



1290000376



IE

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS TCC/UNICAMP H321e

INSTITUTO DE ECONOMIA



**Estudo sobre as opções de financiamento às
empresas brasileiras: mercado de capitais e
financiamento bancário**

Danylo Hayakawa

Monografia de graduação apresentada ao Instituto
de Economia da Unicamp, sob orientação do Prof.
Dr. Miguel Juan Bacic

Campinas, dezembro de 2002

TCC/UNICAMP
H321e
IE/376

CEDOC/IE

Em memória do Professor Doutor José Newton Carpintero

Introdução

Este trabalho tem como principal objetivo analisar a questão do financiamento das empresas brasileiras, seja para seu capital de giro, seja para novos investimentos, tendo como opções os empréstimos bancários ou o mercado de capitais.

Sendo assim, dividiremos este trabalho em três capítulos, onde no primeiro capítulo faremos um breve panorama da evolução das necessidades de financiamento das empresas brasileiras no decorrer da década de 80 até o Plano Real e uma breve análise do sistema financeiro nacional, dando informações sobre sua estrutura, ressaltando os elementos essenciais à nossa discussão. No segundo capítulo, trataremos do financiamento bancário às empresas, desdobrando pontos como a evolução e características deste tipo de crédito nos últimos anos.

No terceiro capítulo, analisaremos o mercado de capitais e os principais instrumentos utilizados pelas empresas brasileiras neste mercado e os custos que tal prática envolve, aprofundando questões sobre os motivos pelos quais esse mercado não evoluiu no Brasil. Finalmente, na conclusão, iremos contrapor essas duas opções de financiamento privado, procurando observar qual seria mais eficiente para solucionar as dificuldades que as empresas encontram para se financiarem.

Capítulo I: O Sistema Financeiro Nacional e a evolução da necessidade de financiamento das empresas brasileiras

Na primeira seção deste capítulo, analisaremos brevemente a evolução da necessidade de financiamento das empresas brasileiras nos últimos dez anos. Este assunto ganha importância, uma vez que é um elemento chave para a compreensão de como funciona e de como progrediu a questão do financiamento para as empresas, tema este que será nossa discussão nos próximos capítulos.

Na época que antecede o Plano Real, o contexto macroeconômico de grande instabilidade de preços fez com que os agentes econômicos tivessem que formular e aperfeiçoar mecanismos de indexação de preços, salários e ativos financeiros em geral. Estas práticas, assim como o próprio contexto de incerteza na economia brasileira acarretou em uma postura defensiva do empresariado brasileiro no que tange às decisões de financiamento.

Nesse período, teremos o predomínio de tentativas de evitar riscos de desvalorização patrimonial, isto é, um incentivo para o foco de operações de ativos de curto prazo com alta liquidez e indexados a algum índice de preços ou moeda estrangeira, desincentivando o endividamento.

Diante disso, as empresas brasileiras sofrem mudanças significativas no que se refere à composição desejada das estruturas de seus passivos e suas decisões de investimento. A imprevisibilidade na evolução do preço de um determinado ativo que a empresa adquire em moeda doméstica, implica em um maior risco implícito, uma vez que endividamento nada mais é do que um descasamento entre receitas e despesas.

Em outras palavras, o cenário econômico no período que antecede o Plano Real de altas taxas de inflação, volatilidade do câmbio real e flutuações do nível

de atividade econômica no curto prazo, resultou no auto financiamento das empresas brasileiras, pelo fato de a incerteza ligada aos meios de financiamento (tanto via mercado de capitais como bancário) aumentava e muito o custo e risco dessas operações.

No caso de uma empresa brasileira se financiar via endividamento, ela passa a assumir um risco de não gerar um fluxo de receitas suficiente para liquidar as obrigações assumidas. No período em questão, esse risco fica ainda mais potencializado, dado que a uma alta taxa de inflação, a possibilidade do descasamento entre os indexadores que corrigem as receitas e as despesas, juntamente com a volatilidade do comportamento das taxas de juros e de câmbio reais fica mais evidente.

Outro fator que não pode ser deixado de lado é que o risco eleva-se também pela volatilidade da absorção doméstica, que pode acarretar em uma retração inesperada das vendas da empresa a curto prazo, conseqüentemente uma retração no fluxo de receitas.

Portanto, o fenômeno que observamos é que os agentes do mercado financeiro brasileiro passam a demandar ativos financeiros de curto prazo de maturação e alto grau de liquidez, concentrando suas operações naquelas de giro diário, lastreada na dívida pública (*overnight*), pois somente assim, o risco de uma eventual desvalorização patrimonial é recompensado.

Dessa maneira, para que uma empresa conseguisse financiamento nessa conjuntura era extremamente difícil, uma vez que tinha de concorrer com aplicações como o *overnight*, não tendo como flexibilizar a demanda do mercado por aplicações de curto prazo e altamente líquidas. Restando a empresa apenas a opção do auto financiamento, implicando em uma queda no ritmo de crescimento potencial.

Entretanto, com a elaboração do Plano Real, o Brasil alcança a chamada estabilidade monetária, inserindo um novo contexto para as empresas brasileiras. Os custos do autofinanciamento passam a ser maiores se comparado com o antigo cenário da economia brasileira, no qual, simultaneamente teremos uma percepção da redução dos custos do endividamento para as empresas.

Assim, a empresa brasileira percebe a queda significativa dos custos de financiamento via endividamento, ajustando-se às novas condições de custos, riscos e prazos, disponibilizadas pelo novo contexto macroeconômico, acarretando em um maior *mix* entre autofinanciamento e endividamento.

Dado esse breve panorama da necessidade de financiamento da empresa brasileiras, podemos concluir que após a estabilização monetária com o advento do Plano Real, as empresas obtiveram uma queda significativa nos custos de financiamento via endividamento.

Entretanto, podemos constatar que apesar desse fato as empresas brasileiras ainda continuaram possuindo o autofinanciamento como principal meio de adquirir seus recursos. A partir desse momento, entramos na questão deste trabalho, uma vez que analisaremos dois outros meios que as empresas brasileiras têm de se financiar, isto é: via financiamento bancário e via mercado de capitais.

Na segunda seção deste capítulo, faremos uma breve análise sobre o sistema financeiro nacional no Brasil, dando dessa maneira um panorama do que seria o pano de fundo de nossa discussão.

A principal função do sistema financeiro é a de viabilizar o fluxo de recursos entre os agentes tomadores e os poupadores, ou seja, fazer com que os agentes carentes de recursos tenham condições de financiar seus investimentos através dos agentes poupadores, gerando assim a possibilidade de um crescimento da economia.

O sistema financeiro nacional é composto pelas instituições financeiras e as não financeiras, sendo que as primeiras são aquelas que possuem a capacidade de criar moeda via depósitos à vista, tendo como principais representantes os bancos múltiplos e comerciais. As instituições não financeiras são aquelas que não possuem a capacidade de criar moeda, pelo fato de não terem a capacidade de receber depósitos à vista, tais instituições lidam basicamente com ativos não monetários como: ações, letras de câmbio, certificados de depósitos bancários, debêntures, etc.

Dentro da composição do sistema financeiro nacional descrito acima, ele é dividido em dois subsistemas: o normativo e o de intermediação. O primeiro é responsável pela fiscalização e regulamentação do mercado financeiro, no qual, o Conselho Monetário Nacional (CMN), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil (BACEN) são as principais instituições que ilustram essa função. Entretanto, o subsistema normativo apresenta outras instituições que interagem diretamente com o mercado financeiro, apresentando um caráter especial de atuação, como são os casos do Banco do Brasil (BB), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da Caixa Econômica Federal (CEF).

O subsistema de intermediação, como o próprio nome sugere, é responsável pelas operações de intermediação financeira entre os agentes tomadores e os poupadores de recursos. Ele é estruturado em cinco grandes grupos de instituições: financeiras bancárias, financeiras não bancárias, Sistema de Poupança e Empréstimos (SBPE), auxiliares e não financeiras.

