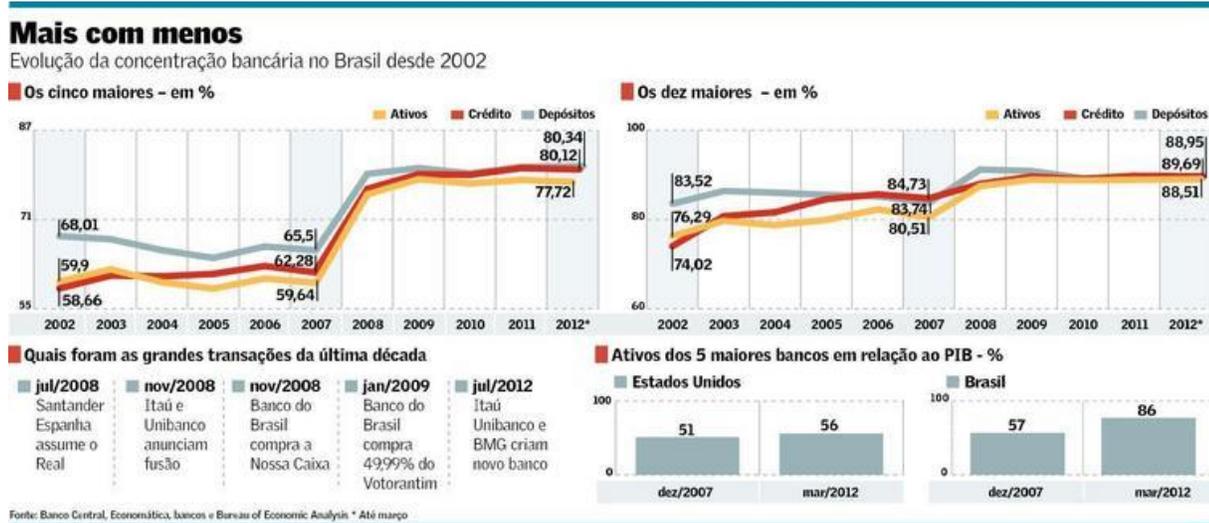
Fonte: Ministério da Fazenda (2012b) – Elaboração própria

O crédito, por sua vez, reflete a concentração bancária presente no Brasil. De acordo com a figura 2, cerca de 80% do estoque de crédito bancário comercial nas mãos de cinco bancos (Banco do Brasil, Bradesco, Caixa Econômica Federal, Itaú Unibanco e Santander), excluindo o BNDES⁴³, cujos repasses ao sistema bancário como um todo influenciaram o aumento do estoque. A concentração bancária também se reflete nos ativos (77% dos ativos totais do sistema bancário comercial nacional está na mão dos cinco bancos supracitados) e dos depósitos (80% do total do sistema), algo que vem aumentando desde 2007. Para fins de comparação, em março de 2012, a soma

43 “De cada R\$ 100 emprestados no Brasil, R\$ 80,34 foram desembolsados por apenas cinco bancos: Banco do Brasil, Itaú Unibanco, Bradesco, Caixa Econômica Federal e Santander. Os números, que levam em conta o estoque de crédito atual, mostram o maior nível de concentração bancária dos últimos dez anos e, provavelmente, desde sempre. Há uma década, as cinco maiores instituições não tinham nem 60% do estoque de crédito do país. De cada R\$ 100 desembolsados, eram responsáveis por R\$ 58,66, segundo dados do Banco Central elaborados pelo Valor.” (MANDL & TORRES, 2012a)

dos cinco maiores bancos comerciais dos EUA era equivalente a 57% do PIB local, ao passo que tal relação no Brasil era de 86% no mesmo período.

Figura 2 – Evolução da concentração bancária no Brasil desde 2002



Fonte: MANDL & TORRES (2012b)

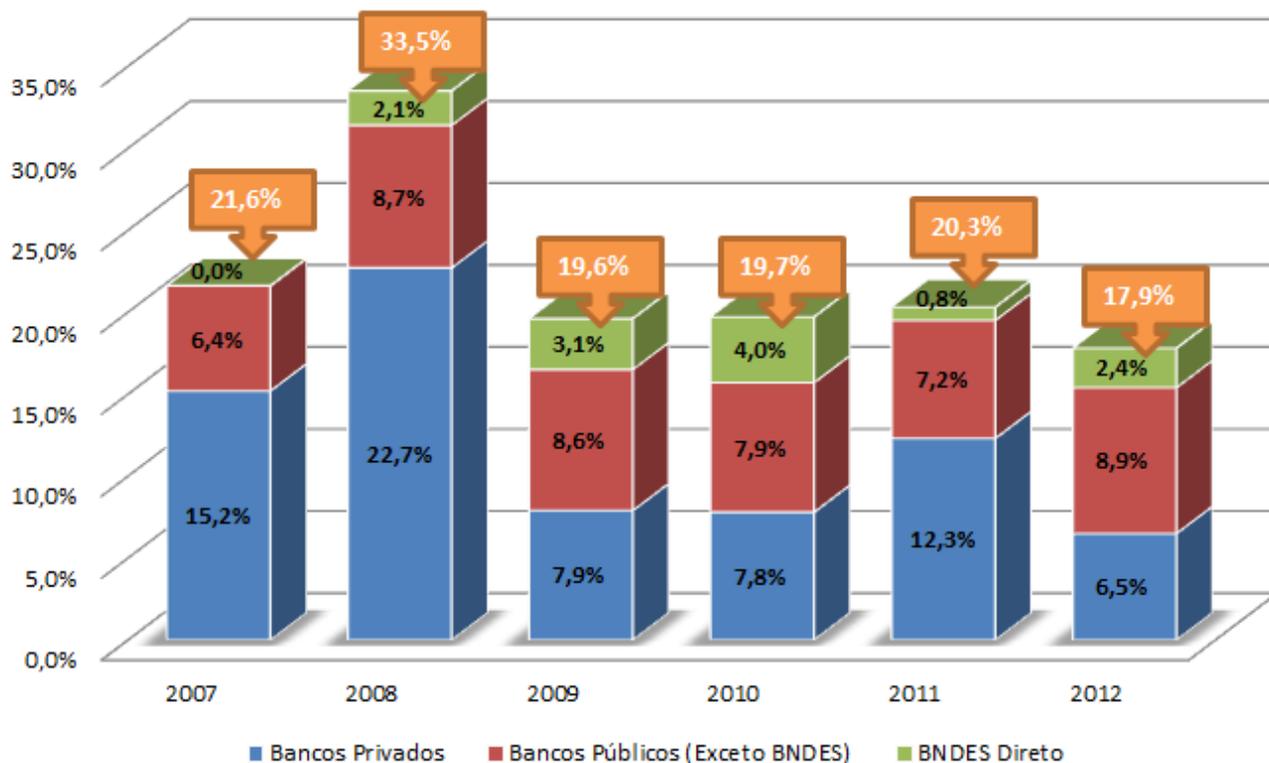
A participação do setor público é de 45,8% (setembro de 2012) e a tendência é de alta, seja pela redução em cadeia dos *spreads* reduz o apetite dos bancos privados em emprestar, seja pelo aumento do risco de inadimplência. (ITAU BBA, 2012).

O salto na oferta de crédito é claramente observado a partir de 2007, numa trajetória de alta que continua claramente até junho de 2012, quando o volume de crédito ultrapassa os R\$ 2 trilhões. É importante observar que o crédito direcionado engloba também os repasses do BNDES para os bancos comerciais, o que pode ajudar a esclarecer o aumento desta modalidade. Coube ao crédito dos bancos públicos e do BNDES (repasses diretos) cobrirem as lacunas deixadas pela oscilação do crédito proveniente dos bancos privados, cujo caráter cíclico é claramente observado no gráfico 3. Tal comportamento é observado pela diminuição na contribuição para o crescimento do crédito, por parte dos bancos privados, de 22,7% em junho de 2008 (antes da crise) para 7,9% em junho de 2009 (depois da crise), não tendo sua participação no aumento do crédito retornado à magnitude que atingira em períodos anteriores a 2008.

A inclusão dos repasses diretos do BNDES na decomposição das razões do aumento do

crédito no Brasil, por sua vez, pode ser creditada ao início dos desembolsos para o financiamento das obras do PAC.

Gráfico 5 – Decomposição da participação dos bancos no crescimento do crédito de junho de 2007 a junho de 2012 (Em %)



Fonte: MARQUES (2012), com dados do Banco Central do Brasil (BCB) – Elaboração própria

Houve um movimento nos últimos anos para o aumento do financiamento de longo prazo disponível para o longo prazo. Contudo, ao se analisar os dados, percebe-se que a maior parte dos recursos disponíveis para esta modalidade de financiamento é proveniente de repasses do BNDES.

“O que aumentou foi a participação das operações de um a cinco anos, em geral, associadas a empréstimos a pessoas físicas e financiamento de aquisição de veículos automotores – como se sabe, parte significativa da expansão das operações de crédito dos últimos anos foi direcionada para estes segmentos Além disso, à exceção do Votorantim (dentre os seis

bancos com as maiores carteiras de crédito no Brasil), todas as instituições são credenciadas a intermediar desembolsos com recursos do BNDES, nas operações indiretas. Dessa forma, pode-se inferir que parte do crescimento das operações de crédito de prazo mais longo realizadas pelos bancos privados se origina de recursos provenientes do BNDES.” (IPEA, 2011, pp.298-299)

Assim sendo, a principal participação do sistema bancário privado para crédito de longo prazo acaba por ser mais na figura de prestador de serviços do que de emprestador propriamente dito⁴⁴, salvo em duas estruturas de financiamento que merecem maior atenção, que são os projetos estruturados de financiamento (*structured project finance*) e os empréstimos-ponte (*bridge loans*)⁴⁵, que não devem ser desprezadas pela amplitude que vêm ganhando no sistema financeiro nacional e que abarcam vários setores econômicos diferentes.

O *bridge loan* permite o início dos investimentos do projeto de longo prazo, ao passo que o *project finance* garante o capital necessário para o projeto durante sua execução, tendo as instituições financeiras concedentes de crédito como garantia as receitas futuras do investimento já em concluído e em operação. Tal instrumento de captação de recursos é muito utilizado em setores econômicos de infraestrutura, como transportes e logística, energia e saneamento básico, e que possuem projetos com longo prazo de execução, como o de petróleo e gás. Ao desejar se financiar através de um *project finance*, o grupo econômico (ou um consórcio de grupos) procuram um banco para atuar como assessor financeiro (*financial advisor*) para coordenar a abordagem (*road shows*, etc.) e venda de cotas de empréstimo para o projeto para outros bancos (sindicalização) e/ou fundos de investimento.

Aos bancos, atuar como *financial advisor* em uma operação de *project finance* é altamente desejado, seja pela receita de assessoria para este tipo de serviço ser alta, seja pela conquista e ou/fidelização do cliente. A vantagem para quem procura o *project finance* como forma de financiamento é que ele permite a separação dos ativos do projeto em uma nova empresa, de modo que é ela que são seus fluxos de caixa que são utilizados como garantia aos credores:

44 “Bancos privados restringem sua atuação a (i) assessoria para estruturar financiamentos de longo prazo, (ii) empréstimos ponte, (iii) fianças e (iv) participação em repasses do BNDES, em função principalmente de limitações de funding e tamanho de balanço” (TEIXEIRA, 2011)

45 Os empréstimos-ponte são destinados aos investimentos iniciais de um projeto de longo prazo, sendo garantidos diretamente pelos investidores do projeto, que não necessariamente já possui personalidade jurídica própria na forma de Sociedade de Propósito Específico (SPE): “Financiamento a um projeto, com o objetivo de agilizar a realização de investimentos por meio da concessão de recursos no período de estruturação da operação de longo prazo.” (BNDES, 2012b)

“Uma das características que distingue o *project finance* das demais modalidades de financiamento é a concessão de crédito a uma entidade jurídica segregada.(...) Neste caso, o que importa é a capacidade de geração de resultados do projeto, exigindo-se a criação de uma nova empresa com o intuito de separar os resultados obtidos para que não haja contaminação com outros ativos. Os credores vêem o fluxo de caixa e/ou ativos do projeto como fonte primária de receita para atender ao serviço da dívida (juros e principal). Os prazos de vencimento da dívida e dos títulos patrimoniais são, geralmente, estabelecidos de acordo com as características do fluxo de caixa do projeto. (...) Define-se o termo *project finance* como uma modalidade de financiamento cujo processo de avaliação, estruturação e concessão dos recursos está calcada, primordialmente, na capacidade financeira do projeto. A decisão dos credores basear-se-á, dentre outros aspectos, na capacidade do projeto em saldar suas dívidas e remunerar o capital, sem contar com ativos e fluxos de caixa de outros empreendimentos dos acionistas (ou seja, sem solidariedade), não sendo, portanto, um meio de financiar projetos economicamente fracos. Diferentemente do financiamento corporativo, os financiadores só poderão acionar os acionistas da SPE (Sociedade de Propósito Específico), caso essa possibilidade seja definida em contrato.” (FARIA, 2003, pp. 57-58)

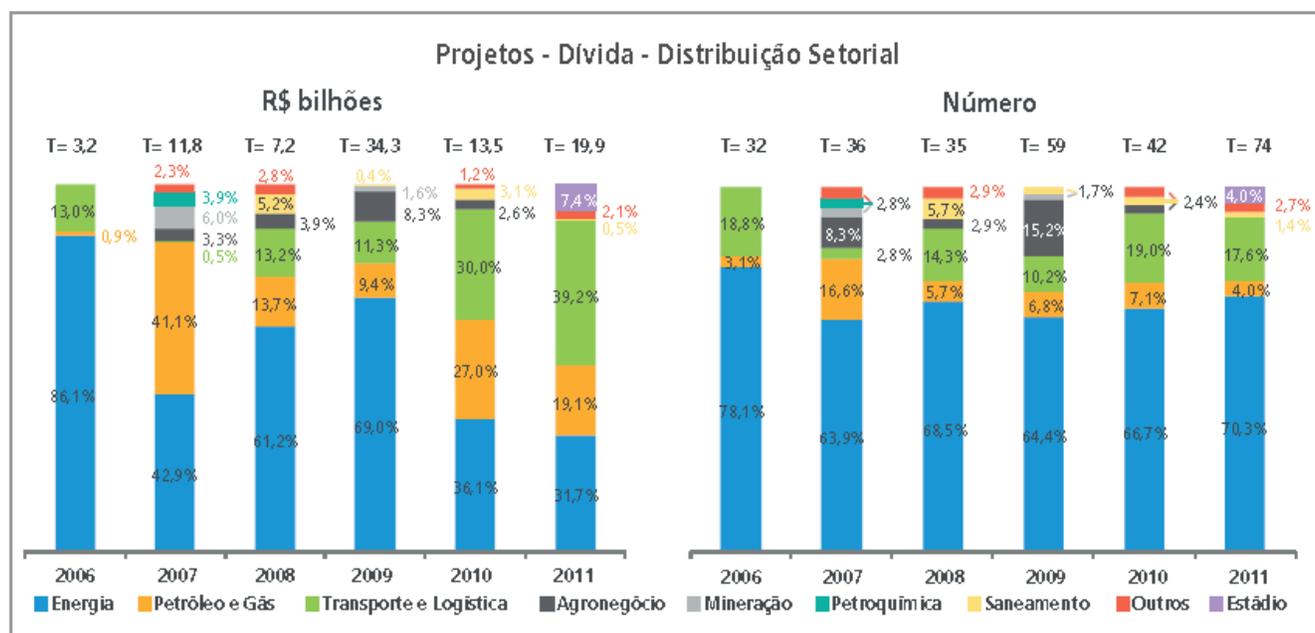
No gráfico 6 podemos observar a evolução dos financiamentos através de *project finance* no Brasil, cujos soma de valores financiados passou de R\$ 3,2 bilhões em 32 projetos em 2012 para R\$ 19,9 bilhões em 74 projetos em 2011, atingindo um pico de R\$ 34,3 bilhões em 2009. O montante referente a 2012 deverá ser maior que o de 2012, dada a licitação da concessão dos aeroportos de Brasília (DF), Campinas (SP) e Guarulhos (SP) no início do presente ano, cujos vencedores apresentaram propostas baseadas em projetos estruturados de financiamento. Isto deve manter a liderança do setor de transporte e logística como os maiores demandantes de *project finance*, cujas utilizações tem sido preferencialmente no financiamento de investimentos em rodovias.