Cabe ressaltar que em nossa discussão, daremos mais atenção ao subsistema de intermediação, mais precisamente às instituições financeiras bancárias e às instituições auxiliares.

As instituições financeiras bancárias são representadas principalmente pelos bancos comerciais e múltiplos. Os bancos comerciais executam operações de crédito predominantemente de curto prazo, além de ter na prestação de serviços uma de suas principais atividades (pagamento de cheques, transferência de fundos, ordens de pagamento, cobranças diversas, etc.). Nos últimos anos, incentivados pelo governo e tendo em vista a redução dos custos operacionais, através da economia de escala, observamos um *boom* nas fusões e aquisições processadas pelos bancos.

Esse fenômeno, juntamente com o reflexo do crescimento do mercado, formou conglomerados financeiros que atuam em todas as atividades e operações da intermediação financeira, resultando nos chamados bancos múltiplos.

As instituições auxiliares são representadas pelas bolsas de valores, pelas sociedades corretoras e pelas sociedades distribuidoras. As bolsas de valores são associações civis sem finalidades lucrativas, onde seu patrimônio é constituído pelos títulos adquiridos pelos seus membros, isto é, as sociedades corretoras.

A função das bolsas de valores é o de prover todas as condições necessárias para o perfeito funcionamento de transações de títulos e valores mobiliários de pessoas jurídicas públicas e privadas, dando amparos como controle, fiscalização e organização. Desse modo, podemos dizer que as bolsas de valores têm como essência proporcionar liquidez aos títulos negociados, fixando um preço justo ocorrido via mecanismos de oferta e demanda, mantendo acima de tudo a transparência dessas negociações, uma vez que são obrigadas a divulgar todas as operações realizadas no pregão do dia.

Até essa parte do capítulo I, analisamos como é composto o sistema financeiro nacional, delimitando a parte desse sistema que será importante para o estudo da questão do financiamento das empresas, a ser tratado nos próximos capítulos.

Na terceira e última seção do capítulo, iremos apresentar os principais papéis privados negociados no mercado financeiro brasileiro: ações, opções, *depository receipts* (DRs), *commercial papers*, debêntures, etc.

As ações representam a menor parcela do capital social de uma sociedade anônima, isto é, uma empresa de capital aberto. Esses ativos são valores caracteristicamente negociáveis e distribuídos entre os subscritores (acionistas) de acordo com a participação monetária efetiva de cada um deles. As ações podem ser classificadas basicamente em dois tipos: as ações ordinárias e as ações preferencias.

As ações ordinárias são aquelas que têm como principal característica o fato de conceder ao seu detentor o direito a voto, acarretando que esse acionista poderá influir em diversas decisões dentro da empresa, como: o destino dos resultados financeiros da empresa, a eleição do quadro de diretores, a promoção de mudanças no estatuto, enfim deliberam sobre os destinos da sociedade anônima.

Por outro lado, as ações preferencias têm como principal característica o fato de conceder ao seu detentor a preferência no recebimento de dividendos, devendo isso ocorrer antes do acionista ordinário. Entretanto, essas ações não concedem poder de voto aos seus detentores, salvo quando não haja distribuição de dividendos por três anos consecutivos.

As opções sobre ações representam um direito de compra ou venda de ações a um preço previamente fixado, válido por um determinado período de tempo. Uma opção de compra garante ao seu detentor o direito de adquirir depois de um determinado tempo um lote de ações a um certo preço já fixado, sendo que o titular de uma opção de compra tem uma expectativa de valorização da ação no futuro, onde se este direito de compra não for exercido no prazo estipulado ele perde tal direito.

No sentido inverso, teremos o detentor de uma opção de venda, que possui o direito de vender um lote de ações a um preço pré fixado durante um determinado período, tendo o detentor desse tipo de opção uma expectativa de desvalorização da ação.

As *depository receipts* (DRs) são títulos negociáveis no mercado e lastreadas na existência de ações de uma sociedade anônima em outro país, permitindo que empresas brasileiras possam captar recursos no mercado internacional. As DRs apresentam três categorias, dependendo da forma de como o título é negociado, podendo ser de nível I ou mercado de balcão, nível II ou registro em bolsas e nível III ou oferta pública.

Os *commercial papers* são títulos negociáveis como valor mobiliários representados por uma nota promissória comercial, que capacita as sociedades anônimas se financiarem no mercado financeiro, onde a única garantia oferecida é o próprio desempenho da empresa emitente.

As debêntures são títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas, oferecendo como garantia seus ativos. Os direitos e remunerações dadas pelas debêntures são juros, participações nos lucros, prêmios de reembolso ou conversibilidade em ações, nesse caso, o debenturista quando no vencimento desse título pode resgatar o valor em dinheiro ou em ações preferencias da respectiva sociedade anônima.

Cabe ressaltar que neste trabalho, focaremos nos *commercial papers*, nas debêntures e nas ações como principais instrumentos do mercado de capitais, que as empresas brasileiras encontram como alternativa de financiamento frente ao financiamento bancário.

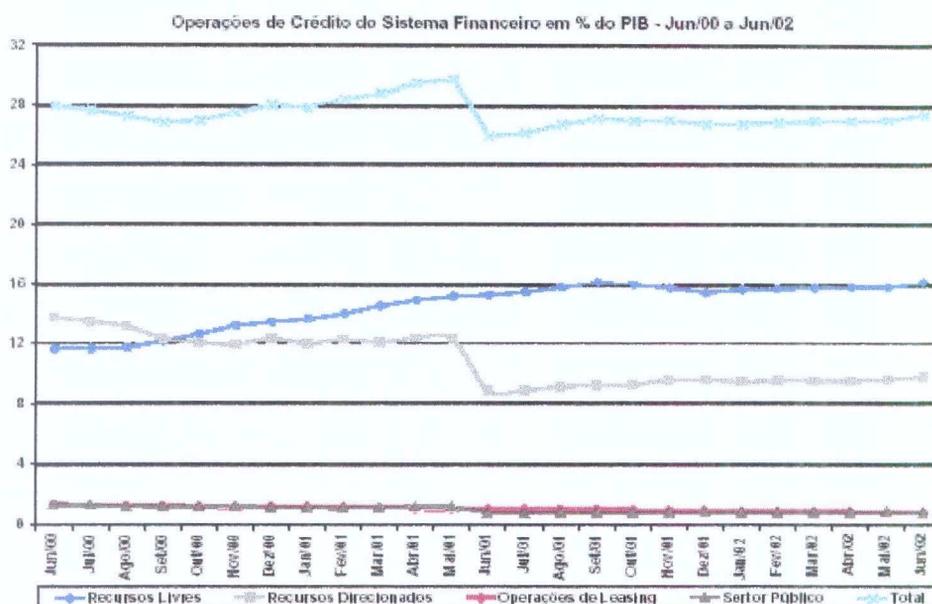
Capítulo II: Financiamento Bancário

Neste capítulo de nosso trabalho teremos como objetivo analisar as características e a evolução do crédito bancário no Brasil, explicando quais são as razões para tal comportamento.

O crédito bancário brasileiro é escasso, de prazo reduzido e caro, uma vez que cobra altos juros e *spreads*. Todos esse fatores contribuem para dificultar os tomadores de recursos, que ainda tem a concorrência do governo na aquisição destes recursos como fator agravante.

De acordo com dados do Banco Central as operações de crédito do sistema financeiro brasileiro encontram-se estagnados há três meses. Como podemos ver na figura (1) abaixo, onde temos a evolução das operações de crédito de junho/00 a junho/01 percebemos um crescimento atípico nos primeiros seis meses da figura.

Tal comportamento deveu-se à depreciação da moeda nacional ocorrida nesse período, acarretando em um ajuste contábil ante a desvalorização cambial das modalidades de crédito indexadas à moeda estrangeira do que a uma real expansão dos empréstimos bancários.