Os valores referentes ao ano de 2009 (R\$ 34,3 bilhões de financiamento para 59 projetos estruturados de financiamento) merecem uma observação a parte. O setor que mais tradicionalmente utiliza de projeto financeiro é o de energia, em especial as concessionárias de produção e distribuição de energia hidrelétrica, termoeletrica e eólica, que usam como garantia as receitas da venda de seu produto e a prestação de energia de transmissão para se financiarem. Contudo, dadas as necessidades de capital decorrentes dos projetos do PAC, o *project finance* tem sido utilizado como instrumento de financiamento conjuntamente à emissão de debêntures (que podem estar inclusas neste tipo de projeto)

pelos setores de energia e transportes e logística em especial. O fato dos valores de 2009 serem aparentemente discrepantes dos outros anos é pelo fato de que naquele ano ocorreram as licitações para as novas usinas hidrelétricas previstas pelo PAC (Santo Antônio, Jirau e Belo Monte), cujos projetos demandam um altíssimo investimento inicial. Isto explica o fato de 69% do total desembolsado por *project finance* arranjados em 2009 (aproximadamente R\$ 23,7 bilhões) serem referentes ao setor de energia.

Outro setor que foi incluído em 2011 e deve aparecer nos próximos anos como beneficiário desta modalidade de financiamento é o de estádios, em decorrência da Copa do Mundo de 2014 e dos Jogos Olímpicos de 2016, ou seja, investimentos pontuais em prol de eventos com calendário já definido.

Gráfico 6 – Evolução dos financiamentos por *Project Finance* entre 2006 e 2011



Fonte: ANBIMA (2012a)

Um diagnóstico percuciente da situação do setor privado no crédito de longo prazo no Brasil é dado por Torres Filho e Macahyba (2012):

“A característica particular do padrão de financiamento de longo prazo brasileiro é dispor de

um subsistema de grande porte, controlado pelo governo, com autonomia frente ao restante do mercado, em termos da sua formação de preços, prazos e demais condições. Desse ponto de vista, o elevado porte do BNDES no sistema financeiro brasileiro é, em certa medida, a outra face de um mercado de crédito privado de longo prazo ainda muito incipiente, tolhido pelas taxas de juros muito elevadas e pelos prazos curtos e que tem além disso que disputar com outros tipos de instrumentos de captação absolutamente líquidos.” (TORRES FILHO E MACAHYBA, 2012, p. 34)

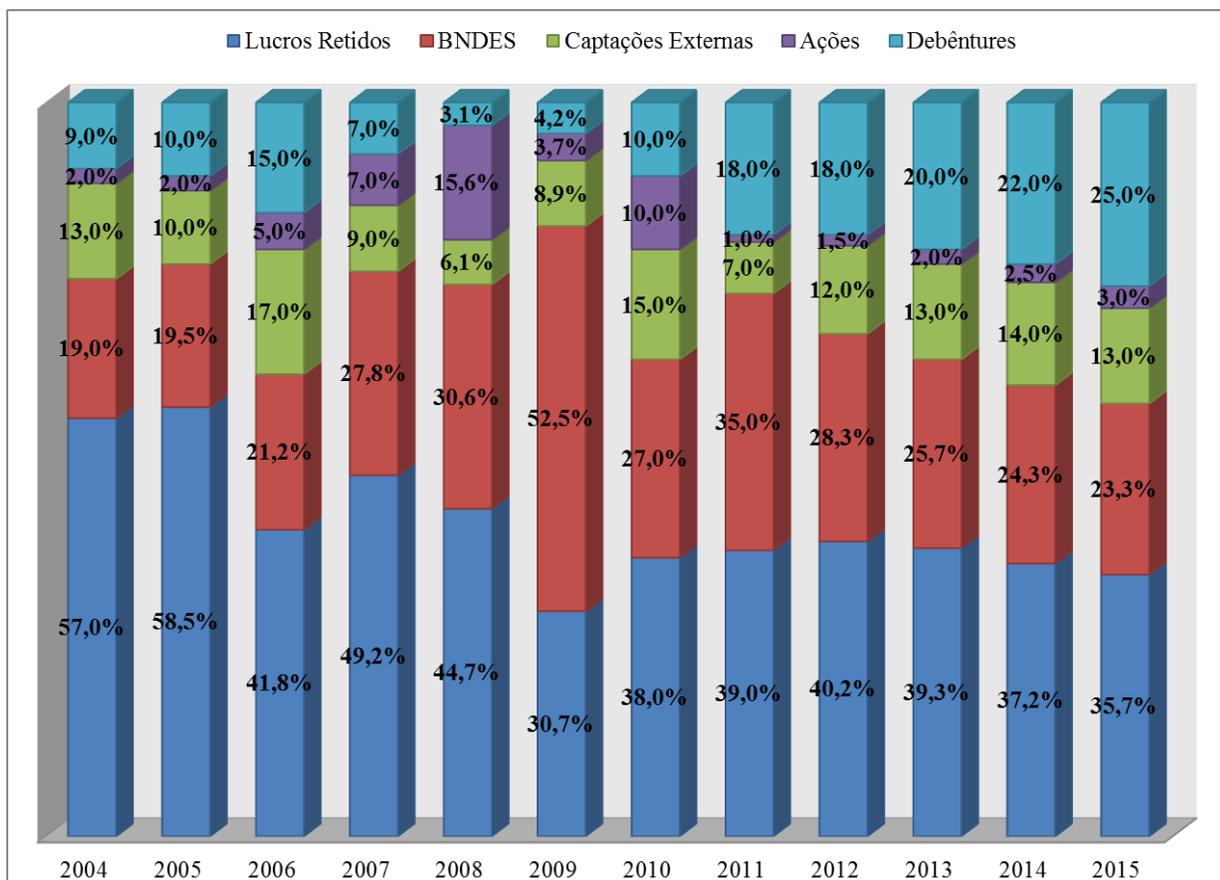
De acordo com o gráfico 7, o padrão de financiamento dos investimentos da indústria e da infraestrutura⁴⁶ ainda é fortemente dependente dos desembolsos (diretos ou direcionados) do BNDES e o uso de lucros retidos, com menor presença do mercado de capitais (debêntures e outras formas de títulos) e das captações externas (exclusivas para empresas de grande porte e empresas aptas a captar financiamentos direcionados de órgãos de fomento estrangeiros, como o Finnvera, da Finlândia).

Alguns pontos se destacam para análise. O primeiro é o alto percentual da utilização de lucros retidos, condizente com a análise da UNCTAD (2008), cuja participação pouco deve mudar nos próximos anos, de acordo com as estimativas de Lozardo (2012). Isto pode representar uma desvantagem para os empreendedores brasileiros, dado o custo do capital próprio em um contexto de aplicações financeiras com menor risco e maior rentabilidade no curto prazo, o que pode inclusive dificultar a captação de recursos através de novos investidores. O segundo ponto é a participação dos recursos do BNDES, em especial no esforço anticíclico de 2009, quando o banco foi responsável por 52,5% dos financiamentos para investimentos na indústria e na infraestrutura no Brasil. A participação do BNDES, contudo, segundo a projeção de Lozardo, deve diminuir conforme há o aumento da participação das debêntures, cuja participação deve passar, como origem dos montantes necessários para os investimentos no país, de 18% do volume total em 2011 para 25% em 2015. Tal crescimento das debêntures pode ser explicado tanto pela flexibilização fiscal das debêntures de infraestrutura e da indústria de inovação quanto pela redução da taxa de juros, o que permite captações de recursos mais vantajosas e baratas para as empresas emitentes. O terceiro ponto é com relação à baixa participação do mercado de ações como padrão de financiamento, salvo em 2010, cujo resultado, contudo, foi afetado

46 Consideramos as modalidades de investimentos na indústria e da infraestrutura como naturalmente de longo prazo, pelo longo prazo de maturação e pelas necessidades especiais de financiamento dados os valores de alta monta exigidos para estas operações.

pelo *follow-on* da Petrobras, o que será analisado mais adiante. Esta participação segue pequena tanto pela perspectiva pouco animadora da ocorrência de janelas de oportunidade para *IPOs* e *follow-ons* nos próximos anos, quanto pela capacidade de obtenção de recursos das empresas já listadas pelas outras modalidades listadas no gráfico (lucros retidos, BNDES, captação externa e debêntures).

Gráfico 7 - Padrão de financiamento dos investimentos na indústria e na infraestrutura no Brasil (2004-2015)*



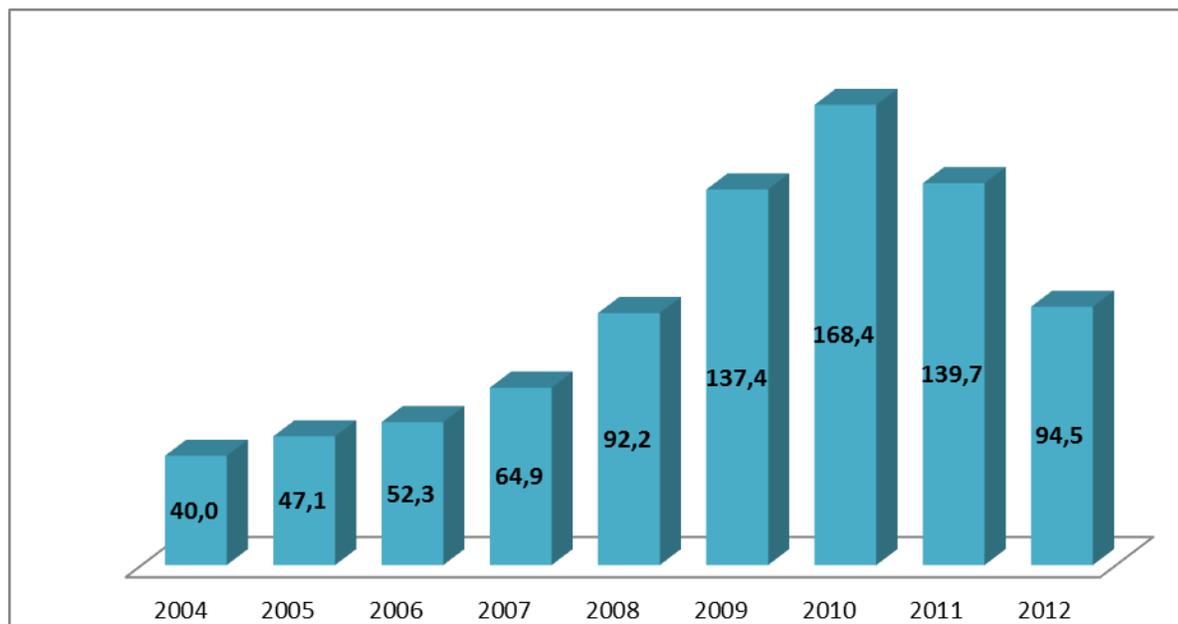
Fonte: LOZARDO (2012) – Elaboração própria

* Os valores referentes dos anos de 2012 a 2015 são estimados

O maior problema de se manter níveis altos de financiamento via BNDES é a questão da origem do *funding* do banco. Para fazer frente ao fechamento do canal de crédito, seja bancário, seja via mercado de capitais, após a crise financeira mundial de 2008, o volume desembolsado pelo BNDES

aumentou aproximadamente 50% em um ano e quase dobrando em valor em dois anos - entre 2008 e 2010. A saída encontrada pelo governo federal foi mudar a principal forma de financiar o banco.

Gráfico 8 – Evolução do desembolso do BNDES entre 2004 e 2012* (R\$ bilhões)



Fonte: BNDES (2012c) – Elaboração própria

* Até Setembro de 2012.

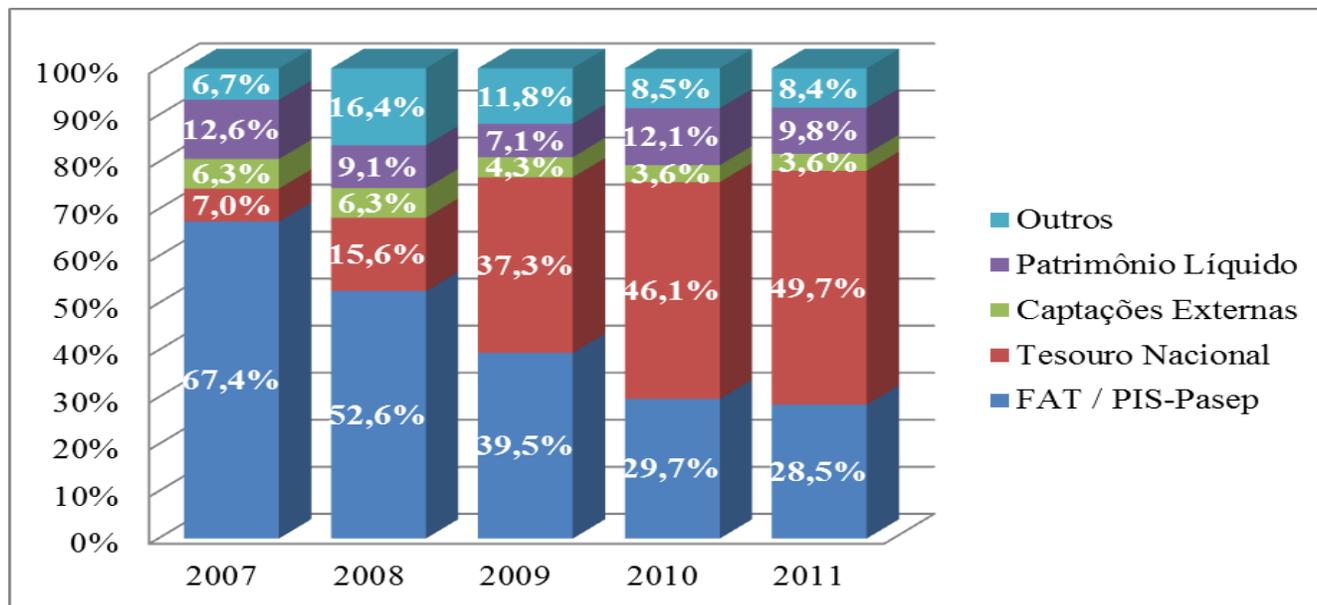
A despeito de ser um dos mais importantes *players* presentes na BM&FBovespa e ter em sua *holding* de investimentos e participações, a BNDES Participações S/A (BNDESPar), uma ferramenta não apenas de financiamento, mas também de captação de recursos e operação no mercado de capitais, a necessidade de uma saída de curto prazo fez com que o atalho escolhido fosse mais trivial (e eficiente pelo prazo).

A partir do terceiro trimestre de 2009 houve uma troca do principal provedor de *funding* do BNDES, que passou do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) para a captação via Tesouro Nacional⁴⁷, cuja participação passou de 6,99% para 53,43% do total emprestável do BNDES entre 2007

47 Várias são as críticas a este modelo de financiamento, calcado em um banco público de fomento cujo *funding* se beneficia da poupança do trabalhador (na figura do FAT) remunerando-a abaixo da poupança e da subscrição de títulos públicos cuja remuneração é maior que a taxa de juros média dos empréstimos do banco. Estas críticas foram compiladas em alguns dos artigos (como o de Pêrsio Arida) do livro “Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros” organizado por Bacha e Oliveira Filho (2005).

e Junho de 2012.

Gráfico 9 – Estrutura de Capital do BNDES entre 2007 e 2011



Fonte: BNDES (2012d) – Elaboração própria

A concentração da carteira do BNDES é algo que chama a atenção - os dez maiores clientes do banco concentravam 39,4% de sua carteira de crédito em junho de 2012, conforme podemos observar na tabela 3. Entretanto esta concentração está diminuindo, sendo que a participação dos dez maiores clientes na carteira de crédito do BNDES caiu de 50,6% em 2010 para 39,3% em 2011, com aumento dividido de forma proporcional pelos clientes com menor participação (cinquenta maiores, cem maiores e demais clientes).

Tabela 3 – Concentração da Carteira do BNDES por clientes entre 2007 e 2012* (Em %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
10 maiores clientes	52,3%	52,6%	46,7%	50,6%	39,3%	39,4%
50 maiores clientes	24,3%	23,9%	26,2%	23,5%	30,4%	28,3%
100 maiores clientes	12,0%	12,9%	14,1%	13,3%	15,5%	16,4%
Demais clientes	11,4%	10,6%	13,0%	12,6%	14,8%	15,9%

Fonte: BNDES (2012d) – Elaboração própria

* Até Junho de 2012

Na tabela 4 podemos observar os prazos da carteira de crédito do BNDES, que é essencialmente de longo prazo. Pouco mais da metade do valor desembolsado pelo banco tem prazo de maturação maior ou igual a três anos, sem discriminação de repasses diretos ou indiretos, que, em sua maioria tem por destino os emprestadores da iniciativa privada (BNDES, 2012d). Outro ponto relevante presente na tabela 4 é o aumento da linha de capital de giro do BNDES, o que pode ser percebido pelo aumento da participação dos créditos desembolsados com até um ano de maturação dentro da carteira do banco, que passou de menos de 20% antes de 2011, para 23,29% da carteira em junho de 2011 e 32,19% em junho de 2012.