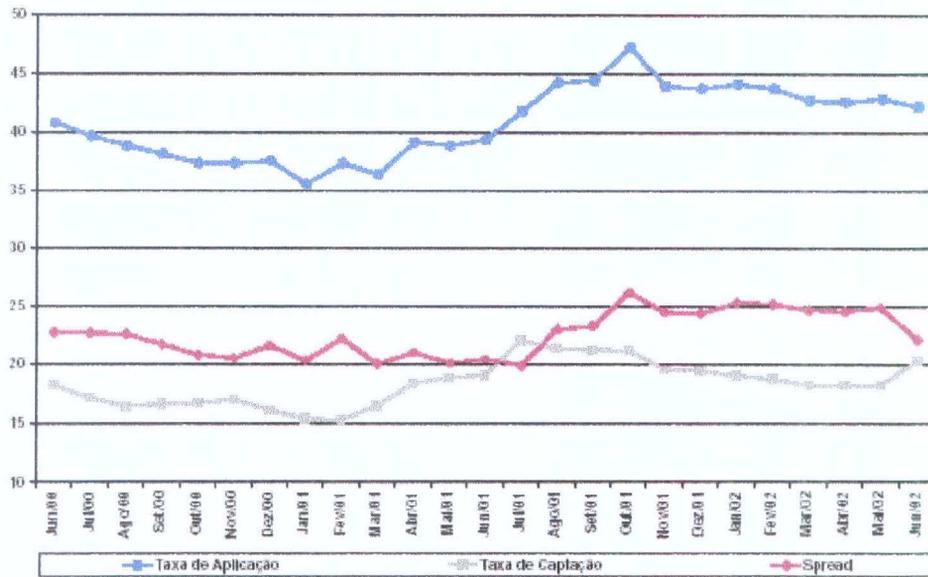


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central.

O crédito bancário brasileiro torna-se cada vez mais caro, tendo como um dos principais responsáveis o alto custo de captação bancária de recursos (*money market rate*) e o alto *spread* praticados pelos bancos. O *spread* bancário seria o diferencial entre a taxa de captação de recursos e a taxa de aplicação (*lending rate*) que o banco cobra dos tomadores de recursos.

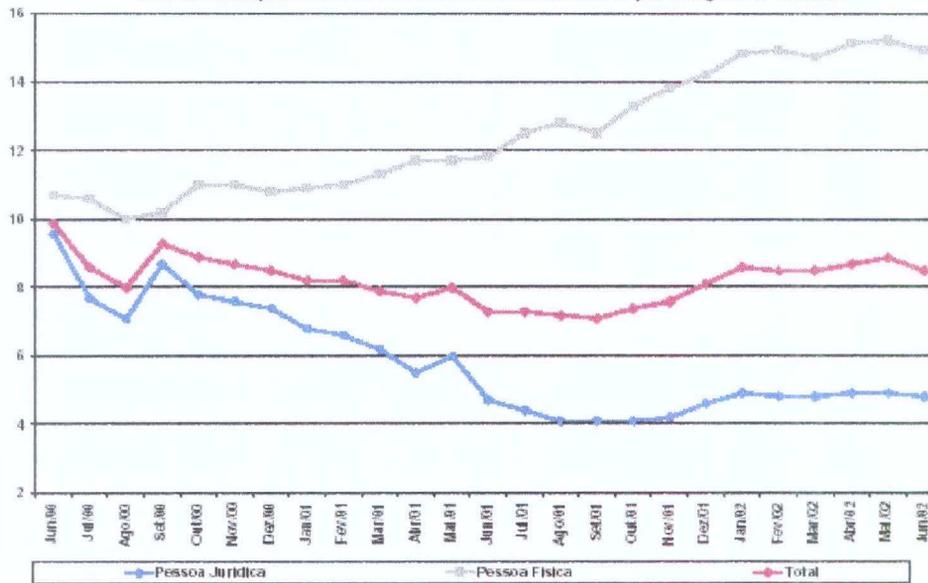
Apesar de muitas vezes ocorrerem certas reduções nas taxas de captação de recursos, como podemos verificar no primeiro semestre de 2002 através da figura (2), o *spread* bancário permanece inalterado. Cabe ressaltar também que esse elevado custo de crédito aos tomadores e a inflexibilidade do *spread* bancário praticado não tem nenhuma ligação com o nível de inadimplência e o nível de risco desses empréstimos, uma vez que ambos, de acordo com o Banco Central, vem caindo durante esse mesmo período, como mostra figura (3).

Taxas de Juros e Spread (% a.a.) das Operações de Crédito com Recursos Livres
Pessoas Jurídicas - Jun'00 a Jun'02



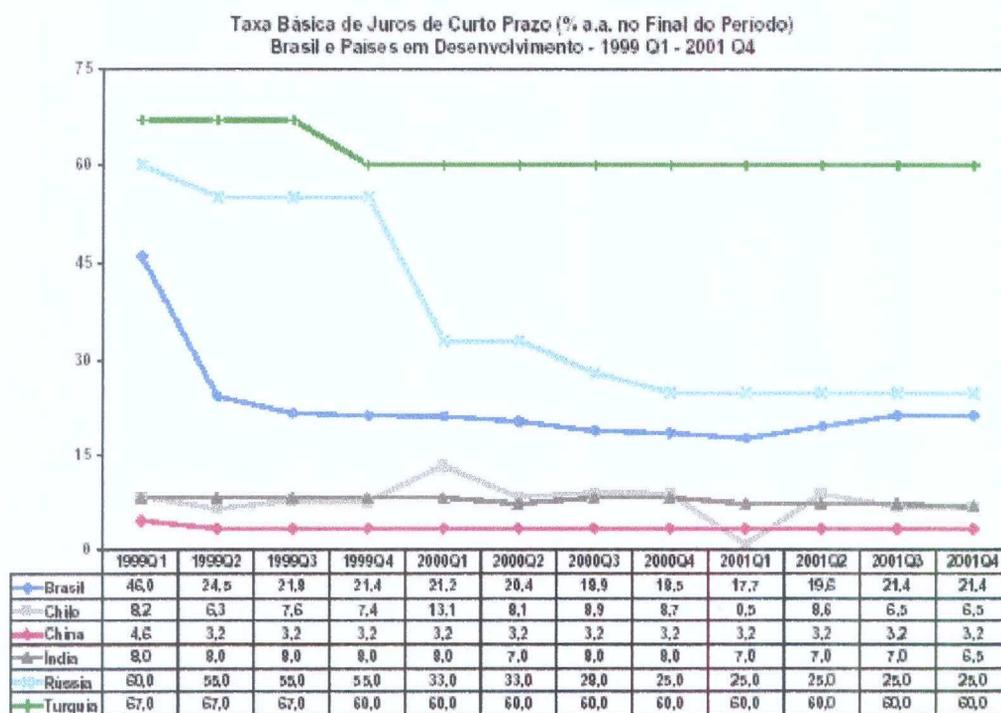
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central.

Grau de Inadimplência em % no Sistema Financeiro Brasileiro por Categoria de Tomador



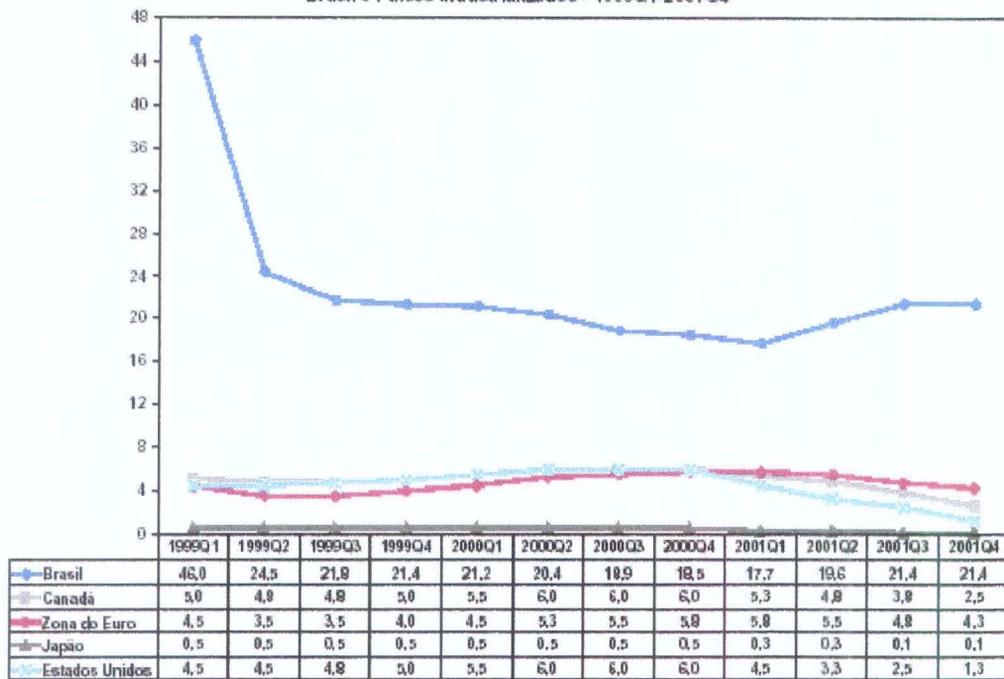
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central.