Considerando a estrutura de capital do BNDES, cujo principal financiador nos últimos anos é o Tesouro Nacional conforme observamos no gráfico 9, podemos extrair dois problemas potenciais da participação do banco neste nicho de capital de giro. O primeiro problema é o contábil, com o banco lançando linhas subsidiadas de curto prazo e se financiando, com preços e prazos maiores, no longo prazo através dos títulos públicos do Tesouro, gerando descompassos potenciais de receitas e prazos. O segundo problema é mercadológico para os bancos comerciais, com o BNDES competindo com os bancos comerciais em um nicho de mercado que os últimos sempre dominaram, com captação de recursos mais barata e abundante, deixando em partes da sua função de banco de fomento econômico e financiador de investimentos.

O modelo de negócios do BNDES vem demonstrando relativo sucesso com relação ao risco da carteira, operando com uma das taxas mais baixas de inadimplência de inadimplência do mercado - 0,12% em junho de 2012, mantendo marginalmente este nível desde 2007 – graças ao pedido de garantias robustas⁴⁸ e estudo mais aprofundado antes do repasse direto. Quando o repasse é feito através de outros bancos, a garantia do BNDES é direta, com o banco que recebe o fundo do BNDES assumindo o risco da operação.

48 O BNDES exige garantias de 130% do valor emprestado, baixando este nível para 100% dependendo da linha de financiamento e do modelo de investimento optado pela empresa.

Tabela 4 – Carteira Bruta por vencimento - BNDES (Em %)

	2007	2008	2009	2010	Jun/2011	Jun/2012
Vencido	0,10%	0,14%	*	*	0,12%	0,12%
1 Ano	18,05%	14,48%	12,37%	2,33%	23,29%	32,19%
2 Anos	16,19%	12,23%	12,56%	*	10,85%	15,81%
3 Anos	14,00%	9,92%	7,40%	5,05%	7,96%	12,93%
4 Anos	11,99%	8,06%	6,61%	9,97%	6,29%	8,33%
Acima de 4 Anos	39,67%	55,17%	61,06%	82,65%	51,49%	30,62%

Fonte: BNDES (2012d) – Elaboração própria

* Dados não disponibilizados pelo BNDES

Por sua vez, o sistema bancário comercial no Brasil apresenta carteiras com prazos de vencimento e montantes menores, tanto pelo maior custo de captação de recursos de longo prazo (via emissão de títulos no mercado de capitais interno ou externo), quanto pelas políticas de manutenção das carteiras, com foco em menores riscos e maior rentabilidade em serviços.

Ao analisarmos os tamanhos e os prazos das carteiras de crédito dos maiores bancos comerciais brasileiros na tabela 5, compreendemos a importância dos bancos cujo controle acionário é do governo federal, que são o Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF). Ambos conjuntamente detêm as duas maiores carteiras de crédito no mercado bancário brasileiro, sendo que sua soma é um pouco menor que a soma das carteiras dos outros oito bancos na lista dos dez maiores. A diferença entre as carteiras dos maiores bancos públicos e privados vem caindo, dentro da política deliberada do governo federal para estimular o consumo a partir da dinamização das operações de crédito dos bancos públicos.

Outra característica importante que deve ser destacada, através da análise da tabela 5, é que mais da metade do valor total dos empréstimos concedidos pelos dez maiores tem prazo de vencimento menor que um ano, ou seja, são de curto prazo em essência. Duas exceções que devem ser listadas são a CEF, que é a principal operadora financeira do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e que tinha 54,20% de sua carteira de crédito com prazo de maturação maior que três anos, e o Banco Votorantim, cuja especialidade é o financiamento de automóveis, ou seja, são bancos que operam nichos de mercado cujas operações são em sua maioria de médio e longo prazo.

Chama a atenção também o crescimento das 10 maiores carteiras de crédito entre 2011 e 2012, que passaram de R\$ 1,22 trilhão para R\$ 1,47 trilhão em pouco mais de um ano (alta de 20,5%).

Este aumento puxado pelos bancos públicos, cuja carteira passou de R\$ 555,8 bilhões em 2011 para R\$ 725,5 bilhões em 2012 (alta de 30,5%) ao passo que as carteiras dos bancos privados cresceram num ritmo menor, passando de R\$ 661,4 bilhões em 2011 para R\$ 744,2 bilhões em 2012 (alta de 12,5%). Tal movimento de alta, entretanto, não resultou em mudança do caráter de curto prazo das dez maiores carteiras, a despeito de residual aumento das suas parcelas de médio e longo prazo, que passaram de 52,17% do total do estoque das carteiras em 2011 para 53,11% em 2012.

Algo também que distingue os bancos públicos dos privados é o caráter anticíclico na concessão de crédito que os primeiros podem assumir caso seus controladores assim exijam, ao passo que os bancos privados são essencialmente pró-cíclicos, conforme descrito por Prates:

”Assim, outra característica estrutural do sistema bancário brasileiro que não foi alterada neste ciclo foi a histórica “divisão de trabalho” entre as instituições públicas – especializadas na concessão de empréstimos de longo prazo a partir de recursos direcionados – e privadas – que priorizam o crédito de curto prazo, a partir de recursos de tesouraria, destinado fundamentalmente para crédito pessoal e aquisição de bens no caso de pessoas físicas e para capital de giro no caso das pessoas jurídicas.

Os bancos privados somente atuam nas modalidades de maior prazo e risco mais elevado a partir de repasses de recursos externos e, principalmente, de recursos direcionados (repasses do BNDES no caso do crédito à indústria, serviços, infraestrutura e exportação e exigibilidades sobre os depósitos, no caso dos créditos rural e imobiliário) nas fases de otimismo e baixa preferência pela liquidez. Em momentos de crise e alta aversão ao risco, essas instituições contraem, de forma geral, o crédito, inclusive aquele vinculado aos repasses de fundos públicos, nos quais elas também incorrem em risco de crédito, mas não em riscos de descasamento de prazo e de preço (taxa de juros) – o que ocorreria se concedessem crédito de longo prazo a partir de recursos próprios.” (PRATES, 2010, p. 136)

Tabela 5 – 10 Maiores Carteiras de Crédito no Mercado Bancário Brasileiro (2011-2012) – Em R\$ bilhões

	Junho/2011					Junho/2012								
	(i) Até 1 Ano (R\$ bilhões)	(i) Até 1 Ano (%)	(ii) 1 - 3 Anos (R\$ bilhões)	(ii) 1 - 3 Anos (%)	(iii) Acima de 3 Anos (R\$ bilhões)	(iii) Acima de 3 Anos (%)	Total por banco - Valor	(i) Até 1 Ano (R\$ bilhões)	(i) Até 1 Ano (%)	(ii) 1 - 3 Anos (R\$ bilhões)	(ii) 1 - 3 Anos (%)	(iii) Acima de 3 Anos (R\$ bilhões)	(iii) Acima de 3 Anos (%)	Total por banco - Valor
Privados														
ITAÚ UNIBANCO*	109,86	55,94%	55,73	28,38%	30,80	15,68%	196,38	122,40	54,23%	63,44	28,11%	39,85	17,66%	225,69
BRADESCO	109,39	56,80%	53,01	27,53%	30,19	15,68%	192,60	121,26	56,64%	54,53	25,47%	38,29	17,89%	214,08
SANTANDER	71,03	48,91%	43,75	30,12%	30,45	20,96%	145,23	82,24	48,96%	53,40	31,79%	32,34	19,25%	167,98
HSBC	36,43	68,70%	10,79	20,36%	5,80	10,94%	53,02	37,11	66,55%	12,50	22,41%	6,16	11,05%	55,77
SAFRA	25,08	71,39%	7,30	20,77%	2,76	7,84%	35,13	25,97	66,46%	9,04	23,14%	4,07	10,40%	39,07
VOTORANTIM	9,96	49,08%	5,87	28,91%	4,47	22,01%	20,30	10,53	51,94%	6,07	29,92%	3,68	18,14%	20,28
CITIBANK	9,71	77,29%	2,25	17,93%	0,60	4,78%	12,56	12,44	80,98%	2,19	14,26%	0,73	4,75%	15,36
BTG PACTUAL	4,07	66,19%	1,67	27,15%	0,41	6,66%	6,15	3,82	64,05%	1,62	27,23%	0,52	8,72%	5,96
Subtotal Privados (i+ii+iii)	375,52	56,78%	180,37	27,27%	105,47	15,95%	661,36	415,77	55,87%	202,79	27,25%	125,63	16,88%	744,19
	Junho/2011													
Públicos														
	(i) Até 1 Ano (R\$ bilhões)	(i) Até 1 Ano (%)	(ii) 1 - 3 Anos (R\$ bilhões)	(ii) 1 - 3 Anos (%)	(iii) Acima de 3 Anos (R\$ bilhões)	(iii) Acima de 3 Anos (%)	Total por banco - Valor	(i) Até 1 Ano (R\$ bilhões)	(i) Até 1 Ano (%)	(ii) 1 - 3 Anos (R\$ bilhões)	(ii) 1 - 3 Anos (%)	(iii) Acima de 3 Anos (R\$ bilhões)	(iii) Acima de 3 Anos (%)	Total por banco - Valor
BANCO DO BRASIL	155,10	44,67%	102,86	29,62%	89,28	25,71%	347,24	200,82	47,49%	120,29	28,45%	101,74	24,06%	422,85
CEF	51,53	24,71%	58,77	28,18%	98,26	47,11%	208,56	72,55	23,97%	66,06	21,83%	164,05	54,20%	302,66
Subtotal Públicos (i+ii+iii)	206,63	37,18%	161,64	29,08%	187,54	33,74%	555,80	273,37	37,68%	186,35	25,69%	265,79	36,63%	725,50
TOTAL - Privados + Privados	(i) Até 1 Ano (R\$ bilhões)	(i) Até 1 Ano (%)	(ii) 1 - 3 Anos (R\$ bilhões)	(ii) 1 - 3 Anos (%)	(iii) Acima de 3 Anos (R\$ bilhões)	(iii) Acima de 3 Anos (%)	Total por Maiores Bancos	(i) Até 1 Ano (R\$ bilhões)	(i) Até 1 Ano (%)	(ii) 1 - 3 Anos (R\$ bilhões)	(ii) 1 - 3 Anos (%)	(iii) Acima de 3 Anos (R\$ bilhões)	(iii) Acima de 3 Anos (%)	Total por Maiores Bancos
	582,15	47,83%	342,00	28,10%	293,01	24,07%	1.217,16	689,14	46,89%	389,14	26,48%	391,42	26,63%	1.469,69

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2012) - Elaboração própria

*Considerando a soma das carteiras dos bancos de varejo e atacado do grupo Itaú Unibanco, respectivamente Itaú Unibanco S/A e Banco Itaú BBA S/A.

A maior parte do crédito de longo prazo no sistema bancário comercial brasileiro é concedida pelos bancos públicos (BB e principalmente a CEF, se considerarmos apenas os dois maiores) pelo seu uso na política creditícia do governo. Outro ponto que deve ser destacado é que mesmo os financiamentos de longo prazo, tantos dos bancos públicos quanto privados não necessariamente são para investimento produtivo, quando não possuem como origem repasses do BNDES⁴⁹.

O uso político dos bancos públicos comerciais não é livre de críticas, sendo a principal delas muito parecida com a feita ao BNDES, que é a de que os bancos públicos têm acesso a recursos de longo prazo mais baratos (e, por que não, ilimitado, nas devidas condições de confiança do mercado) que a dos seus concorrentes privados, o que pode levar a perdas fiscais sistemáticas ao erário público numa visão de curto prazo. Uma das principais discussões ocorridas na reestruturação dos bancos públicos durante o governo FHC (1995-2002) era a respeito de seu perfil de negócios. A principal dúvida existencial era se os bancos públicos deveriam competir comercialmente com os bancos privados, quando não privados, por serem responsáveis por assimetrias mercadológicas e pelo seu uso político indevido, ou se deveriam ser esvaziados até se tornarem agências de fomento unicamente. A opção feita pelo governo Lula (2003-2010) foi reunir as características sociais e comerciais dos bancos públicos que ainda não haviam sido privatizados, de modo a incentivar a concorrência entre os bancos públicos e privados, sem deixar de lado seu papel nas políticas públicas do governo⁵⁰.

“Por razões históricas, o Estado tem tido papel central na mobilização de recursos e no financiamento do investimento no Brasil. Nas duas últimas décadas, a fragilidade fiscal do Estado, acentuada com o fim do imposto inflacionário e frente a uma demanda crescente de investimento, obrigou a se repensar o modelo de financiamento, com a maior participação de fontes privadas. Ainda assim, o BNDES mantém papel dominante e, para o caso do crédito habitacional e agrícola, os demais bancos públicos.” (FRISCHTAK, 2010, p. 9)

As necessidades de investimento para o aceleração do crescimento econômico no

49 “O que aumentou foi a participação das operações de um a cinco anos, em geral, associadas a empréstimos a pessoas físicas e financiamento de aquisição de veículos automotores – como se sabe, parte significativa da expansão das operações de crédito dos últimos anos foi direcionada para estes segmentos. Além disso, à exceção do Votorantim, todas as instituições são credenciadas a intermediar desembolsos com recursos do BNDES, nas operações indiretas. Dessa forma, pode-se inferir que parte do crescimento das operações de crédito de prazo mais longo realizadas pelos bancos privados se origina de recursos provenientes do BNDES.” (IPEA, 2011, pp. 298-299)

50 Para discussão mais aprofundada deste assunto, ver COSTA (2012).

Brasil, contudo, exigem soluções mais criativas e de maior porte, de modo que o mercado de capitais ganhe uma importância que já deveria ter conquistado anteriormente.

2.2.2. Mercado de capitais Brasileiro

Como já foi salientado, o mercado de capitais no Brasil ganhou, a partir de 2004, novas proporções, numa conjunção de fatores internos e externos que culminaram, em abril de 2008, com o *investment grade* (grau de investimento) obtido pelo Brasil junto a uma das principais agências de risco mundiais, a Standard & Poor's.

“Os indicadores conjunturais da economia brasileira passam a apresentar, a partir de 2004, melhoras expressivas em relação ao período imediatamente anterior, ainda que críticas possam ser feitas sobre as questões mais estruturais desse processo e, conseqüentemente, a sua continuidade num horizonte de longo prazo. Os índices de solvência externa e do setor público passam, a partir de então, a sinalizar um maior grau de “solidez” da economia brasileira. O acúmulo de reservas internacionais permitiu, ainda que resultante do expressivo influxo de capital estrangeiro e da forte expansão das exportações de commodities, a constituição de uma “blindagem externa” da economia brasileira, o que concorreu para reduzir a suscetibilidade da economia a choques externos. No âmbito fiscal, a política de geração de superávits primários, uma das pernas do tripé de política econômica a partir de 1999, contribuiu para viabilizar a redução do endividamento do setor público em proporção do PIB.

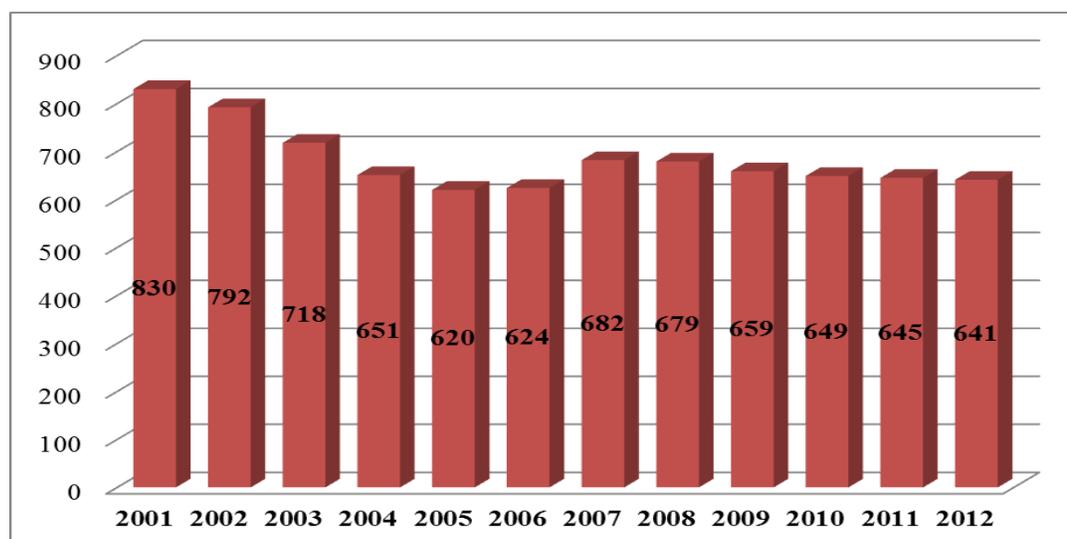
Diante disso, os menos céticos sustentam que a expansão recente do mercado de capitais brasileiro teria como maior explicação, quando não a única, o maior grau de “solidez” dos “fundamentos macroeconômicos” da economia brasileira. Esse entendimento, no entanto, não considera que as condições internacionais cumpriram papel decisivo nesse processo, embora o avanço das condições macroeconômicas internas tenha lançado as bases para a constituição de um círculo virtuoso de causalidade bidirecional, mútua, entre o ciclo de expansão da liquidez internacional e os “fundamentos” da economia brasileira.” (OLIVEIRA, 2010, p. 105)

O mercado de capitais brasileiro nunca cumpriu o papel que um mercado deste tipo pode

desempenhar para o financiamento de longo prazo⁵¹. Um dos principais motivos é o passado inflacionário brasileiro e suas vicissitudes “indexatórias”, que não permitiram a existência de uma economia sólida e confiável para os investidores, que acabavam por optar pelos títulos públicos pela segurança e alta remuneração, em detrimento ao mercado de ações e de títulos privados. Outro problema enfrentado é que o acesso das empresas, em especial as pequenas e médias, ao mercado de capitais no Brasil sempre foi difícil, em especial pela baixa profundidade do mercado de capitais, pelo fato da maior parte das empresas serem companhias limitadas e pelo caráter oscilatório da economia brasileira nas últimas décadas, o que impedia a formulação de projetos de longo prazo atrativos aos investidores do mercado de capitais.

O tamanho do mercado de capitais brasileiro aumentou em volume nos últimos dez anos, sem que, contudo, houvesse um aumento no número de companhias abertas, isto é, que tenham promovido a colocação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão. Pelo contrário, conforme podemos observar no gráfico 10, o número de companhias abertas vem caindo desde 2001.

Gráfico 10 – Evolução do número de companhias abertas no Brasil entre 2001 e 2012*



Fonte: CVM (2012b) – Elaboração própria

* Os dados de 2012 são válidos até 30/09/2012.

51 A principal função de um mercado de capitais é “(...) canalizar recursos de médio e longo prazo para agentes deficitários, através das operações de compra e de venda de títulos e valores mobiliários, efetuadas entre empresas, investidores e intermediários.” (CVM, 2012)

Na tabela 7 podemos visualizar a evolução do volume das emissões dos principais valores mobiliários (ações, debêntures, notas promissórias, CRI, FIDC) no período entre 2003 e 2011. Podemos perceber um crescimento a partir de 2004, quando a soma dos principais títulos negociados mais que dobrou, de R\$ 11,9 bilhões em 2003 para R\$ 26,5 bilhões em 2004, em uma trajetória de crescimento que alcançou R\$ 146,9 bilhões em 2007. Tal crescimento foi puxado pelo aquecimento no mercado de ações (que alcançou R\$ 75,5 bilhões em 2007) e pelo avanço do FIDC e das notas promissórias, tendo o valor negociado no mercado de valores mobiliários se mantendo acima de R\$ 100 bilhões desde 2006.

O aumento das emissões de debêntures entre 2004 e 2007, com queda em 2008, merece atenção especial. A captação de recursos através deste instrumento financeiro foi concentrada no período considerado pelas empresas de arrendamento mercantil (*leasing*) de conglomerados financeiros, numa manobra contábil para levantamento de recursos sem necessidade de recolhimento do compulsório⁵². Este mecanismo só foi quebrado quando o Banco Central obrigou, em janeiro de 2008, o recolhimento inicialmente de 5% do montante auferido como depósito compulsório para este tipo de operação realizada pelas empresas de *leasing*.

Os valores do ano de 2010, em especial o negociado no mercado de ações, merece uma análise a parte, pela incidência de um fato não recorrente (utilizando a terminologia das demonstrações contábeis), que foi o *follow-on* (emissão secundária de ações) da Petrobras, que movimentou cerca de R\$ 120 bilhões em setembro daquele ano. Outro fato ocorrido no ano de 2010 foi a expansão do financiamento via debêntures, em razão da busca por alternativas de financiamento robustas para as grandes obras de infraestrutura demandadas pelo PAC e pela janela de oportunidades aberta naquele ano para operações no mercado de capitais, anteriormente à crise financeira europeia.

52 “Essa concentração (da emissão de debêntures), ademais, tem sido encabeçada pelas empresas de arrendamento mercantil, integrantes dos respectivos conglomerados financeiros. A partir de suas empresas de *leasing* e buscando viabilizar a expansão das operações de empréstimos, os bancos “disfarçadamente” passaram a captar recursos a partir da emissão de debêntures para escapar dos recolhimentos compulsórios incidentes sobre as formas usuais de captação de recursos, bem como de contribuições para o Fundo Garantidor de Crédito (FGC). (...) O sistema consistia na emissão de debêntures pelas empresas de *leasing*. Os papéis eram subscritos pelo banco ou pelos fundos por ele comandados. Os recursos captados, então, retornavam às subsidiárias via depósitos interfinanceiros, liberando recursos para empréstimos.” (OLIVEIRA, 2010, p. 112).

Tabela 7 - Volume de emissões primárias e secundárias dos principais valores mobiliários de 2003 a 2012* (Em R\$ Milhões)

Ano	Ações**	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC	Soma
2003	2.737,4	5.282,4	2.127,8	287,6	1.540,0	11.975,2
2004	9.152,6	9.613,8	2.241,0	403,0	5.134,7	26.545,0
2005	14.142,0	41.538,9	2.631,5	2.102,3	8.579,1	68.993,9
2006	31.306,9	69.464,0	5.278,5	1.071,4	14.262,0	121.382,9
2007	75.499,0	48.073,0	9.726,0	1.520,0	12.088,0	146.906,0
2008	34.882,1	24.049,0	25.438,0	4.809,0	12.878,0	102.056,1
2009	47.130,7	27.614,0	22.643,0	3.242,0	10.112,0	110.741,7
2010	150.285,0	52.293,0	18.737,0	7.592,0	13.720,0	242.627,0
2011	18.982,0	48.500,0	18.019,0	12.427,0	14.734,0	112.662,0
2012	10.385,0	50.126,0	16.335,0	5.512,0	3.708,0	86.066,0

Fonte: SND (2012)

* Os dados de 2012 são válidos até 19/10/2012.

** Engloba os valores de *IPOs* e “*follow-ons*” realizados no período

A presença de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro merece é outro ponto que chama a atenção, em especial pelo volume, o que pode ser visto na tabela 9. Estes investidores foram atraídos pelo aprimoramento do sistema prudencial e dos marcos regulatórios, essenciais para diminuir os riscos de liquidez e crédito, desenvolvimento da infraestrutura dos mercados – isto é, sistemas operacionais de pagamentos e contábeis eficientes, agências de *rating* críveis etc. – e dos mecanismos de securitização e de garantias de crédito e adequação da legislação doméstica – jurisdicional e tributária – à legislação internacional para atrair a participação do investidor estrangeiro (PAULA *et alli*, 2010, p. 70).

O capital de tal investidor ainda se concentra majoritariamente alocado em ações, mas desde 2008 é possível se ver um movimento de aumento da aquisição de títulos de renda fixa por estrangeiros, em especial nos títulos de dívida pública brasileira, que apresentam um diferencial de juros positivo ao investidor, além de segurança e credibilidade. Outro detalhe importante é que o fluxo anual dos investidores estrangeiros vem diminuindo desde 2009, sendo este um reflexo mensurável do impacto da crise financeira mundial de 2008 no mercado de capitais brasileiro.

Tabela 8 – Fluxo de investimentos estrangeiros no Brasil entre 2001 e junho de 2012

Ano	Ingresso (US\$ Milhões)	Saída (US\$ Milhões)	Saldo (US\$ Milhões)
2001	9.347,60	10.076,42	-728,81
2002	7.565,01	7.901,06	-336,05
2003	11.019,70	8.599,17	2.420,53
2004	20.218,69	19.948,72	269,97
2005	36.038,57	35.331,87	706,7
2006	59.845,02	49.643,79	10.201,23
2007	154.642,63	120.765,04	33.877,59
2008	218.687,29	219.232,90	-545,62
2009	142.533,52	115.406,90	27.126,62
2010	128.768,65	94.154,29	34.614,35
2011	106.206,38	115.329,57	-9.123,19
2012 (jan-jun)	100.732,36	96.029,14	4.703,22

Fonte: CVM (2012c) – Elaboração própria

Tabela 9 – Valor e distribuição das carteiras (portfólio) dos investimentos estrangeiros no Brasil entre 2001 a junho de 2012

Ano	Valor da Carteira US\$ Bilhões	Distribuição					
		Renda Fixa (%)	Moedas de Privatização (%)	Ações (%)	Derivativos (%)	Debêntures (%)	Outros (%)
2001	15,5	9,32%	0,01%	88,45%	0,29%	0,73%	1,21%
2002	10,4	21,51%	0,01%	74,70%	2,35%	1,15%	0,20%
2003	20,12	11,60%	0,01%	86,79%	0,62%	0,68%	0,29%
2004	29,07	8,28%	0,00%	90,10%	1,10%	0,24%	0,27%
2005	53,44	6,84%	0,00%	90,99%	0,41%	0,23%	1,53%
2006	101,6	16,89%	0,00%	81,69%	0,44%	0,32%	0,67%
2007	214,11	19,05%	0,00%	77,39%	0,83%	0,05%	2,69%
2008	123,09	35,47%	0,00%	57,97%	1,99%	0,32%	4,26%
2009	304,37	27,72%	0,00%	67,40%	1,12%	0,15%	3,61%
2010	380,71	31,33%	0,00%	66,77%	0,99%	0,15%	0,76%
2011	350,43	35,02%	0,00%	62,21%	1,33%	0,29%	1,16%
2012 (jan-jun)	349,94	38,71%	0,00%	59,16%	0,91%	0,25%	0,97%

Fonte: CVM (2012c) – Elaboração própria

A partir de agora, passa-se a analisar mais detalhadamente o mercado de ações e o mercado de títulos no Brasil.

2.2.2.1. Mercado de ações

Afinal, o que leva uma empresa a abrir seu capital? As principais justificativas são:

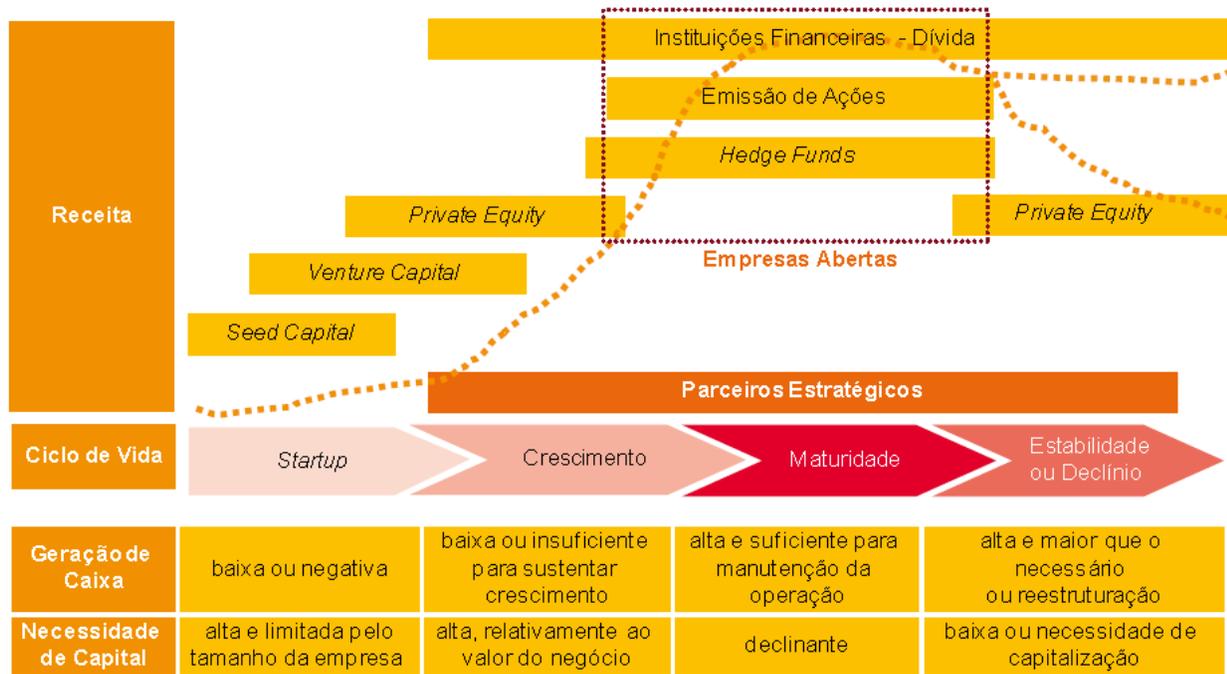
- a) Acesso direto ao mercado de capitais (desintermediação bancária);
- b) Melhoria da imagem institucional da empresa, dado que para ter capital aberto ela precisa seguir as regras de governança corporativa exigidas pelo mercado e reguladas pelos órgãos competentes;
- c) Oferecer liquidez aos sócios investidores da empresa, que poderão sair do negócio através da negociação de suas ações na Bolsa de Valores.

As emissões de ações, contudo, nem sempre são as melhores fontes de recursos para a empresa durante seu ciclo de vida. Abrir o capital é algo recomendado para o ponto mais alto da fase de crescimento da empresa, na qual os desafios e uma capitalização maior que a oferecida pelo sistema bancário para investimentos de longo prazo e, ainda assim, nem sempre é a melhor opção para a empresa⁵³.

A figura 3 exemplifica um esquema das formas recomendadas de captação de recursos de uma empresa durante seu ciclo de vida. O esquema claramente recomenda que a captação de dívida através de instituições financeiras deve se dar numa fase de maturidade das receitas da empresa, dada a necessidade de fluxo de caixa para fazer frente aos compromissos de diferentes prazos.

53 “Há um conjunto de etapas a serem percorridas durante e após processo de decisão sobre abertura de capital. Em geral, essas etapas não são completamente delimitadas e, em muitos momentos, ocorrem paralelamente. A análise da conveniência precede qualquer outra etapa e é crucial na definição de continuar ou não com o projeto de abertura de capital. Nessa fase, é necessário pesar os benefícios e os custos de abrir o capital, além de avaliar se o perfil e a cultura da empresa são adequados para se tornar uma empresa listada em bolsa. Isso pode ser conduzido pelos profissionais da empresa ou por uma consultoria externa. A mera necessidade de obter capital nem sempre significa que a abertura de capital seja a opção correta, ou mesmo possível.” (BM&F Bovespa e PWC, 2011, p. 11)

Figura 3 – Exemplificação das formas de financiamento de uma empresa durante seu ciclo de vida



Fonte: BM&F Bovespa e PWC (2011)

Ao optar pela BM&FBovespa, o empresário brasileiro pode optar por cinco diferentes segmentos de listagem, que variam conforme o tamanho da empresa, as suas necessidades de capital e a vontade dos acionistas controladores em abrir o controle da empresa ao mercado. Os tipos de ações são dois, permitidos conforme o segmento de listagem optado pela empresa e que podem existir ao mesmo tempo na empresa: Ordinárias (ON), que possuem direito a voto na empresa, e Preferenciais (PN), que possuem preferência no recebimento dos dividendos da empresa, mas não possuem direito a voto na empresa.

No quadro 2 há um esquema simplificado dos diferentes segmentos de listagem, que são cinco: Tradicional, Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, que variam entre si conforme o porte da empresa e as exigências de governanças necessárias, tais como dispersão mínima de ações na bolsa, existência (ou não) de forma concomitante de ações ON e PN, dentre outras.