Dessa maneira, podemos concluir que o que leva o crédito bancário brasileiro ser tão caro é o fato da taxa de juros básica de curto prazo (*discount rate*) ser uma das mais elevadas do mundo tanto comparado com os países em desenvolvimento, ilustrada na figura(4), como comparado com os países industrializados, figura (5). Além disso, soma-se o fato de praticar um dos *spreads* mais altos nas operações de crédito doméstico do mundo, como podemos ver nas figuras (6) e (7).



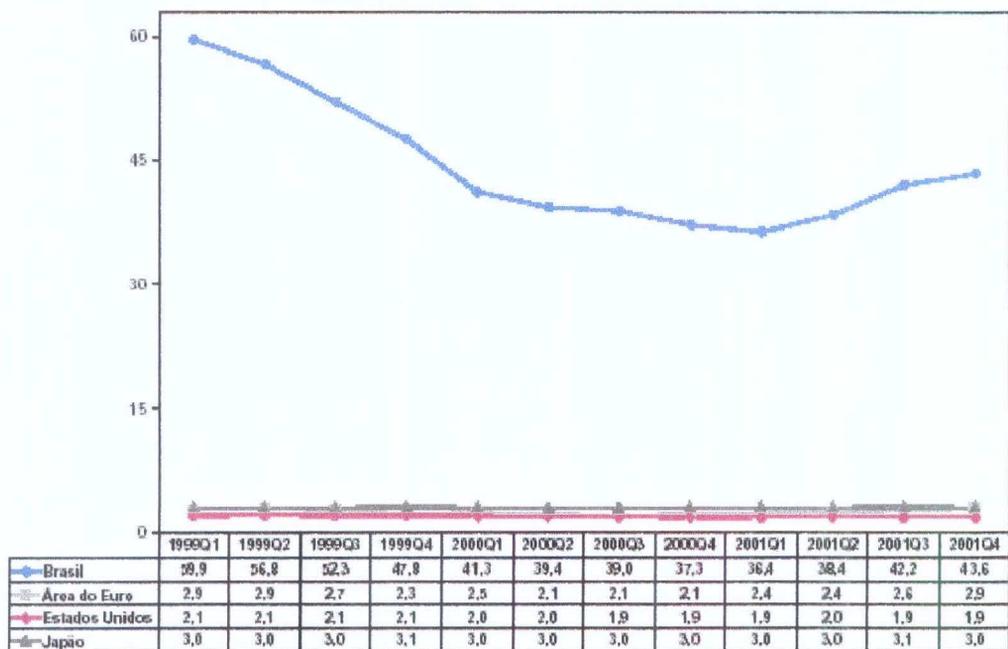
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* do FMI.

Taxa Básica de Juros de Curto Prazo (% a.a. no Final do Período)
Brasil e Países Industrializados - 1999Q1-2001Q4



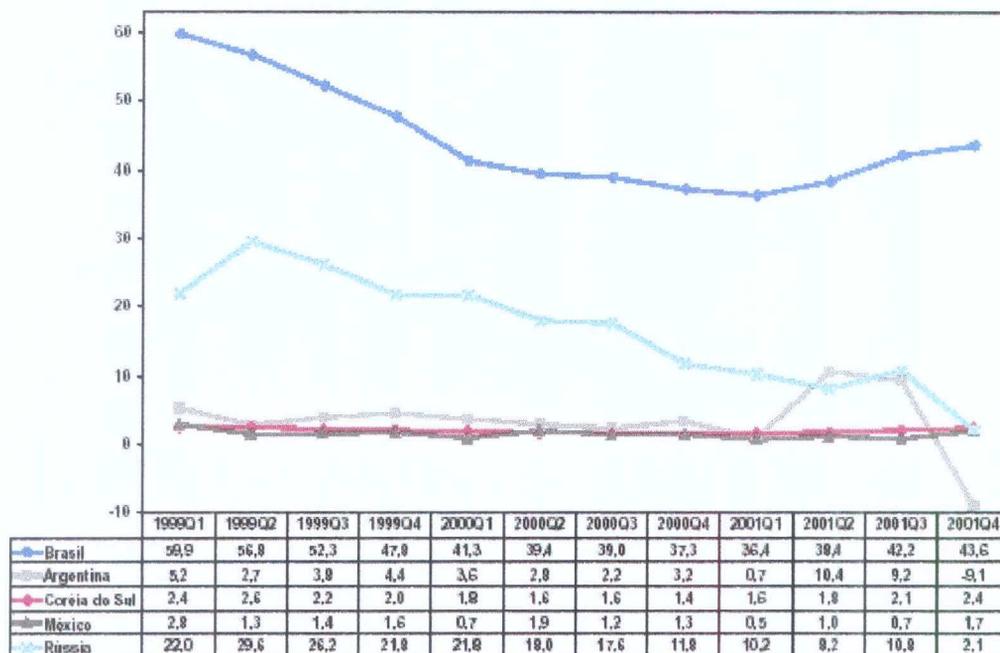
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* do FMI.

Spread nas Operações de Crédito Domésticas (% a.a. no Final do Período)
Brasil e Países Industrializados Seleccionados



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* do FMI.

Spread nas Operações de Crédito Domésticas (% a.a. no Final do Período)
Brasil e Países em Desenvolvimento Selecionados



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* do FMI.

Até o momento, discutimos neste capítulo, os motivos pelos quais o crédito brasileiro bancário é caro. A partir de agora, analisaremos as razões que configuram a escassez desse crédito bancário no Brasil.

Com o advento do Plano Real e o conseqüente cenário de estabilidade financeira, teríamos a eliminação dos chamados ganhos inflacionários no setor financeiro, o que seria um incentivo aos bancos a expandirem suas operações de crédito para compensar essa perda.

Dessa maneira, muitos acreditavam que o fim da inflação acarretaria em um *boom* das operações de crédito, o que seria traduzido em um crescimento da taxa de crédito bancário. Entretanto, apesar do Banco Central ter editado várias normas (como o aumento dos depósitos compulsório dos bancos) temendo um aumento exagerado da taxa de crédito, esse crescimento não ocorreu, uma vez

que apesar dos bancos terem perdido os ganhos inflacionários, esta perda não se transformou em um aumento das operações de crédito.

Ao invés disso, os bancos compensaram essa perda através de outras maneiras como a elevação dos *spreads*, a redução das despesas administrativas, principalmente no que diz respeito a corte de pessoal e incremento de novas fontes de receitas, ou seja, passaram a cobrar tarifas por serviços que antes eram de graça no período inflacionário.

Os dados mostram que a estabilidade econômica, ao contrário do que se pensava, resultou em um comportamento estável das operações de crédito, sendo que além de não alavancar o crédito cessou o crescimento que até então vinha ocorrendo. Assim, resta-nos explicar quais foram as razões que levaram a essa escassez de crédito após o Plano Real.

Tentar argumentar que a escassez de crédito, dada após o Plano Real, ocorreu devido a problemas no lado da oferta de crédito, isto é que os bancos atuaram com um limite de oferta não procede.