Quadro 2 – Quadro comparativo dos segmentos de listagem na BM&FBovespa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

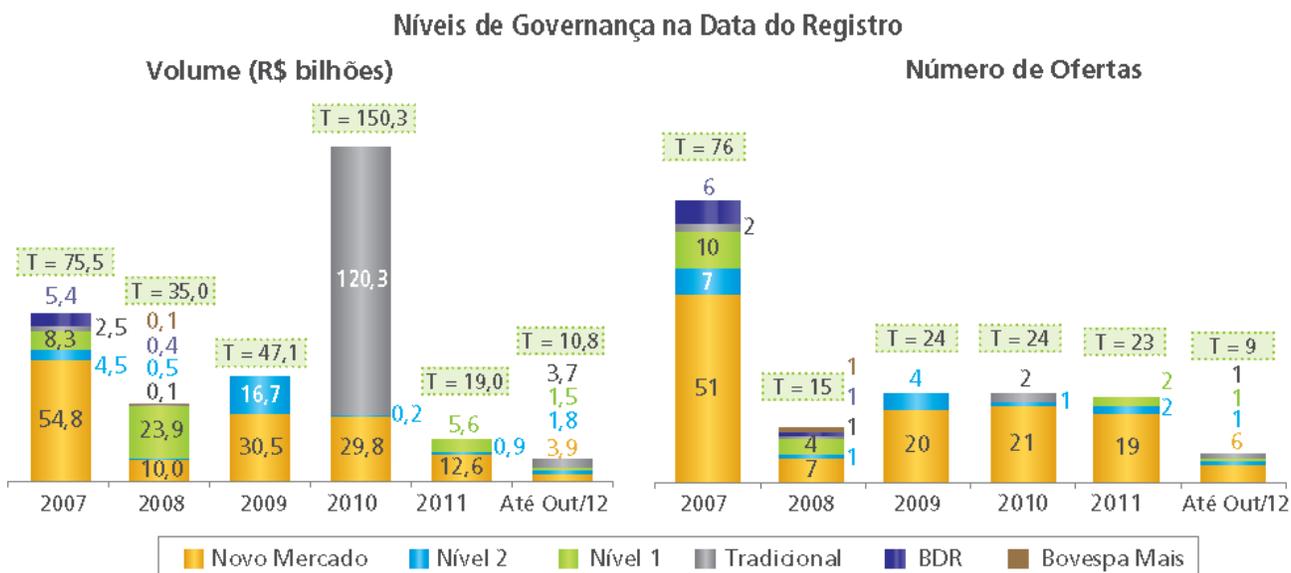
Fonte: BM&F Bovespa (2012a)

Nos últimos anos, a maioria das empresas que realizam novas emissões vem optando pelo Novo Mercado. Suas regras de governança são mais estritas - só é permitida a existência e negociação de ações ON e há a exigência de um mínimo de 25% de *free float*, ou seja, no mínimo 25% das ações da empresa devem estar pulverizadas em circulação na bolsa. Em volume das operações, contudo, não há uma preferência clara pelo Novo Mercado, que ainda “compete” com o segmento

Tradicional de listagem. Outra ação frequente nos últimos anos é a alteração de segmento, o que é permitido pela legislação, rumo ao Novo Mercado, cuja governança corporativa mais rígida teoricamente é de maior atratividade para os investidores.

Outro segmento em evidência é o Bovespa Mais, cujo foco são pequenas e médias empresas que tenham interesse em abrir o capital. Contudo, esta modalidade não vem apresentando sucesso, dado que apenas três empresas optaram até hoje pelo Bovespa Mais e somente uma efetivamente realizou captação de recursos no mercado, conforme podemos observar no gráfico 11, que reúne tanto emissões primárias quanto secundárias de ações.

Gráfico 11 – Níveis de Governança na data da emissão de ações de 2007 a Outubro de 2012



Fonte: ANBIMA (2012b)

Mais uma vez o valor relativo ao ano de 2010 deve ser objeto de ressalva, por considerar o *follow-on* da Petrobras. Podemos observar no gráfico 11 também o desaquecimento do mercado de ações, tanto em número de emissões, que caíram de 76 para 9 até outubro de 2012, quanto pelo volume transacionado nestas operações, que caiu de R\$ 75,5 bilhões para R\$ 10,8 bilhões. Outra observação que deve ser feita é que, a despeito dos incentivos para que as empresas emissoras de ações na BM&FBovespa optem pelo Novo Mercado, a abertura de capital que movimentou o maior montante em 2012 foi a do banco BTG Pactual, que optou por uma listagem no segmento Tradicional e obteve

R\$ 3,7 bilhões.

O mercado de ações brasileiro é a “mais bela expressão” da interligação do sistema financeiro nacional ao internacional. Entre 2008 e 2012, cerca de 50% do volume das distribuições públicas de ações, em média, foram subscritas por investidores estrangeiros. Outro fato facilmente observável foi a expressiva diminuição das operações de abertura de capital (ou *Initial Public Offering* – IPO) na BM&FBovespa a partir do ano de 2008, conforme podemos observar na tabela 10⁵⁴. Claramente se pode observar, analisando a tabela abaixo, que o ano de 2007 representou uma exceção, seja em número de emissões primárias de ações (64 no total), seja pelo valor obtido nestas operações (cerca de R\$ 55,5 bilhões).

Tabela 10 – IPOs na BM&FBovespa entre 2004 e novembro de 2012

Ano	Número de Aberturas de Capital	Volume (Em R\$ milhões)
2004	7	4.486
2005	9	5.548
2006	26	15.373
2007	64	55.654
2008	4	7.495
2009	6	23.831
2010	11	10.172
2011	11	7.060
2012	3	3.877

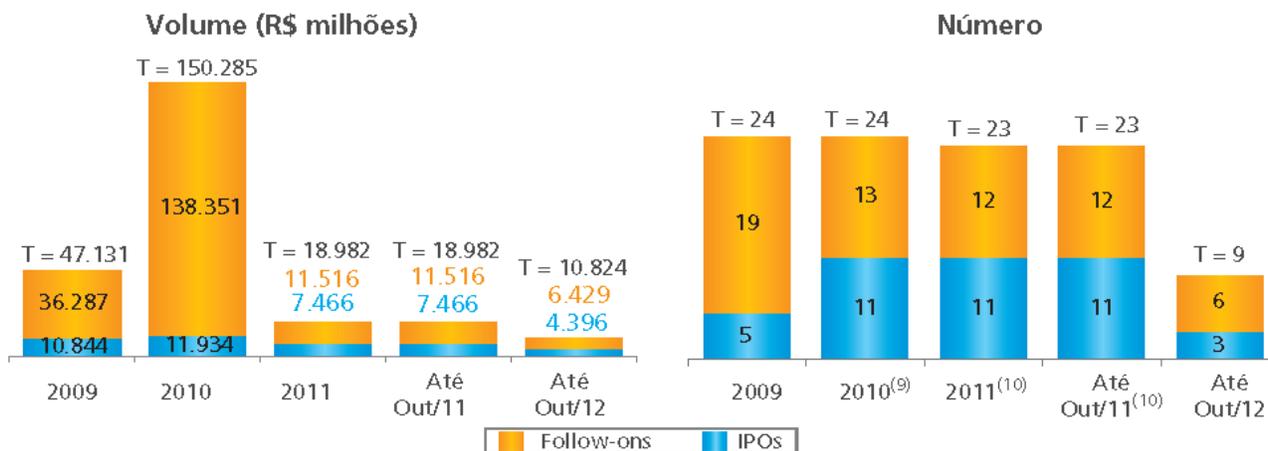
Fonte: BM&FBovespa (2012b) – Elaboração própria

Outra modalidade do mercado de ações que movimenta o mercado é o *follow-on*, que nada mais é que a realização de outras ofertas públicas de ações após a primária. Este tipo de oferta proporciona liquidez aos empreendedores assim como aumenta o capital da empresa para pagamento de dívidas e investimento, sendo que neste processo o capital da empresa permanece o mesmo, mas há um aumento no número de sócios. É importante observar que, no Gráfico 12, o volume total de operações de *follow on* em 2010 (R\$ 138,3 bilhões) foi atípico, dado que apenas o *follow on* da

54 Sem contar a interligação societária entre as maiores bolsas de valores do mundo, como é o caso da NYSE (New York Stock Exchange), que opera na Europa através da *holding* EURONEXT, que controla as bolsas de Paris, Amsterdam, Lisboa e Bruxelas, dentre outras. Outro caso é a relação entre a BM&FBovespa e a CME (Bolsa de Chicago), que possuem posições acionárias trocadas entre si, sendo a CME a maior acionista individual da BM&FBovespa.

Petrobras movimentou R\$ 120 bilhões em setembro daquele ano, conforme já analisado anteriormente.

Gráfico 12 – IPOs e Follow-ons em números – BM&FBovespa (2009-Outubro/2012)



Fonte: ANBIMA (2012b)

Ao abrir o capital, as principais destinações que a empresa pode dar aos recursos levantados são aquisição de participações acionárias em outras empresas, realização de investimentos, reestruturação de passivos e utilização como capital de giro. A prioridade que a empresa dará para o recurso dependerá de suas necessidades internas e das perspectivas do mercado, assim como necessitará deixar isto claro em seu prospecto, de modo a ser transparente com seus investidores e com o mercado como um todo.

Os principais argumentos contrários à abertura de capital são o *valuation* da empresa feito pelo mercado e não necessariamente concordante com o valor patrimonial da empresa, o fato de ser um processo de difícil reversão e a necessidade de estudar com extremo cuidado o momento de abertura para que não se ocorra a perda da janela de oportunidade e uma capitalização menor que a potencial, indo de encontro a teoria do *market timing* de Baker e Wurgler (2002).

2.2.2.2. Mercado de Títulos Privados e Valores Mobiliários

Captar recursos no mercado de capitais através da emissão de títulos de dívida é a opção que as empresas possuem quando desejam recursos não bancários para suas operações sem que

necessariamente isto implique em transferência de controle ou entrada de novos sócios⁵⁵. Todas as modalidades em questão exigem que a empresa emissora se cadastre junto à CVM e siga regras de governança corporativa tais como balanços auditados, dentre outras.

O mercado de títulos de dívida privada brasileiro é composto, preponderantemente, pelos certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), fundos de investimento em direitos creditórios (FDICs), notas promissórias e debêntures.

Destes quatro instrumentos, dois possuem dificuldades inerentes em prover recursos de longo prazo para o financiamento do investimento. Os CRIs, por sua natureza, voltados para a securitização de créditos imobiliários, possuem uma destinação específica: a geração de recursos para empreendimentos imobiliários residenciais ou corporativos. Ainda que se trate de uma modalidade de prazo mais longo, não está associada a projetos de aquisição de máquinas e equipamentos, modernização ou ampliação de plantas produtivas, à exceção da componente imobiliária destes projetos. As notas promissórias, em franca expansão, sobretudo a partir de 2008, constituem um instrumento muito utilizado pelas firmas para financiamento de capital de giro, mas não se prestam a fonte de recursos de longo prazo para formação bruta de capital fixo. Assim, os dois instrumentos que poderiam estar associados a operações de prazo mais longo são os FDICs e as debêntures (IPEA, 2011).

Os FDICs são fundos de direitos creditórios provenientes dos créditos que uma empresa tem a receber, como duplicatas, cheques, contratos de aluguel e outros, assim como de operações de venda ainda não realizadas (recebíveis não performados)⁵⁶. A empresa então estrutura estes direitos de recebimento e o cede a investidores interessados, sendo um veículo de securitização. Já as debêntures são nada mais que títulos de dívida de médio e longo prazo que conferem ao seu detentor um crédito perante a empresa que os emitiu. As debêntures podem ter garantias reais (lastradas em bens, como imóveis), flutuantes (que dão privilégio para seu detentor em caso de falência da empresa), inexistentes (debêntures quirografárias) ou subordinadas (que oferecem preferência aos seus titulares apenas sobre os créditos devidos aos acionistas da empresa).

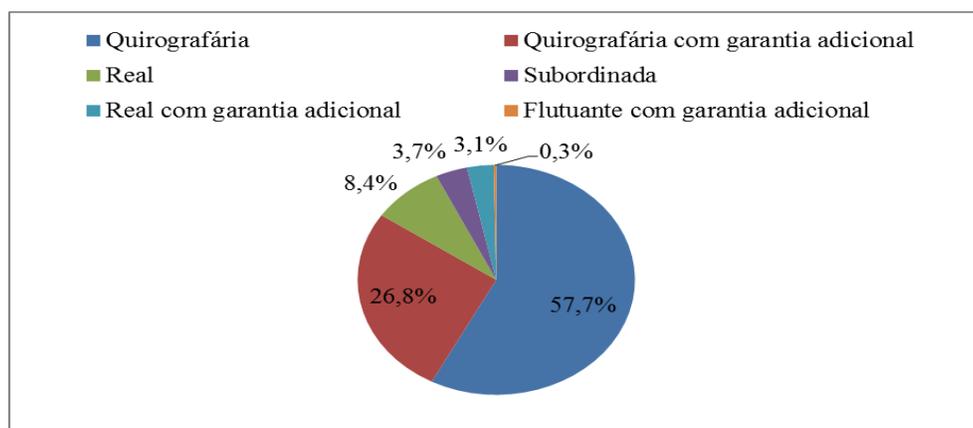
O gráfico 13 apresenta a distribuição, por garantia, das debêntures emitidas no mercado

55 As exceções são os títulos de dívida conversíveis em ações.

56 Para cobrir este tipo de lacuna de caixa, os bancos oferecem também o desconto de duplicatas e antecipação de recebíveis. A maior diferença do FDIC para estas modalidades é o menor custo para o emissor, que para isto, contudo, precisa de um razoável volume de direitos de crédito para que tal instrumento seja interessante e viável financeiramente.

brasileiro de capitais até outubro de 2012. Há franco predomínio das debêntures com garantia quirografária em suas duas modalidades – com garantia inexistente ou com garantia adicional, que juntas correspondem a 84,5% dos títulos desta natureza em circulação no mercado. É algo intrincado compreender um investidor que compra um título de uma empresa que não lhe fornece garantias reais, daí que podemos deduzir que apenas companhias sólidas e com grande credibilidade no mercado lançam este tipo de debêntures, vendendo confiança e boa remuneração aos seus proprietários.

Gráfico 13 – Garantias das debêntures emitidas no mercado brasileiro*



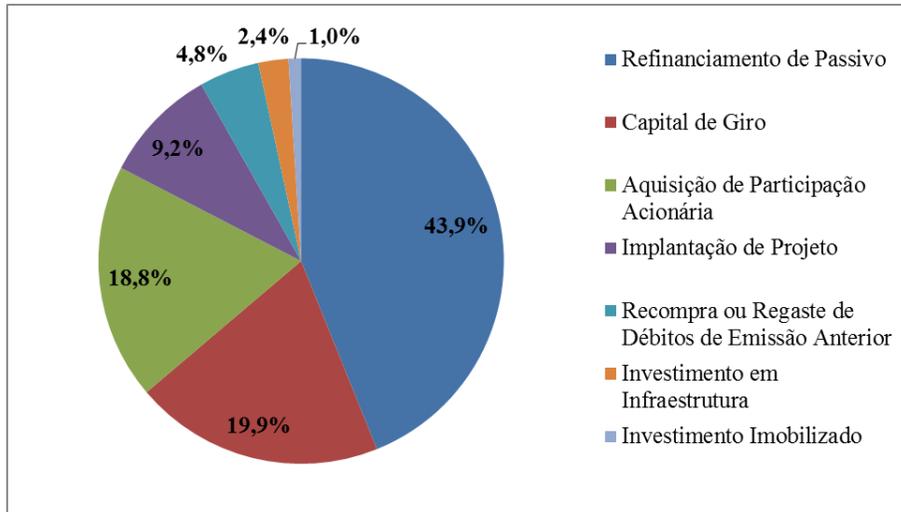
Fonte: ANBIMA (2012b) – Elaboração própria

* Valores até outubro de 2012.