Os bancos não teriam dificuldades em aumentar a oferta de crédito, uma vez que tratam-se de agentes criadores de moeda, sendo capazes de criar moeda independentemente da existência de depósitos prévios. Além disso, autores pós-keynesianos pressupõe que os bancos comerciais atendem a toda demanda de empréstimos à taxa de juros do mercado, não sendo nunca constrangidos quantitativamente em termos de reserva, fazendo com que a oferta de crédito seja perfeitamente elástica.

Logo, não estando o problema no lado da oferta, ele estaria no lado da demanda pelo crédito, significando que o volume de operações não cresceu causado pelo não crescimento da demanda.

Contudo, esta hipótese de que a demanda pelo crédito não cresceu deve ser desconsiderada pelo fato que as elevadíssimas taxas de juros praticadas pelos bancos mostram que a demanda pelo crédito continua alta, principalmente nos setores produtivos e de serviços, pois caso essa demanda não fosse alta, as taxas de juros não teriam aumentado tanto. Soma-se a isso os constantes protestos dos tomadores de recursos sobre a dificuldade do acesso ao crédito.

Assim, não estando o problema nem no lado da oferta nem no lado da demanda de crédito, podemos concluir que fatos novos surgiram, após o Plano Real, para resultar na escassez de crédito, limitando as operações de créditos dos bancos.

Após o Plano Real, duas políticas do governo federal impactaram de maneira incisiva no setor bancário: o saneamento do setor financeiro com a privatização de muitos bancos estatais e o crescimento da dívida pública.

A primeira medida, que concerne no saneamento do setor financeiro não poderia ter limitado o crédito, uma vez que o setor bancário foi fortalecido, sanando e eliminando problemas em grandes bancos que vinham de há muito tempo. O número de bancos diminuiu, mas o tamanho de ativos e dos depósitos aumentou no setor bancário. Portanto, podemos dizer que essa medida não só não limitou o crédito, mas como aumentou a capacidade do setor bancário em conceder mais empréstimos.

Quanto ao crescimento da dívida pública, podemos dizer que os títulos da dívida do governo apresentam um alto grau de liquidez, mas um baixo grau de rentabilidade em relação a outras opções de aplicações do banco.

Dessa maneira, os bancos são agentes que procuram explorar estratégias de *trade-off* entre rentabilidade e liquidez. Logo, o crescimento da dívida do governo somente influiria no volume de crédito ofertado, caso os bancos apresentassem elevada preferência pela liquidez, fato que se traduziria em uma

maior demanda por aplicação de recursos nos papéis do governo do que em uma aplicação mais rentável só que de maior risco,

Contudo, tal preferência pela liquidez não se confirma durante esse período de 1994 a 1999, pelo fato que os bancos direcionam seus recursos para créditos de altas taxas de juros, como os créditos para pessoas físicas. Neste cenário, portanto, o aumento da dívida pública não limitaria a oferta de crédito, pois os bancos durante esse período adotam estratégias de investimento de privilegiar aplicações mais rentáveis a aplicações mais líquidas, como são os títulos da dívida do governo.

Assim, desconsiderando os efeitos dessas duas medidas do Plano Real em limitar o crédito, cabe identificar um terceiro fato que estaria limitando a oferta de crédito no Brasil.

A adesão do Brasil ao Acordo da Basiléia em agosto de 1994, em um momento em que o país se estabilizava, criou uma nova estrutura operacional para os bancos, tal estrutura pode explicar o porquê da não expansão do crédito na magnitude prevista. O Acordo criava uma restrição orçamentária para os bancos, capaz de alterar o seu padrão de aplicações.

O Acordo da Basiléia, aplica-se tanto a bancos como a outras instituições financeiras. Ele criava uma restrição orçamentária aos bancos, uma vez que estabelece um nível regulatório de capital para os bancos, na proporção de 8% entre esse capital e os ativos da instituição em questão, ponderando em função do seu risco.

Em janeiro de 2001, muitas críticas foram deferidas contra o formato desse Acordo, pelo fato que ele mostrava uma certa insensibilidade tanto em relação a mensuração dos riscos quanto as particularidades de cada instituição financeira. Desse modo, um novo acordo foi proposto para suprir essas carências. Fato que não entraremos em detalhe para não fugirmos do escopo de nossa discussão.

Atualmente, devido a fatores como altas taxas de juros, oscilações abruptas no nível da economia e uma justiça que tende a ser mais complacente com quem não paga as dívidas do que com quem leva o calote, resultou em uma tendência dos bancos brasileiros em direcionar seus recursos para títulos da dívida do governo do que se aventurar a financiar a produção e o consumo.

Essa tendência apenas não se confirmava quando tratávamos das grandes empresas, que por muito tempo foram os clientes mais disputados, uma vez que não pagavam os maiores juros pelo financiamento, mas representavam um pequeno risco de inadimplência.

Entretanto, o crédito corporativo no Brasil vem definhando gradativamente, tanto que as empresas de grande porte, que antes eram consideradas de baixo risco, surpreenderam seus credores ao apresentar um grau de inadimplência. Exemplos que ilustram nosso argumento são as grandes empresas de setores como o de telecomunicações e de energia elétrica.

Com o cenário econômico de desaquecimento, outras empresas de outros setores poderão se juntar a essa situação. Empresas que dependem de compras financiadas são fortes candidatas, uma vez que, por exemplo, empresas produtoras de bens de consumo duráveis poderão a vir enfrentar tempos difíceis, pois compradores que perderam o emprego ou ganham menos devido a situação da conjuntura econômica têm uma maior probabilidade de atrasar suas prestações. O mesmo pode ocorrer com as empresas de bens capital, pelo fato que elas têm o seu faturamento atrelado ao nível de investimentos das outras empresas, comportamento que vem decaindo nos últimos anos.

Essa mudança verificada nos parágrafos anteriores teve na origem externa um dos seus principais fatores, sendo, obviamente, agravado pelas peculiaridades da economia brasileira. A principal fonte de financiamento mundial é o mercado

acionário americano, onde os controladores internacionais levantam dinheiro pela emissão de ações ou de títulos de dívida nos Estados Unidos.

Como a liquidez já vinha diminuindo desde o estouro da bolha da Nasdaq em 2000 e teve uma queda ainda mais acentuada com os atentados de setembro, os dólares necessários para o Brasil fechar suas contas entravam em uma proporção significativamente menor, pressionando a subida da taxa de câmbio, conseqüentemente pressionando o aumento dos preços dos bens importados. Dessa maneira, o Banco Central viu-se na obrigação de elevar o juro básico da economia com o intuito de conter a inflação.

Assim, através do aumento dos juros a economia permanece desaquecida, onde os bancos acabam por estreitar ainda mais os critérios de concessão de crédito. Além disso, a demanda por dinheiro também cai, uma vez que com os juros altos é difícil os agentes acharem um retorno sobre o investimento que compense.

Enfim, podemos concluir esse capítulo ressaltando que o aumento do crédito não depende somente de números macroeconômicos, mas também de mudanças na forma de como o judiciário trata o inadimplente. Os bancos emprestam menos e cobram mais caro pelo crédito, sendo esta uma forma de compensar o risco maior, onde segundo Armando Pinheiro, economista-chefe do BNDES, é possível provar estatisticamente que os bancos emprestam mais dinheiro nos estados brasileiros que apresentam um judiciário mais eficiente, independentemente da renda per capita.

Capítulo III: Financiamento via Mercado de Capitais

Neste capítulo de nosso trabalho, iremos discutir sobre os principais instrumentos que a empresa brasileira possui para se financiar no mercado de capitais, discutindo sobre as perspectivas e problemas que tais instrumentos apresentam na conjuntura econômica brasileira.

O primeiro passo para uma empresa poder usufruir do financiamento via mercado de capitais seria o de abrir o seu capital, no qual, a principal vantagem seria o fato de que para uma sociedade anônima os recursos levantados apresentam prazos indeterminados, não apresentando esses valores prazos fixos para resgate. A remuneração do capital depende do sucesso do empreendimento, estando seu pagamento vinculado às condições econômicas e financeiras apresentadas pela empresa.