No gráfico 14 temos a destinação dos recursos obtidos pelas empresas através da venda de debêntures. Em sua maioria, os recursos obtidos por debêntures destinam-se ao refinanciamento de passivos, capital de giro e investimentos em aquisições acionárias, sendo utilizados como soluções para descompassos e reestruturações das empresas, sendo a modalidade mais utilizada de títulos no mercado de capitais brasileiro, seja em número e volume de operações. Apesar de ganhar mercado de forma consistente nos últimos anos (tabela 7), a maior parte dos recursos obtidos com a venda de debêntures não é direcionada para investimentos, mas para custeio e pagamento de dívidas antigas. A soma das rubricas referentes a este tipo de despesa (refinanciamento de passivo, capital de giro e recompra ou resgate de débitos de emissão anterior), representam o destino de 73% dos recursos obtidos com a venda dos títulos, ao passo que as rubricas de investimentos, considerando aquisição de participação acionária (que é não necessariamente representa investimentos em ativos produtivos novos), somam os

27% restantes.

Gráfico 14 – Destinação dos recursos das debêntures emitidas no mercado brasileiro*



Fonte: ANBIMA (2012b) – Elaboração própria

* Valores até outubro de 2012

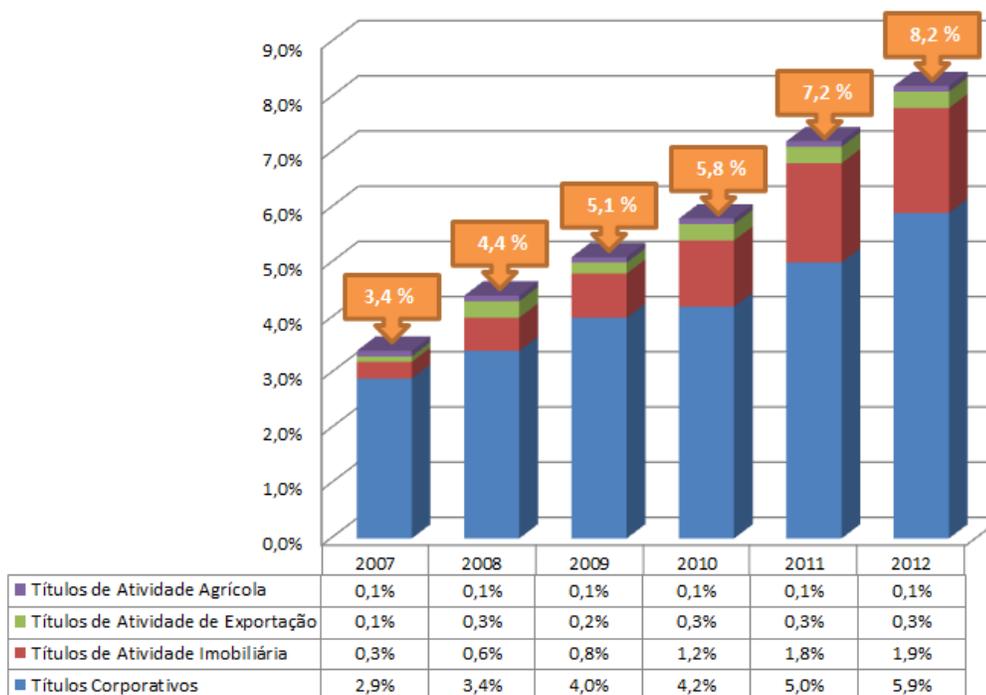
Apesar de a maioria dos títulos de dívida privada ainda ser emitida por instituições atuantes no mercado financeiro (bancos, fundos de investimento, etc.), há um largo espaço para a expansão dos títulos de dívida privada para empresas não-financeiras, cuja soma das obrigações distribuídas no mercado, quando comparadas ao PIB, passaram de 3,4% em 2007 para 8,2% do PIB em junho de 2012.

O gráfico 15 apresenta o saldo das emissões dos títulos privados de empresas não-financeiras em relação ao PIB, dividindo-os em quatro categorias, uma generalista e três específicas. A primeira categoria, generalista, é relativa aos títulos corporativos, que englobam as debêntures, as notas promissórias e as FDICs. A segunda categoria é refere-se aos títulos de atividade imobiliária, em sua maioria os CRIs. A terceira categoria é a dos títulos de atividade exportadora, englobando as NCEs (Notas de Crédito à Exportação) e *export notes*, sendo títulos que envolvem trocas de moeda entre exportadores, importadores e agentes do mercado financeiro. Por fim, a quarta categoria é formada por títulos agrícolas, em especial os CDCAs (Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio) e as CRAs (Certificados de Recebíveis do Agronegócio).

Houve uma clara evolução no saldo destes títulos em relação ao PIB no período analisado (de 2007 a junho de 2012), sendo destaques os títulos corporativos e os de atividade imobiliária, que apresentam uma consistente trajetória de alta, sem aparentemente serem afetados pela crise financeira mundial de 2008.

Algo que chama a atenção é a estagnação das parcelas referentes aos títulos de atividade exportadora e de atividade agrícola. Com relação aos primeiros, os possíveis diagnósticos é a busca, por parte dos importadores e exportadores, por outras ferramentas de proteção cambial, como hedge, derivativos e *swaps* cambiais, dentre outras, e os impactos diretos às atividades de comércio internacional da crise de 2008. Por parte da atividade agrícola, os maiores entraves são os riscos inerentes à produção agrícola, como quebra da safra, preços ruins, etc., além do difícil acesso ao mercado de capitais por parte do agricultor, salvo para os grandes produtores e para as *tradings*, e da competição com ferramentas de financiamento já arraigadas na cultura do empresário do campo, como o crédito rural.

Gráfico 15 – Saldo dos títulos emitidos por empresas não financeiras em porcentagem do PIB entre 2007 e junho de 2012

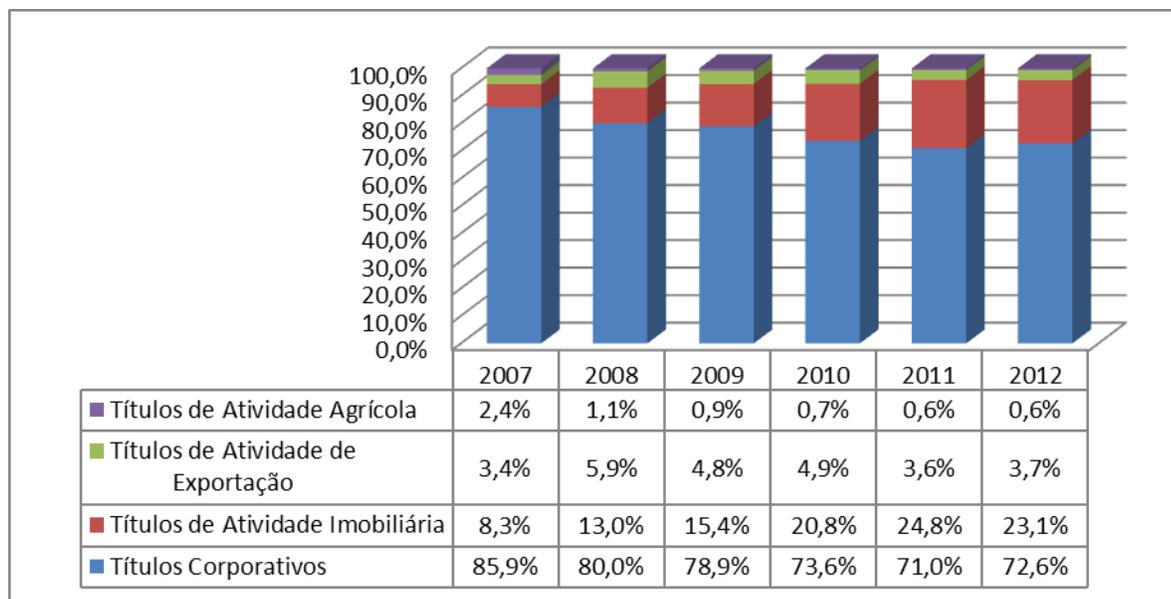


Fonte: CEMEC (2012b) – Elaboração própria

O predomínio dos títulos corporativos acaba por se refletir no saldo total dos títulos de dívida privada no mercado brasileiro, no qual tal modalidade de título representava, em junho de 2012, 72,6% do estoque total em circulação, conforme podemos observar no gráfico 16.

Outro ponto observável neste gráfico é o avanço dos títulos de atividade imobiliária, cuja participação no estoque total em circulação cresceu de 8,3% em 2007 para 23,1% em junho de 2012. Tais títulos foram incentivados pelo avanço do setor imobiliário na economia do Brasil, no rescaldo do aumento da renda média do cidadão brasileiro e de programas de incentivo habitacional, como o “Minha Casa, Minha Vida”, além do uso recorrente de CRIs para o financiamento de prédios comerciais de escritórios e *shopping centers*, dentre outros exemplos.

Gráfico 16 – Saldo dos títulos de dívida privada de empresas não-financeiras no Brasil entre 2007 e junho de 2012



Fonte: CEMEC (2012b) – Elaboração própria

Os maiores problemas enfrentados pelos mercados de títulos brasileiros são dois. O primeiro é a competição dos títulos privados com outras formas de investimento, como os títulos de renda variável, os títulos públicos e mesmo com os CDBs em épocas de crise financeira⁵⁷. O segundo é

⁵⁷ “A crise de confiança no sistema bancário das economias avançadas e a consequente contração de liquidez no mercado financeiro internacional repercutiram fortemente no mercado de debêntures, uma vez que as empresas tiveram que competir pela captação

a liquidez do mercado secundário, essencial para o desenvolvimento de um mercado de títulos robusto e atrativo para empresas e investidores, mais líquido e com custos menores para os emissores.

Apesar disto, o mercado de títulos brasileiro conta com pontos positivos que podem ser explorados, possuindo todo um arcabouço institucional apto para lhe dar suporte. O maior desafio é tornar tal estrutura atrativa aos potenciais investidores, o que será discutido na próxima seção.

2. 3. Perspectivas e Futuros

O Brasil de hoje é um país com fundamentos macroeconômicos mais sólidos que outrora, com taxas de inflação baixas (quando comparado com o período anterior a 1994) e câmbio “flutuante⁵⁸”. As perspectivas de investimento são altas, em especial as do setor de petróleo e gás e as provenientes dos programas governamentais de aceleração do crescimento (PAC, PBM). Apesar das expectativas de crescimento do PIB medianas para os próximos anos, do progressivo cerceamento da eficácia da estratégia de manutenção da atividade econômica pela via creditícia e de consumo pessoal e consequente pressão inflacionária, as perspectivas futuras ainda são boas, tanto pela segurança macroeconômica apontada anteriormente.

A questão de financiamento de longo prazo no Brasil deu-se pela forma bancária tanto por questões econômicas (títulos públicos competindo com os títulos privados no mercado de capitais) como políticas (indexação). O financiamento do desenvolvimento através do sistema bancário público, a despeito do custo fiscal e de oportunidade de se desenvolver um similar privado, permitiu ao Brasil adquirir *expertise* institucional em tais projetos e desenvolver uma forma, ainda que menos arriscada, mais segura de crescimento econômico.

“(…) um sistema baseado em instituições bancárias (*credit based*) e não no mercado de capitais (*market based*) é, em princípio mais favorável ao financiamento do investimento, assinalando que esse último é mais propenso à volatilidade de preços e à especulação, ou seja, a flutuações mais frequentes e intensas das taxas de juros e as bolhas de preços.” (CARNEIRO, 2009, p.4)

de recursos domésticos com os bancos que elevaram as taxas de juros dos certificados de depósito (CDB).” (FREITAS, 2009, p. 245)

58 O atual Ministro da Fazenda, Guido Mantega, admitiu em entrevista ao Jornal “Valor Econômico”, em 24/10/2012, que o Brasil atualmente pratica “flutuação suja” no câmbio. (SAFATLE, 2012)

É necessário ressaltar, entretanto, que a forma de financiamento de longo prazo calcada em bancos é pró-cíclica, daí a importância da ação governamental, através de suas instituições financeiras (em especial BNDES, BB e CEF), na economia brasileira.

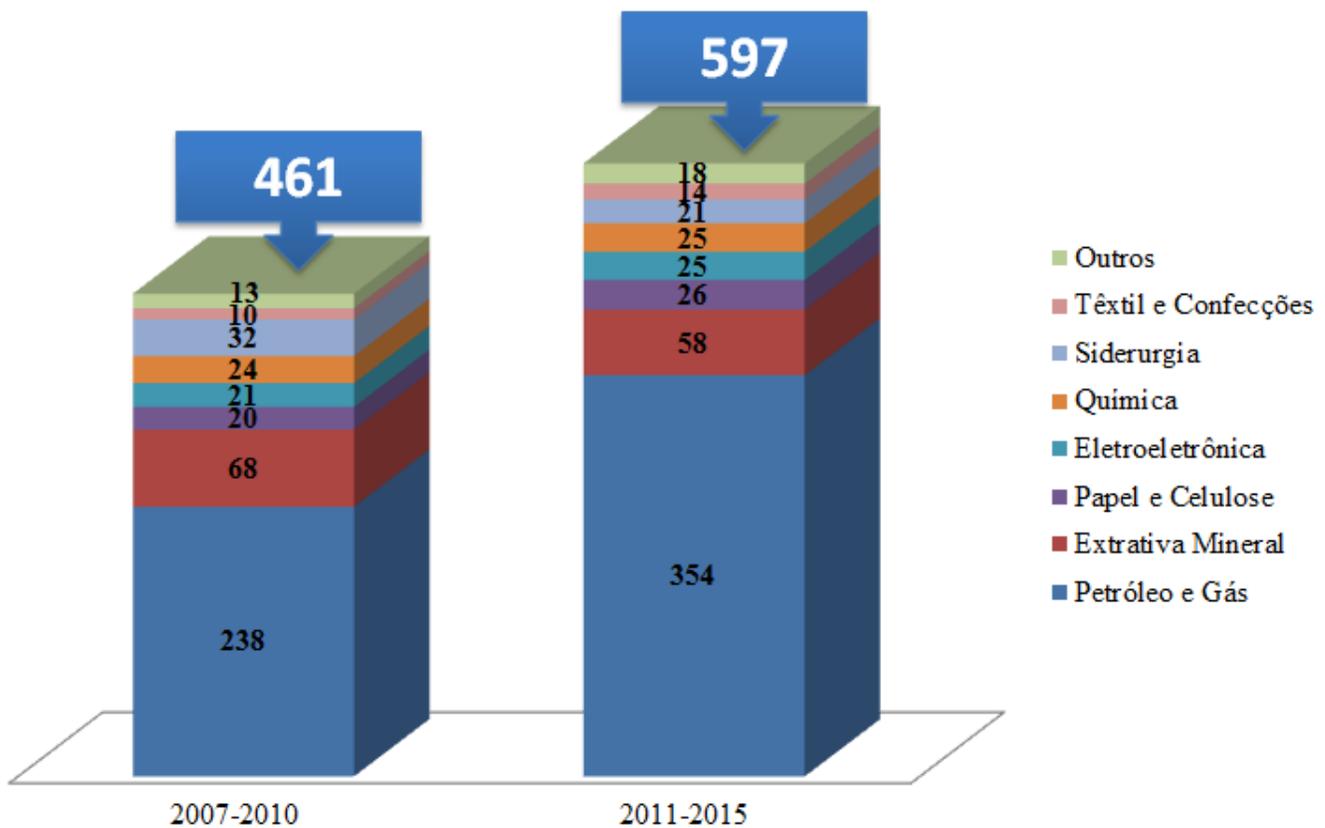
Os desafios para o desenvolvimento brasileiro são maiores que eram outrora e exigem uma resposta mais audaz. No gráfico 17 podemos observar, em números, os investimentos realizados pela indústria brasileira no período de 2007 a 2010, que foram na ordem de R\$ 461 bilhões, e as suas perspectivas para o período de 2011 a 2015, cujo montante esperado é de R\$ 597 bilhões, o que representa um aumento de 29,5%. Este aumento, contudo, deverá ser assimétrico entre os diferentes setores da indústria e demonstra a magnitude do desafio do financiamento de longo prazo nos próximos anos no Brasil, sendo que o setor de petróleo e gás é o que melhor personifica isto.

Este setor se configurou como o que mais investe no Brasil, tendo gasto em seus projetos cerca de R\$ 238 bilhões entre 2007-2010 (51,6% dos investimentos totais do período), concentrado em sua maioria na Petrobras, no âmbito da descoberta de petróleo na camada pré-sal e do início dos projetos das novas refinarias brasileiras (Abreu e Lima, Premium I e II, etc.). Este é um setor que demanda altos investimentos iniciais, em especial pelo alto valor agregado de seus materiais de pesquisa e exploração e de todo o conhecimento necessário para sua operação, tendo seus projetos longo prazo de execução e maturação. Para o período de 2011-2015, os investimentos previstos pelo setor de petróleo e gás deverão aumentar em magnitude, atingindo R\$ 354 bilhões no período, uma alta de 48,7% quando comparado ao anterior. Tais investimentos, contudo, não necessariamente serão destinados à indústria nacional tanto pela capacidade de entrega da mesma, quanto pela urgência dos investimentos, de modo que a Agência Nacional do Petróleo (ANP) exige uma porcentagem mínima de conteúdo local, que varia de projeto a projeto.