Além disso, outras vantagens podem ser associadas a uma abertura de capital de uma empresa como um menor risco financeiro diante de uma maior capitalização, melhores condições de liquidez para os acionistas realizarem seu patrimônio, incentivo à profissionalização das decisões da empresa, facilitando inclusive o processo sucessório, etc.

Entretanto, novas responsabilidades são atreladas à empresa com a abertura do capital, uma vez que a empresa passa a ter de seguir certas obrigações como a distribuição obrigatória de dividendos, levantamento e publicação periódica de informação ao mercado, elevação dos custos administrativos com a criação de departamentos de relações com o mercado, etc.

Isso posto, podemos dizer que a importância da abertura do capital das empresas como meio de fonte permanente de recursos é algo bastante atrativo. No entanto, vale frisar que a decisão de abertura do capital da empresa, depende

de fatores exógenos e endógenos à empresa, pelo fato que este se torna cada vez mais interessante na medida que a economia se abre a investimentos externos e os créditos vão ficando cada vez mais caros, tornando os custos financeiros das empresas elevados. Mas também evidentemente deve-se levar em conta as especificidades de cada empresa, determinando sua rentabilidade e risco, suas características e condições de investimento e financiamento.

O papel fundamental do mercado de capitais como instrumento de financiamento é muito bem colocado pelo IEDI, que argumenta que o problema do financiamento às empresas no Brasil não terá solução até que os mercados de capitais não sejam ao menos parcialmente desenvolvidos, uma vez que o papel do BNDES e do mercado de capitais internacionais apenas minimizam o grande problema da questão do financiamento brasileiro.

Além disso, o IEDI aponta que avanços em questões como a reformulação da Lei das S/A e a regulamentação dos fundos de pensão não são condições suficientes para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, sendo que o grande empecilho para a não utilização do mercado de capitais como meio de financiamento e, portanto de seu desenvolvimento é a elevada taxa de juros brasileira.

Dessa maneira, podemos concluir que enquanto condições não forem reunidas para que a taxa de juros seja reduzida, não teremos perspectivas para o desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que pelo ângulo dos aplicadores, seja individualmente ou através de fundos de investimento, eles terão sempre a preferência por aplicações com rendimentos em juros do que o investimento de risco em financiamento.

Em outras palavras, as altas taxas de juros fazem com que os ofertantes de recursos tenham a preferência por aplicar seu capital em aplicações financeiras remuneradas por esses elevados juros do que aplicar seu capital em

investimentos de risco em financiamento, havendo assim uma fuga de recursos dessas aplicações.

Analisaremos agora o lado do demandante de recursos, isto é, a empresa brasileira. Em primeiro lugar, a empresa brasileira evoluiu de uma maneira bastante visível no que diz respeito a sua competitividade e atualização tecnológica, além de progressos em sua forma de gestão, no planejamento estratégico, nas relações com os fornecedores e com a logística necessária ao escoamento de sua produção tanto para o mercado interno quanto para o mercado externo.

Em segundo lugar, a maior vinculação com o setor externo também mostra uma evolução por parte da empresa brasileira, pelo fato que essa maior regularidade de vendas para o exterior apresenta repercussões importantes para empresa e sua relação com o próprio mercado interno, já que ela passa a ter critérios de qualidade de produção e de atualização tecnológica em dia com padrões internacionais, beneficiando a empresa, o mercado externo e o interno.

Apesar destes progressos a empresa brasileira ainda é vista como sendo avessa à participação de investidores em seu capital, mantendo o comando familiar da empresa.

Contudo, fazendo um balanço dos progressos já descritos acima e com a atualização da Lei das S/A (que discutiremos a seguir), podemos dizer que essa visão sobre a empresa brasileira não procede. Um cenário de crescimento econômica parece ser o único ingrediente faltante para um maior estreitamento entre as empresas e o mercado de capitais, uma vez que em uma conjuntura de crescimento econômico será inevitável que a empresa nacional compartilhe com investidores tanto as posições de comando empresarial como as informações para a atração de investimentos.

Portanto, o problema do financiamento brasileiro somente será solucionado com o desenvolvimento do mercado de capitais, onde do lado da oferta de recursos é necessário um esforço para a redução da taxa de juros. E do lado da demanda de recursos, a reformulação da Lei das S/A, o devido crescimento econômico e os progressos apresentados pelas empresas nacionais serão necessários para que as empresas brasileiras estejam prontas para demandar recursos no mercado de capitais, abrindo seus negócios a investidores e acionistas minoritários.

A partir de agora discutiremos brevemente a reformulação da Lei das S/A. As mudanças nessa lei poderá fortalecer o mercado de capitais na medida que amplia os direitos dos acionistas minoritários, que representam a grande maioria dos investidores em ações. A lei beneficiará tanto os titulares de ações ordinárias quanto os titulares de ações preferenciais.

Em situações como o de venda da companhia aberta, os detentores de ações ordinárias terão direito de receber no mínimo 80% do valor recebido pelos controladores, tornando as ações ordinárias ainda mais atrativas aos investidores. Em situação de fechamento do capital da empresa, os controladores terão de fazer uma oferta pública de compra de ações, permitindo que todos os acionistas, titulares de ações ordinárias ou preferencias, possam desfazer-se de seus papéis.

Outro benefício da nova lei é o fato de que titulares minoritários de ações preferencias, que tenham no mínimo 10% do capital total de uma empresa passam a poder indicar um representante para o conselho de administração, influenciando assim na gestão da empresa.

Assim, diante de todos esses benefícios que a nova Lei das S/A traz à grande maioria dos investidores em ações, ou seja, os titulares minoritários espera-se que essa nova lei atraia mais investidores para o mercado acionário, fazendo com que as empresas sintam-se mais estimuladas a fazer novas

emissões e a fortalecer sua estrutura de capital, evitando financiamentos de custo mais alto.

Nesta segunda parte do capítulo discutiremos sobre outros instrumentos que a empresa brasileira possui para se financiar no mercado de capitais, mais precisamente sobre os valores mobiliários (*commercial papers* e debêntures).

Tentaremos a partir desse momento destacar certas características dos *commercial papers* e das debêntures, pelo fato que há uma boa percepção de suas vantagens, mas pouco conhecimento sobre suas limitações. No caso das debêntures sobre o tempo que pode ser negociada sua emissão e outros de seus limites não só em função do balanço ou das garantias oferecidas como também dos registros e procedimentos prévios necessários.

No caso dos *commercial papers* o fato de ser um título de curto prazo sem garantias, tendo como características a alta rentabilidade, baixa segurança e suposta alta liquidez, onde podemos dizer suposta uma vez que a competição com os títulos públicos no curto prazo, não permite o desenvolvimento de um mercado secundário organizado, ficando esses títulos circulando entre sócios e investidores primários, não alcançando um espectro amplo de detentores de poupanças, que deveria ser o objetivo principal. Outro fator agravante seria as características do mercado brasileiro, pequeno e instável, resultando em uma baixa reciclagem dos *commercial papers*, ou seja, dificultando ainda mais a criação de um mercado secundário, acarretando somente que grandes empresas alavancadas tenham a possibilidade de emití-los.

A função mais importante dos *commercial papers* é a de permitir ao setor produtivo a captação de recursos no mercado financeiro a curto prazo, a juros mais baixos que os bancários, para financiamento do capital de giro, projetos de ampliação ou mesmo pagamentos de impostos.

As vantagens mais evidentes dos *commercial papers*, além do de ser calcado no binômio confiança na administração financeira e lucratividade da empresa emitente, são a sua flexibilidade e a livre determinação de prazos, uma vez que cabe ao emissor e ao investidor no momento da emissão do título, discutirem o percentual de juros e o prazo, juros esses que geralmente se fixam em níveis maiores que os títulos com os quais compete.

Por outro lado, existem também desvantagens que acompanham a emissão dos *commercial papers*, como a falta de proteção ao investidor contra possíveis fraudes e a sua própria inexperiência no negócio de busca de crédito no curto prazo. O mercado de *commercial papers* é de alto risco, só dando acesso, portanto, às grandes empresas, principalmente multinacionais, afastando as pequenas e médias empresas, que acabam por não possuir o *know how* suficiente para entrar nesse mercado.

Além disso, as autoridades, de qualquer país, têm dificuldades em controlar a circulação desses títulos, tornando esse mercado ainda mais arriscado. Como o *commercial papers* são notas promissórias sem garantia, o investidor para se proteger deve assegurar-se de que existe um mercado secundário para esses títulos, onde esse mercado precisa confiar na empresa e no seu potencial de negócios, pelo fato que somente dessa maneira os investidores terão o conforto necessário para saberem que existe capacidade de que os compromissos sejam honrados.

Os EUA possuem o mercado mais antigo e mais desenvolvido de *commercial papers* do mundo, muito diferente do Brasil onde esse mercado ainda se encontra em desenvolvimento. Alguns fatores são responsáveis por entraves no desenvolvimento do mercado de *commercial papers* no Brasil, como veremos a seguir.

Em primeiro lugar, pelo lado dos empresários, estes ainda possuem um resquício de receio de colocarem seus próprios papéis no mercado financeiro para captarem recursos de financiamento, no qual esse comportamento pode ser justificado pela descrença na estabilidade de leis e normas no mercado financeiro do país, em virtude da memória de sucessão de planos e pacotes econômicos.

Da mesma maneira, pelo lado dos investidores, essa mesma descrença pode ser identificada, uma vez que eles têm o hábito de investir principalmente em títulos de emissão das instituições financeiras ou através das mesmas. Tal comportamento tem implícito a criação de um colchão de segurança para seus recursos aplicados, pelo fato que preferem a segurança desses títulos em detrimento de uma maior margem de lucro que obteriam com os *commercial papers*, prejudicando de uma maneira clara esse mercado.

Em segundo lugar, há um desconhecimento dos *commercial papers* como instrumento de crédito pelos próprios investidores, uma vez que eles estão acostumados a operações de baixo risco mesmo no curto prazo, com títulos do governo evidentemente mais seguros. Portanto, como já discutimos anteriormente, títulos de curto prazo do governo acabam por se tornar os mais procurados pelos investidores, devido a sua maior segurança, canalizando a maioria dos recursos dos aplicadores, dificultando ainda mais o desenvolvimento do mercado de *commercial papers*.

E finalmente, existe uma certa indefinição jurídica e operacional desses títulos de crédito pelo nosso próprio arcabouço institucional, onde uma ação movida por um credor de *commercial papers* pode levar cerca de dois anos, havendo uma possibilidade de ganho de causa para outras partes. Assim, um risco extra deve ser levado em conta pelo aplicador no momento de decidir se investirá ou não na aquisição de valores mobiliários.

Quanto as debêntures, sua principal função é a de obtenção de empréstimos através da captação de recursos junto ao público investidor, podendo haver ou não intermediação através de instituições financeiras. Diferentemente dos *commercial papers*, as debêntures são títulos mais conhecidos e possuem boas garantias no momento de sua emissão, havendo portanto, reembolso gradual de médio e longo prazo, acrescido de outras vantagens prometidas, mas com rentabilidade menor que os *commercial papers*, essa garantia oferecida acarreta no fato de que as debêntures acabam por ter um maior limite de emissão do que os *commercial papers*.

Destacaremos agora algumas características importantes sobre esses títulos. As debêntures podem ser emitidas exclusivamente por sociedades anônimas, onde a empresa pode fazer diversas emissões, que podem ser divididas em séries, com juros fixos ou variáveis, gerar participação nos lucros e oferecer prêmio de reembolso. Quanto ao tempo de maturação, as debêntures têm prazos acima de um ano, sendo mais freqüentemente os prazos de três anos, com repactuações, em geral, anuais.

As repactuações apresentam a vantagem de permitir a emissão de títulos com prazos mais longos que aqueles que o mercado aceitaria tomar sem a repactuação, mas tem a desvantagem do risco de toda a emissão ser apresentada para resgate.

Dessa maneira, podemos concluir que as debêntures são títulos não apenas rentáveis como também seguros, pelo fato de serem emitidos sempre acompanhados de garantia. Entretanto, o mercado de debênture, assim como o de *commercial papers*, apresenta-se pouco desenvolvido, uma vez que o total de papéis em circulação é de pouco mais de 33 bilhões, o que corresponde a cerca de 3% do produto interno bruto brasileiro (PIB), comparado a outros países como os EUA essa proporção é de quase 60% e no Japão, onde podemos dizer que o sistema financeiro não um dos mais desenvolvidos, a proporção é de 36%.

Os fatores que levam a esse tolhimento do mercado de debêntures no Brasil são quatro. O primeiro deles, que também causa a ineficiência do mercado de *commercial papers*, é a concorrência do governo. Quase não há espaço para os papéis privados, ao contrário do que ocorre em outros países, desenvolvidos e emergentes. Um dado claro que comprova essa concorrência com os papéis do governo é o fato de que 85% dos recursos dos fundos de investimentos vão para títulos públicos.

Entretanto, cabe frisar que esse dado também deixa insatisfeitos os investidores dos fundos, uma vez que eles possuem a consciência de que é pouco prudente ter tantos papéis de um único emissor, mas alegam que essa é a única saída, pelo fato de que falta papel privado no mercado.

Logo, a escassez de papéis privados, que resulta conseqüentemente na falta de liquidez nesse mercado acaba por ser o segundo fator que causa entraves ao desenvolvimento do mercado de debêntures. Essa escassez e falta de liquidez são desdobramentos diretos do excesso de títulos públicos no mercado.

Assim, o investidor que compra debêntures tem de esperar anos até o vencimento ou vendê-las a outros interessados, algo muito mais difícil de se fazer, pelo fato de não existir liquidez para essas aplicações, não podendo o investidor resgatar sua aplicação a qualquer momento. Nesse contexto, o processo de repactuação torna-se de uma mera atualização de contas em uma complexa rodada de negociações, uma vez que o detentor de debêntures muitas vezes aproveita a oportunidade para resgatar seu dinheiro investido.

Portanto, diante dessas dificuldades de resgatar seus recursos, ou seja, o engessamento de seu dinheiro, faz com que os aplicadores optem por investir menos em debêntures do que poderiam, optando por títulos públicos que possuem uma maior liquidez e um mercado muito mais desenvolvido, permitindo que possam resgatar esses títulos a qualquer momento.

O terceiro fator é a ausência de competição, isto é, a concentração do mercado financeiro brasileiro faz com que os bancos que emitem debêntures e os que emprestam dinheiro sejam os mesmos. Nos países onde o mercado é mais desenvolvido, essas atividades são distribuídas entre várias instituições diferentes. Já no Brasil, o resultado é que há poucos bancos nessa atividade, o que reduz a transparência do mercado, afetando tanto o investidor como a empresa, através da falta de competição.

Finalmente, o último fator identificado neste trabalho é uma dificuldade mais técnica: a falta de uniformidade entre os papéis. Como as debêntures são títulos muito flexíveis, os prazos de emissão e os cálculos de remuneração variam muito de um papel para outro, o que acarreta em uma dificuldade na comparação entre papéis de empresas diferentes. Assim, caso houvesse uma maior homogeneidade entre os títulos seria possível uma comparação entre riscos e juros diferentes de empresas, facilitando dessa maneira um maior desenvolvimento desse mercado.

Dados esses fatores de entrave do desenvolvimento do mercado de debêntures, podemos, em contrapartida, identificar algumas soluções de curto prazo.

A primeira poderia ser a de um projeto para padronizar as emissões para tornar os papéis mais líquidos, no qual, essa padronização poderia ser quanto a remuneração via dois modos. As debêntures poderiam ser corrigidas por um índice de inflação ou por uma taxa de juros comum a todos os títulos. Além disso, os prazos poderiam também ser fixados em cinco anos, com repactuação depois de dois anos.