Outros setores, como o extrativo mineral e o siderúrgico deverão diminuir o ritmo de investimentos no período 2011-2015, em especial pela finalização de projetos que estavam em curso no período anterior de 2007-2010 e pelo arrefecimento na demanda pelos seus materiais no mercado internacional, após uma década de 2000 aquecida. São exemplos destes dois setores o projeto da mineradora Anglo American para extração de níquel em Barro Alto/GO (inauguração em dezembro de 2011), no qual foram investidos US\$ 1,9 bilhão pela empresa (extrativo mineral) e o projeto da siderúrgica ThyssenKrupp na Companhia Siderúrgica das Américas (CSA), localizada no Rio de

Janeiro/RJ (inaugurada em junho de 2010) e que recebeu investimentos na ordem de US\$ 8,2 bilhões de dólares. Contudo, os investimentos projetados para os setores extrativo mineral e siderúrgico ainda são altos, de modo que as estruturas financeiras convencionais de financiamento bancário não deverão ser suficientes para supri-los.

Gráfico 17 – Investimentos da indústria por setores e períodos - 2007-2010 e 2011-2015 (Em R\$ Bilhões)



Fonte: Ministério da Fazenda (2012a)

Pelo movimento de alta que vem apresentando, conforme podemos observar nas seções anteriores deste capítulo, espera-se que o mercado de capitais brasileiro seja mais ativo no financiamento de longo prazo no Brasil nos próximos anos.

O mercado de capitais brasileiro, a despeito de apresentar as condições necessárias de regulação e estrutura para dar suporte às necessidades de investimento que o Brasil terá nos próximos

anos, ainda é muito suscetível aos impactos externos, em especial em épocas de crise, como foi no interregno 2008-2009⁵⁹. Dentre os países em desenvolvimento, em termos de capitalização de seu mercado de capitais, o Brasil ocupa posição intermediária (74% do PIB), tendo ainda espaço em sua economia para que esta porcentagem aumente muito mais (ROCCA, 2012).

Para diminuir esta insuficiência é que ocorre a ação do BNDES no mercado de capitais, através de sua *holding* BNDESPar, ocupando uma posição de destaque no mercado de capitais brasileiro:

“O BNDES ocupa posição de destaque no mercado financeiro brasileiro, por meio de seus programas, linhas de financiamento de longo prazo e subscrição de valores mobiliários. Por meio de sua subsidiária integral BNDESPAR, realiza investimentos e desinvestimentos via ações e debêntures conversíveis e participa da estruturação de fundos de investimento (*venture capital* e *private equity*), nos quais atua como cotista. Nos últimos anos, os volumes financeiros movimentados pelo BNDES tem sido representativos. Os valores desembolsados foram da ordem de R\$ 168 bilhões em 2010 e R\$ 140 bilhões em 2011. Em relação à subsidiária BNDESPAR, o valor de mercado da carteira alcançou R\$ 100,8 bilhões no final de 2011. Desse total, cerca de R\$ 87 bilhões referem-se à carteira de ações e derivativos, R\$ 11,7 bilhões em debêntures e R\$ 2,1 bilhões em cotas de fundos de investimento. A carteira era composta por títulos de emissão de 188 empresas (incluindo ações em 154 empresas) e de 38 fundos de *venture capital* e *private equity*. Das 154 empresas com participação acionária direta, o BNDES possuía 67 acordos de acionistas celebrados e indicou 27 membros para o conselho de administração e 11 para o conselho fiscal.” (ZORMAN, 2012, p.21)

. O financiamento de longo prazo no Brasil até hoje é dependente de políticas públicas específicas para este fim, em especial através do BNDES. Mesmo economias que fizeram um desenvolvimento “*credit based*”, utilizando a taxonomia proposta por Zysman, hoje utilizam ativamente o mercado de capitais.

No caso brasileiro, não é que o sistema bancário tenha dado mostras de esgotamento de seu poder financiador, pelo contrário: as necessidades de capital são muito mais prementes do que

59 “Na segunda metade de 2008 e em boa parte de 2009, em função da crise internacional, as fontes externas de recursos sofreram um revés abrupto, e o desenvolvimento até então observado no mercado de capitais brasileiro retrocedeu, sobretudo pela forte aversão ao risco que acometeu a economia global a partir do colapso do crédito nos países avançados” (FRISCHTAK, 2010, p. 5)

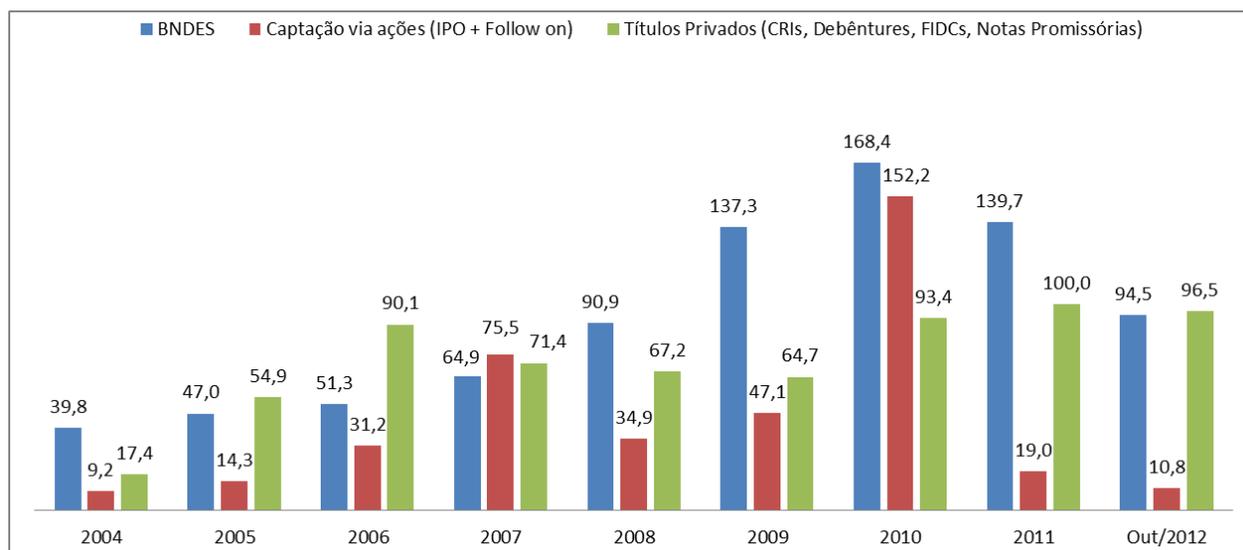
podemos esperar.

Insistir ainda em um sistema de financiamento de longo prazo essencialmente formado por bancos públicos, salvo em linhas específicas, pode criar riscos fiscais pelo modo como se dá o *funding* destes bancos e ao mesmo tempo pode acabar por desincentivar que os bancos privados assumam seu papel como fontes de financiamento de longo prazo.

O sistema bancário público, contudo, cumpre de forma muito boa o seu papel, o que podemos ver na composição de prazos da carteira dos dois principais bancos públicos comerciais (BB e CEF) na seção anterior. A presença deste sistema é fundamental para evitar risco sistêmico que pode decorrer do comportamento tipicamente pró-cíclico dos bancos privados, que acabam por se tornar desestabilizadores endógenos.

No gráfico 18 podemos observar a comparação entre as captações de recursos através do mercado de ações e de títulos com os desembolsos do BNDES entre 2004 e outubro de 2012. Percebe-se claramente o avanço das captações em todos os canais, sendo os crescimentos dos desembolsos do BNDES e através do mercado de títulos os mais consistentes.

Gráfico 18 – Comparação entre a captação pelos mercados de ações e títulos e os desembolsos do BNDES entre 2004 e outubro de 2012 (Em R\$ Bilhões)



Fonte: BNDES (op. cit.) e ANBIMA (op. cit.) – Elaboração Própria

Seguindo a trajetória do movimento exposto no gráfico 18, podemos afirmar que

financiamentos através do mercado de capitais (ações e títulos) devem, ao final de 2012, ultrapassar o valor dos desembolsos do BNDES. Isto pode não ser muito, mas já é um começo.

Algumas medidas para o fortalecimento do mercado de capitais no tocante ao financiamento de longo prazo, em especial na sua vertente de títulos privados já foram realizadas, como o projeto de lei emissão de debêntures e de CRIs com benefícios fiscais para seus detentores (para projetos de infraestrutura)⁶⁰. A saída repentina dos bancos públicos deste nicho de financiamento não pode ser nem cogitada, pelo volume de recursos que movimenta e pela ausência de agentes privados que tenham o mesmo poder e disposição de movimentação. Os fundos de órgãos públicos de pensão (Postalis, Petros, Previ) já vêm atuando neste sentido, ao buscar soluções que remunerem adequadamente seus depósitos e, ao mesmo tempo, propiciem liquidez ao sistema. As maiores vantagens de se possuir um mercado de capitais profundo é a diminuição do custo e o aumento da disponibilidade de capital; as desvantagens são a instabilidade inerente ao sistema e seu caráter pró-cíclico, com o capital abundando em épocas de crescimento e desaparecendo em tempos de crise, quando se faz mais necessário.

Assumindo estes riscos e entendendo que as necessidades de investimento no Brasil são mais urgentes e o país possui um sistema regulador sólido e experiente nesta área, a partir dos diagnósticos feitos, consideramos os seguintes pontos como relevantes para o maior desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil:

- Realmente desindexar a economia brasileira, resquício ainda do período de alta inflação, e promover a separação do mercado monetário e de títulos públicos. Outro problema também é a vinculação dos rendimentos exigidos pelos investidores às taxas de juros de curto prazo no Brasil, que estão entre as mais altas do mundo;
- Aplicar incentivos para a compra de títulos privados no mercado de capitais e melhorar as condições de acesso dos investidores pessoa física, em especial com descontos de imposto de renda em projetos com maior maturação. A primeira consequência disto seria não apenas aumentar a demanda por tais títulos, mas também criar liquidez no mercado secundário.

⁶⁰ A Lei 12.431/11 introduziu benefícios fiscais aos investidores que viessem a adquirir títulos de dívida vinculados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação. A medida de maior impacto, contudo, foi a isenção de imposto de renda para não residentes nos rendimentos produzidos por tais títulos, desde que adquiridos a partir de janeiro de 2011, de modo a equivaler o benefício que eles já recebiam na aquisição de títulos públicos. A regulação para investidores residentes, mais estreita em direitos que para os não residentes, foi promulgada pelo Decreto 7603/11. (TORRES FILHO E MACAHYBA, 2012)

- Aumento da transparência do mercado de títulos, através de utilização de canais mais rápidos e eficientes de informações pré e pós-negócios.
- Isenção de imposto de renda, por determinado tempo, para detentores de título de dívida privada com prazo de maturação igual ou maior a dez anos.
- Incentivo à formação de fundos de pensão/investimento setoriais (Ex: sindicais), que reunissem a poupança de um grande número de trabalhadores e tivessem incentivos fiscais para aplicar uma porcentagem no mercado de capitais (em especial no mercado secundário), com foco nos títulos de renda fixa.

As medidas acima expostas podem até não resolver totalmente os problemas do financiamento de longo prazo no Brasil, contudo indicam boa vontade e esforço no sentido de diminuir a instabilidade e garantir o volume necessário de recursos para um novo ciclo virtuoso de investimentos que nosso país almeja viver.

3. Conclusão

Procurou-se nesta monografia deixar claro, com argumentos teóricos e práticos, a importância do financiamento de longo prazo dentro de uma perspectiva de desenvolvimento econômico do Brasil.

Do arcabouço teórico desta monografia pode-se extrair a questão da importância da demanda por crédito inerente à atividade do empresário, seja para cobertura de descompassos temporários de caixa, seja para investimentos com prazos de maturação maiores que um simples giro de sua atividade-fim. Para isto existe um circuito de fornecimento de moeda baseado na demanda *finance* por moeda, no investimento produtivo, na poupança dos agentes e na captação de *funding* pelos bancos, que se combina ao fundo rotativo e ao mecanismo de criação de moeda dos últimos.

É importante notar também a importância da institucionalidade dos sistemas de financiamento, que permitem entender como se desenvolvem os modelos de negócios nos diferentes países, assim como o caráter pró-cíclico e endogenamente instável dos bancos privados. Tais instituições emprestam nos ciclos de crescimento e resguardam seu capital em outros tipos de aplicações mais seguras nos momentos de instabilidade, justamente quando a ação do crédito é mais necessária.

Ao analisarmos a institucionalidade do sistema financeiro brasileiro, de forma a entender sua formação histórica, pudemos compreender como se deu a predominância do modelo *credit based* como padrão de financiamento no Brasil, no qual os bancos públicos foram protagonistas, em especial no crédito de longo prazo. Este protagonismo nesta modalidade de financiamento continua, e tende a ser a base para o aumento do investimento e a aceleração do crescimento brasileiro, *pari passu* ao aumento do tamanho do mercado de capitais brasileiro a partir de 2004.

Vários foram os obstáculos (econômicos, político-regulatórios, etc.) enfrentados pelo mercado de capitais para se desenvolver no Brasil, que paulatinamente foram sendo superados. Contudo alguns restaram, como o diferencial das taxas de juros brasileiras e internacionais, o que culmina na emissão de títulos de dívida corporativos com remuneração maior que a taxa de juros subsidiada do BNDES (TJLP). Outros pontos são a predominância de grandes empresas em um mercado de capitais pouco profundo, dificultando a entrada de novos *players* de menor porte, e a grande presença de investidores internacionais no mercado brasileiro, que acaba trazendo para dentro

do mercado doméstico instabilidades externas. Na questão político-regulatória, o mercado de capitais brasileiro encontra-se apto para a expansão, entretanto questões de insegurança jurídica ainda são levantadas por investidores para o seu aumento.

O tamanho e a premência dos desafios postos para o Brasil nos próximos anos exigem soluções rápidas e ousadas para o financiamento de longo prazo, e que não necessariamente implicam no fortalecimento dos bancos públicos que já executam este papel. O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro faz parte das respostas necessárias a estes desafios. Todavia, os axiomas básicos do empresário, ao investir, permanecem: o que o leva a investir além do crédito disponível? Uma vez com o crédito captado em mãos, o empresário irá mesmo investir? São questões cujas respostas podem ser importantes ao se desenvolver um sistema de crédito de longo prazo mais robusto no Brasil.

A resposta a que chegamos é que se faz premente o desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo no Brasil público-privado baseado em um sistema bancário ativo para descompassos de curto prazo e um mercado de capitais presente para financiar projetos de longo prazo em maior grau do que faz hoje. Este sistema, por sua vez, deve não apenas se mobilizar o capital necessário para o crescimento econômico do país, mas também para direcioná-lo neste sentido.

Referências Bibliográficas

ALVES JUNIOR, A. J. Sistematização do debate sobre “sistema de financiamento do desenvolvimento”. In: CASTRO, A. C. (Org.). Desenvolvimento em debate: novos rumos do desenvolvimento no mundo. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2002.

ANBIMA. Financiamento de projetos movimentou R\$ 28,2 bilhões em 2011. Boletim Anbima – Financiamento de Projetos, ano 2, nº 2, março de 2012 (2012a). Disponível em [http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/financiamento-de-projetos/Documents/Financiamento%20de%20projetos%20movimentou%20R\\$%2028,2%20bilhoes%20em%202011.pdf](http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/financiamento-de-projetos/Documents/Financiamento%20de%20projetos%20movimentou%20R$%2028,2%20bilhoes%20em%202011.pdf). Acesso em 07/07/2012.

_____. Crescem captações com debêntures. Boletim Anbima – Mercado de Capitais, ano 7, nº 78, novembro de 2012 (2012b). Disponível em <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/Mercado%20de%20Capitais%20-%20Crescem%20captaoes%20com%20debentures.pdf>. Acesso em 10/11/2012.

ARNOLD, J. Raising investment in Brazil. OECD Economics Department Working Paper. Paris, 2011. (Paper 900).