Com isso, por exemplo, os títulos corrigidos pela inflação (índices de preços) seriam destinados aos fundos de pensão e seguradoras, que têm como princípio garantir aos seus clientes uma remuneração superior à da inflação ao longo do tempo. Já, os títulos remunerados por uma taxa de juros comum seriam

destinados a fundos de renda fixa específicos. Dessa maneira, as empresas poderiam tornar suas emissões mais adequadas a determinado tipo de investidor, facilitando suas vendas.

Outra medida seria a redução da burocracia no lançamento de papéis, uma vez que para uma empresa emitir uma debênture, ela percorre um longo, lento e caro caminho burocrático, tendo que abrir seu capital, contratar escritórios de advocacia, empresas de auditoria e bancos de investimentos. As empresas poderiam ser dispensadas das formalidades de emissão e registro, desde que pudessem vender os papéis apenas para investidores informados o suficiente para saber o que estão comprando.

Entretanto, todas essas medidas não seriam suficientes para atacar o principal problema de entrave do mercado: o excesso de papéis do governo. Por ser um instrumento vital de financiamento da dívida pública, essa questão abrangeria questões que fugiriam do escopo deste trabalho.

Nos últimos anos, um grande número de sociedades anônimas brasileiras vêm fechando seu capital, deixando a bolsa de valores. O mercado de capitais deixou de ser uma alternativa atraente de financiamento para muitas empresas.

Esse fenômeno pode ser explicado por três fatores. O primeiro, e mais relevante, é o fato que as ações tornaram-se uma opção ruim de investimento quando comparada com a renda fixa, por exemplo. A grande taxa de juros brasileira faz com que essas aplicações sejam mais rentáveis e mais seguras do que o mercado acionário.

Assim, a demanda por ações fica limitada não tendo recursos suficientes para fazer seus preços se elevarem. Para se ter uma idéia, em países desenvolvidos, as aplicações de renda fixa de baixo risco rendem de 1% a 3% ao

ano acima da inflação, enquanto que no Brasil esse rendimento oscila entre 8% a 12% dependendo do comportamento dos índices de preços.

O segundo fator é o processo de concentração da economia, ou seja, as empresas com o objetivo de reduzir custos e ganhar escala vêm unindo forças e comprando concorrentes. Diante desse processo, a consequência natural de uma fusão ou aquisição entre duas empresas de capital aberto é que ficam em circulação as ações de apenas uma das empresas (a compradora). Apesar de isso não afetar o estoque de capital na bolsa, há a redução na quantidade das empresas listadas.

Um raciocínio semelhante pode ser aplicado a empresas estrangeiras que adquirem empresas nacionais ou que possuem filiais no Brasil, uma vez que uma companhia grande o bastante para comprar uma concorrente brasileira ou abrir uma filial em território nacional tem porte suficiente para ser negociada em seu país de origem, onde vender ações costuma ser um negócio melhor do que no Brasil. Ao lançar recursos em bolsas como a de Nova York, Londres ou Frankfurt, faz com que a empresa esteja em contato com investidores do mundo todo.

O último fator de causa da onda de fechamentos de capital é a reação a um enorme incentivo que o mercado recebeu do governo militar nos anos 70. Naquela época, como agora, uma das principais fragilidades da economia brasileira era a falta de acesso das empresas a capital de longo prazo para se financiar.

Para resolver este problema, as autoridades acenaram com incentivos fiscais para empresas que abrissem seu capital, em uma tentativa de desenvolver o mercado de capitais. Entretanto, o efeito colateral dessa medida foi o fato que muitas empresas abriram seu capital, listando suas ações na bolsa apenas para ter acesso aos incentivos fiscais, sem a mínima vontade de ter sócios investidores.

Portanto, os subsídios dos anos 70 criaram uma deficiência estrutural: muitas empresas eram de capital aberto somente por causa dos incentivos. Nos anos 90, quando o dinheiro público acabou e as participações acionárias do governo começaram a ser vendidas para investidores privados, muitos empresários descobriram que não gostavam de sócios, fazendo com que muitas empresas fechassem seu capital.

Conclusão

Nesta última seção de nosso trabalho, iremos discutir sobre a escolha de uma das duas opções de financiamento estudadas até aqui: financiamento bancário ou financiamento via mercado de capitais.

Os defensores do financiamento bancário têm como um dos seus principais argumentos o fato de que o mercado de capitais é ineficiente em levantar fundos e em monitorar a sua aplicação por parte das empresas, uma vez que pela agilidade do mercado de capitais com o mercado secundária haveria a impossibilidade de tal monitoramento.

Já, o financiamento bancário estaria melhor equipado e teria maiores incentivos para buscar informações sobre as firmas (caso que não ocorre no mercado de capitais), para monitorá-las e para financiar projetos de um prazo mais longo, contrariando a visão imediatista do mercado de capitais, permitindo um maior acesso a recursos a medida que o projeto se desenvolve e novas informações se disponibilizam.

Apesar disso, podemos levantar também algumas críticas sobre o financiamento bancário como: a extração extraordinária de lucros das firmas, em função do maior poder de mercado dos bancos, falhas no monitoramento em função de eventuais estreitos relacionamentos entre devedores e gerentes e uma tendência em favorecer as empresas com as quais têm um relacionamento financeiro de longo prazo.

Contudo, muitos estudiosos preferem defender que a parte dessa discussão entre financiamento bancário ou via mercado de capitais, a questão principal acaba por ser o quão desenvolvidos são os serviços financeiros do país a ser analisado.

No Brasil, vimos que as empresas utilizam-se primordialmente de recursos próprios para se financiarem, o chamado autofinanciamento. Entretanto, as empresas brasileiras complementam, de uma maneira geral, sua necessidade por recursos através do mercado de capitais (em primeiro lugar emissão de dívida, seguido por emissão de ações) em detrimento ao financiamento bancário.

É preciso, todavia, frisar novamente que o mercado de capitais brasileiro é ainda muito incipiente, o que torna as empresas brasileiras *financially-constrained*, onde apesar disso, podemos dizer que elas possuem uma estrutura de financiamento predominantemente por esse mercado.

Portanto, quando a empresa brasileira encontra-se diante da opção sobre qual a melhor maneira de obter recursos, que não seja o autofinanciamento, ela acaba por encontrar ou um mercado bancário com altas taxas de juros e curtos prazos de maturação ou um mercado de capitais pouco desenvolvido, que por fim torna-se a melhor opção. Assim, podemos ver o quão grave é o problema de financiamento das empresas brasileiras, onde o autofinanciamento, que claramente tem grandes limitações, ainda é a melhor opção para as empresas.

Bibliografia

- ASSAF NETO, A. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Editora Atlas S.A.
- BORGES, L. *Os valores mobiliários e a captação de empréstimos no mercado financeiro doméstico*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.8, número 15, junho de 2001.
- COSTA, F. N. *Circuito de Financiamento n Economia Brasileira*, Economia e Sociedade, número 9, Campinas, dezembro de 1997.
- GRADILONE, C. *Duro de laçar*, Revista Exame, número 356, julho de 2001, Editora Abril S. A.
- GRADILONE, C. *O último que sair apaga a luz*, Revista Exame, número 359, outubro de 2001, Editora Abril S. A.
- MOREIRA, M. *Como a indústria financia seu crescimento: uma análise do Brasil pós - Plano Real*, Texto para discussão do BNDES, Rio de Janeiro, número 84, outubro de 2000.
- PEREIRA, T. R. *Formação de Preços e Financiamento Empresarial entre os anos 80 e 90 na Economia Brasileira*, Economia e Sociedade, número 14, Campinas, junho de 2000.
- PRATES, D. M., CINTRA, M. A. e FREITAS, M. C. P. *O Papel Desempenhado pelo BNDES e Diferentes Iniciativas de Expansão do Financiamento de Longo Prazo no Brasil nos anos 90*, Economia e Sociedade, número 14, Campinas, junho de 2000.

- STUDART, R. *Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência recente*, Texto para discussão do IPEA, Brasília, número 882, maio de 2002.
- ZONENSCHAIN, C. N. *Estrutura de Capital das Empresas no Brasil*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.5, número 10, dezembro de 1998.