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro, RJ: Contra Capa, 2005.

_____.; _____. Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro, RJ: Contra Capa, 2006.

BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure, The Journal of Finance, v.57, n.1, fevereiro de 2002, p.1-32.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações financeiras trimestrais. Brasília, DF: 2012. Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/iftimagem/>. Acesso em 02/11/2012.

BARBOSA, F. H. Hiperinflação e estabilização. Revista de Economia Política, São Paulo, SP, vol. 13, n. 4 (52), outubro-dezembro de 1993.

_____. Banco Nacional: jogo de Ponzi, PROER e FCVS. Revista de Economia Política, São Paulo, SP, vol. 28, nº 1 (109), janeiro-março de 2007, pp. 97-115

BELLUZZO, L.G.M.; COUTINHO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Economia e Sociedade: Campinas, Instituto de Economia da UNICAMP, v.7, nº2 (11), p.137-150, Dezembro de 1998. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=482&tp=a>. Acesso em 08/10/2012.

_____.; ALMEIDA, J. S. G. Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo. In: LIMA, G. T.; SICSU, J.; PAULA, L. F. R. Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro, RJ: Campus, 1999.

_____.; _____. Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro, RJ: Civilização Brasileira, 2002.

BM&FBOVESPA, PWC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO). BM&F Bovespa

Educacional. São Paulo, SP, 2011. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>. Acesso em 31/05/2012.

_____. Segmentos de Listagem. Soluções para Empresas e Emissores. São Paulo, SP, 2012a. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp. Acesso em 31/05/2012

_____. Listagens Recentes. Mercados – Ações. São Paulo, SP, 2012b.

BNDES. Apoio às micro, pequenas e médias empresas (cartilha). Rio de Janeiro, 2012a. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Navegacao_Suplementar/Perfil/Micro_Pequena_e_Media_Empresa_e_Pessoa_Fisica/cartilha_MPME.pdf. Acesso em 22/10/2012

_____. BNDES Empréstimo Ponte. Rio de Janeiro, 2012b. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Empréstimo_Ponte/. Acesso em 22/10/2012.

_____. Relações com investidores – desempenho. Rio de Janeiro, 2012c. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Desempenho/. Acesso em 01/11/2012.

_____. Apresentação institucional – área financeira – departamento de contabilidade. Rio de Janeiro, 2012d. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/AF_DEPCO_Portugues.pdf. Acesso em 22/10/2012.

BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, v.39, n.3, pp. 857-878, julho de 1984.

CARNEIRO, R. M. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp - IE/Unicamp, 2002.

_____. O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico). Texto para Discussão 167. IE/UNICAMP, outubro de 2009.

_____. *et alli*. Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. In: CARNEIRO, R. M. (org.). *Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Cecon/IE/UNICAMP: Rio de Janeiro: BNDES, agosto de 2009.

CARVALHO, F. J. C. *et alli*. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro, RJ: Campus, 2007.

CASA, C. A. L. Dívida interna, inflação e desinflação (1964-2004): o financiamento do estado brasileiro sob a perspectiva da vulnerabilidade externa e da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos. Brasília, DF: ESAF, 2008.

CASTRO, A. B.; SOUZA, F. E. P. *A economia brasileira em marcha forçada*. São Paulo, SP: Paz e Terra, 2004.

CDES. O desafio do crédito de longo prazo no Brasil. Disponível em <http://www.cdes.gov.br/noticia/21134/pag-2/o-desafio-do-credito-de-longo-prazo-no-brasil.html>.

Acesso em 19/09/2012.

CEMEC. Relatório trimestral de financiamento dos investimentos no Brasil. São Paulo, SP: IBMEC, junho de 2012 (2012a). Disponível em <http://www.cemec.ibmec.org.br/download/Relat%C3%B3rio%20CEMEC%20Trimestral%20de%20Financiamento%20de%20Investimentos%20na%20Economia%20Brasileira%20-%20junho%202012.pdf> . Acesso em 01/11/2012.

_____. Contas financeiras CEMEC – informativo mensal do financiamento. São Paulo, SP: IBMEC, outubro de 2012 (2012b). Disponível em <http://www.cemec.ibmec.org.br/download/CEMEC%20INFORMATIVO%20MENSAL%20-%20FINANCIAMENTO%20-%20Outubro%202012.pdf> . Acesso em 08/11/2012.

CINTRA, M. A. M. Uma visão crítica da teoria da repressão financeira. Campinas: IE/UNICAMP, 1993 (Dissertação, Mestrado em Economia)

_____. Crédito público e desenvolvimento econômico: a experiência brasileira. In: FERREIRA, F. M. R., MEIRELLES, B. B. (Orgs.) Ensaios sobre economia financeira. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2009, p. 57-108.

CORAZZA, G. Crise e reestruturação bancária no Brasil. Texto para Discussão 2000/08. PPGE/UFRGS, 2000. Disponível em http://www.ufrgs.br/PPGE/pcientifica/2000_08.pdf . Acesso em 10/08/2012.

CORREA, P. R. R. *et alli*. A estrutura do setor bancário brasileiro e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos. Trabalho apresentado no XXXVIII Encontro Nacional de Economia. Salvador: ANPEC, 2010. (Área 3 – Macroeconomia, Economia Monetária e Finanças). Disponível em <http://www.anpec.org.br/encontro2010/inscricao/arquivos/000-22dde5ba072ede09d99837a4eea5973c.pdf> . Acesso em 28/11/2012.

CORREA, V. P. A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. Campinas: IE/UNICAMP, 1995 (Tese, Doutorado em Economia)

COSTA, F. N. Origem do capital bancário no Brasil: o caso RUBI. Texto para Discussão 102. IE/UNICAMP, março de 2002.

_____. Validação monetária segundo pós-keynesianos. Disponível em <http://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2010/03/validacao-monetaria-segundo-poskeynesianos.pdf> . Campinas, SP: 2010. Acesso em 10/09/2012.

_____. Brasil dos bancos. São Paulo, SP: Edusp, 2012.

CVM. Entendendo o mercado de valores mobiliários: estrutura e funcionamento. Rio de Janeiro, RJ, 2012a. Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=332> . Acesso em 15/10/2012.

_____. Companhias abertas. Disponível. Rio de Janeiro, RJ, 2012b. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/arquivos2012/Companhias%20Abertas.xls> . Acesso em 10/12/2012.

_____. Investimento estrangeiro - carteira. Disponível. Rio de Janeiro, RJ, 2012c. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/arquivos2012/Carteira.xls> . Acesso em 10/12/2012.

FARIA, V. C. S. O papel do project finance no financiamento de projetos de energia elétrica: caso da UHE Cana Brava. Rio de Janeiro/RJ: COPPE/URFJ, 2003. (Dissertação – Mestrado em Planejamento Energético).

FEBRABAN. Pesquisa CIAB Febraban 2012: o setor bancário em números. Disponível em http://www.febraban.org.br/7Rof7SWG6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/Ciab%20FEBRABAN_Pesquisa%20Setor%20Banc%20E1rio%20em%20Numeros%202011.pdf . Acesso em 02/11/2012.

FREITAS, M. C. P. O mercado brasileiro de capitais no período 2003-2008: evolução e tendências. In: BIASOTO JUNIOR, G.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P. (orgs.). Panorama das economia internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global. São Paulo, SP: FUNDAP, 2009.

_____. Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil. Boletim de Economia nº 4. São Paulo, SP: FUNDAP, 2011. Disponível em http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/pdf/Boletim4_tema_desafios%20financ.pdf . Acesso em 10/10/2012.

FRISCHTAK, C. Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil – análise e recomendações. São Paulo, SP: IEDI/Instituto Talento Brasil, outubro de 2010. Disponível em http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20101108_flp.pdf . Acesso em 9 de outubro de 2012.

HILFERDING, R. O capital financeiro. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1985. (Os Economistas)

IMF. Brazil: financial system stability assessment. IMF Country Report No. 12/207. Washington, DC: IMF, Julho de 2012 (2012a)

_____. Brazil: detailed assessment of observance of Basel core principles for effective banking supervision. IMF Country Report No. 12/207. Washington, DC: IMF, Julho de 2012 (2012b)

IPEA. Brasil em desenvolvimento 2011: estado, planejamento e políticas públicas. Brasília, DF: IPEA, 2012.

ITAU BBA. Economic Outlook – October 2012. Disponível em <http://www.itaubba.com.br/arquivosstaticos/itaubba/contents/common/docs/Out12-ptbr.pdf>. Acesso em 05/11/2012.

JAMES, C. RAROC based capital budgeting and performance evaluation: a case study of bank capital Allocation. Working Paper Series. Philadelphia: The Wharton School of the University of Pennsylvania – Financial Institutions Center, 1996 (#96-40).

JANSEN, T. 27 de dezembro de 1994 – Naji Nahas é condenado pela quebra da Bolsa do Rio. Hoje na História. Jornal do Brasil, 27/12/2009. Disponível em <http://www.jblog.com.br/hojenahistoria.php?itemid=18047> . Acesso em 10/10/2012.

KALECKI, M. Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1985. (Os Economistas)

KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo, SP: Editora Atlas, 2007.

_____. Consequências sociais das mudanças no valor da moeda. In: A teoria geral do emprego, do

- juro e da moeda. São Paulo, SP: Abril, 1983, pp. 292-301 (Os Economistas)
- _____. A distinção entre poupança e investimento. In: SZMRECSÁNYI. T. (org.). John Maynard Keynes: economia. São Paulo, SP: Ática, 1984a, pp. 127-137.
- _____. A teoria geral do emprego. In: SZMRECSÁNYI. T. (org.). John Maynard Keynes: economia. São Paulo, SP: Ática, 1984b, pp. 167-179
- _____. Teorias alternativas da taxa de juros. Literatura Econômica. IPEA, Rio de Janeiro, vol. 9, nº2, junho de 1987, pp.147-157.
- _____. A teoria ex-ante da taxa de juros. In: Clássicos da Literatura Econômica. Rio de Janeiro, RJ: IPEA, 2010, pp. 91-97.
- LEVY, M. B. História da bolsa de valores do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, RJ: IBMEC, 1977.
- LOZARDO, E. Investimentos na infraestrutura nacional. O Brasil como um dos pólos de negócios da América Latina. São Paulo, SP: BRAiN, 2012. Disponível em <http://www.brainbrasil.org.br/media/Ernesto.2012%2010%2009%20BRAIN%20i.pdf> . Acesso em 01/11/2012.
- MANDL, C.; TORRES, F. Cinco maiores bancos têm 80% do crédito. Valor Econômico, 02/08/2012 (2012a).
- MANDL, C.; TORRES, F. Na Austrália, concentração não impediu ganhos do consumidor. Valor Econômico, 02/08/2012 (2012b).
- MARQUES, F. Bancos públicos sustentam alta do crédito. Valor Econômico, 02/08/2012.
- MENDES, A. L. A reforma do sistema financeiro nacional. Revista Estudos Avançados, São Paulo, SP, vol. 7 (17), abril de 1993, pp. 215-220.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Economia brasileira em perspectiva – 14ª edição especial. Brasília, DF, fevereiro de 2012 (2012a). Disponível em <http://www.fazenda.gov.br/portugues/docs/perspectiva-economia-brasileira/edicoes/Economia-Brasileira-Em-Perspectiva-14Ed.EspecialFev2012.pdf> . Acesso em 10/09/2012.
- _____. Economia brasileira em perspectiva – 16ª edição. Brasília, DF, agosto de 2012 (2012b). Disponível em <http://www.fazenda.gov.br/portugues/docs/perspectiva-economia-brasileira/edicoes/Economia-Brasileira-Em-Perpectiva-Ago2012.pdf> . Acesso em 10/09/2012.
- MINSKY, H. P. Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press, 1986
- _____. Can “it” happen again? Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe, 1982.
- _____. John Maynard Keynes. New York: Columbia University Press, 1975.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. American Economic Review, v.48, pp. 261–297, 1958.
- _____.; _____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. American Economic Review, v.53 (3), pp. 433–443, 1963.
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real. Texto para discussão, n. 84, BNDES, Rio de Janeiro, outubro de 2000.

- MYERS, S. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v.39, n.3, Julho de 1984.
- OLIVEIRA, G. C. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, L. C., CARNEIRO, R. M. (Orgs). *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do plano Real a crise financeira*. São Paulo, SP: Publisher Brasil e Editora Grafica Atitude, 2010, pp. 91-130.
- _____.; CARVALHO, C. E. O componente “custo de oportunidade” do *spread* bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana. *Economia e Sociedade: Campinas, Instituto de Economia da UNICAMP*, v.16, nº3 (31), p.371-404, Dezembro de 2007. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=643&tp=a> . Acesso em 28/11/2012.
- _____. *Análise do spread bancário no Brasil após o Plano Real (1994-2003)*. São Paulo, SP: PUC/SP, 2004 (Dissertação – Mestrado em Economia).
- OREIRO, J. L. C. *et alli*. Determinantes macroeconômicos do spread bancário no Brasil: teoria e evidência recente. *Economia Aplicada, Ribeiro Preto, SP*, vol. 10, n. 4, outubro-dezembro de 2006, pp. 609-634.
- PAULA, L. F. R. *et alli*. Mercado de títulos de dívida brasileiro no período 1995-2008: causas e determinantes da evolução recente. In: CARNEIRO, R. M. (org.). *Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Cecon/IE/UNICAMP: Rio de Janeiro: BNDES, agosto de 2009.
- _____. *Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem pós-keynesiana*. Rio de Janeiro, RJ: UERJ, 2011. (Tese – Professor Titular – Economia Política)
- PRATES, D. M. Bancos e ciclo de crédito: da estabilização à crise financeira. In: MARCOLINO, L. C., CARNEIRO, R. M. (Orgs). *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do plano Real a crise financeira*. São Paulo, SP: Publisher Brasil e Editora Grafica Atitude, 2010, p. 131-161.
- REZENDE, D. Queda nos juros: o que muda para os bancos brasileiros. *Jornal do Brasil*, 07/11/2012. Disponível em <http://www.jb.com.br/sociedade-aberta/noticias/2012/11/07/queda-nos-juros-o-que-muda-para-os-bancos-brasileiros/> . Acesso em 07/11/2012.
- ROCCA, C. A. Proposta do IBMEC – Projeto acesso das empresas ao mercado de capitais. São Paulo, SP: CEMEC/IBMEC, 29/06/2012. Disponível em <http://www.cemec.ibmec.org.br/download/29062012%20PROJETO%20ACESSO%20AO%20MERCADO%20DE%20CAPITAIS.pdf> . Acesso em 10/10/2012.
- SAFATLE, C. Mantega vê ‘revolução’ em mudanças na taxa de juros e no câmbio. *Valor Econômico*, 24/10/2012.
- SND. Dados consolidados – comparativo de valores mobiliários. Sistema Nacional de Debêntures (SND). Disponível em <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp> . Acesso em 03/11/2012.
- SOCHACZEWSKI, A. C. *Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil: 1952-1968*. São Paulo, SP: Trajetória Cultural, 1993.
- STIGLITZ, J. E. Corporate financial policy and the cost of capital. *Journal of Public Economics*, v.2,

fevereiro de 1973, pp. 1-34.

_____.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, v.71 (3), junho de 1981, pp. 393-410.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, São Paulo, SP, vol. 13, nº 1 (49), janeiro-março de 1993, pp. 101-118.

TEIXEIRA, J. R. O desafio do crédito bancário de longo prazo no Brasil. Apresentação para o 2º Seminário FEBRABAN/BNDES sobre Financiamento de Longo Prazo, 27/10/2011. Disponível em <http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/JoaoRobertoTeixeira.pdf>. Acesso em 10/10/2012.

TORRES, D. A. R. *Liquidez internacional e crescimento econômico: uma análise pós-keynesiana da experiência mundial*. Belo Horizonte, MG: UFMG/CEDEPLAR, 2009 (Doutorado em Economia).

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. *O elo perdido – o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas*. São Paulo, SP: IEDI / Instituto Talento Brasil, junho de 2012.

UNCTAD. *Informe sobre el comercio y el desarrollo*, 2008. Nações Unidas: Nova York e Genebra, 2008.

WICKSELL, K. *Lições de economia política*. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1988. (Os Economistas)

ZORMAN, F. F. A. *Influência do BNDES na governança das empresas brasileiras listadas*. Rio de Janeiro, RJ: PUC-Rio, 2012. (Dissertação – Mestrado em Administração de Empresas)

ZYSMAN, J. *Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University, 1983.