

10

O Leviatã como prestador:  
Política industrial versus política  
partidária

---

NESTE CAPÍTULO, apresentamos evidências empíricas sobre o papel dos bancos de desenvolvimento, de acordo com as visões de *política industrial* e de *política partidária*. Para tanto, recorreremos à parte do banco de dados já usado no capítulo 7, que monitora as características e o desempenho de companhias abertas no Brasil, junto com o banco de dados original que rastreia os empréstimos do BNDES a empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Como o BNDES não revela dados sobre empréstimos específicos, concentramos o foco em companhias abertas, que são obrigadas a fornecer informações detalhadas sobre as origens de suas dívidas.

Como o leitor talvez se lembre, a visão de política industrial supõe que os bancos de desenvolvimento operam em contextos de escassez de capital. Ao especializar-se em financiamentos de longo prazo, negligenciados pelo setor privado, os bancos de desenvolvimento facilitam a execução de investimentos e de projetos valiosos, que, do contrário, não seriam realizados.<sup>1</sup> Os bancos de desenvolvimento também podem impor altos padrões às empresas e emprestar-lhes sob condição de atingir determinadas metas.<sup>2</sup> De acordo com essa visão, portanto, os bancos de desenvolvimento devem melhorar o investimento e o desem-

penho. Por exemplo, se as empresas sofrem restrições de financiamento a longo prazo, os empréstimos dos bancos de desenvolvimento podem ajudá-las a realizar economias de escala ou a adquirir novas tecnologias. Os resultados daí decorrentes se manifestariam como melhoria da lucratividade (retorno sobre o ativo [ROA]) e do desempenho operacional (EBITDA/ativo) ou como aumento do valor de mercado, usando o q de Tobin (valor de mercado das ações mais dívidas/ativo). Evidentemente, o aumento observado na lucratividade pode ser, em vez disso, consequência dos empréstimos e financiamentos subsidiados (isto é, redução das despesas financeiras sobre a dívida total). Se os empréstimos do banco de desenvolvimento, porém, promoverem investimentos em projetos valiosos, o efeito sobre o desempenho, nesse caso, pode ir além da simples redução das despesas financeiras. Seguindo a mesma lógica, os empréstimos do BNDES também devem afetar positivamente as despesas de capital da empresa e seu estoque de capital fixo.

Quanto aos determinantes das alocações de empréstimos, a visão da política industrial, por um lado, argumentaria que os empréstimos dos bancos de desenvolvimento deveriam destinar-se às empresas detentoras de projetos valiosos, para os quais o mercado não pode ou não se dispõe a fornecer capital suficiente ou investimentos complementares.<sup>3</sup> No entanto, se essas vantagens forem "latentes", os bancos de desenvolvimento talvez não mirem, necessariamente, empresas com desempenho superior, no presente ou no passado. Não é de esperar, portanto, que as empresas de alto desempenho sejam as mais propensas a conseguir financiamento, a não ser que usem os recursos para financiar projetos intensivos em capital, de longa maturação. Os bancos de desenvolvimento, por outro lado, podem escolher empresas com bom desempenho para impulsionar "campeões nacionais" ou para garantir a amortização dos empréstimos.<sup>4</sup>

A visão da política partidária, em contraste, atribui mais ênfase ao processo de seleção. Os governos podem usar os bancos de desenvolvimento para socorrer empresas em dificuldade (hipótese da *restrição orçamentária fraca*) ou para beneficiar politicamente capitalistas relacionados (o que denominamos hipótese da *busca de renda*). Por exemplo, empresas bem relacionadas podem receber empréstimos sub-

sidiados de bancos de desenvolvimento em troca de favores a políticos, inclusive doações para campanhas. Dinç descobriu que, durante os anos de eleições em mercados emergentes, a concessão de empréstimos pelos bancos do governo é maior que pelos bancos privados.<sup>5</sup> Claessens et al. mostram que, no Brasil, as doações de empresas para campanhas se correlacionam com acesso preferencial a financiamentos.<sup>6</sup> Carvalho estudou os critérios para a alocação dos empréstimos do BNDES e descobriu que as empresas situadas em regiões governadas por políticos aliados com o governo federal recebem mais financiamento do BNDES.<sup>7</sup>

Portanto, atores bem relacionados podem ter maior capacidade de atrair empréstimos ou investimentos de bancos de desenvolvimento, mesmo no caso de projetos para os quais poderiam atrair capital de outras fontes.<sup>8</sup> Uma vez que, de acordo com essa visão, o BNDES pode conceder empréstimos por outros motivos que não sejam a eficiência, não há como prever com nitidez o efeito dos empréstimos sobre os níveis de desempenho ou de investimento das empresas. Mesmo quando os bancos de desenvolvimento promovem a criação de campeões nacionais por meio da consolidação industrial, o efeito final das alocações não é direto. A redução da competição pode aumentar as rendas econômicas, mas também pode criar incentivos para a restrição da produção e dos investimentos. De acordo com a visão de política partidária, o único efeito positivo claro a esperar da alocação de empréstimos é o da redução das despesas financeiras das empresas que obtêm crédito subsidiado. Quando o BNDES concede empréstimos a empresas que não precisam deles ou que os requerem apenas para diminuir o custo de capital, essas transações não passam de transferências de recursos do Estado para capitalistas privados, sem produzir necessariamente qualquer efeito sobre a atividade econômica ou sobre o nível de investimento.

Neste capítulo, testamos essas previsões, usando dois tipos de regressão.<sup>9</sup> O primeiro conjunto examina o impacto das alocações dos empréstimos do BNDES sobre o desempenho e os investimentos da empresa, enquanto o segundo conjunto avalia os determinantes das alocações, usando, de um lado, os empréstimos do BNDES como variáveis dependentes e, de outro, o desempenho da empresa e os fatores políticos como variáveis independentes. Em ambos os casos, para con-

trolar fatores não observados, adotamos especificações de efeitos fixos, inclusive efeitos fixos da empresa invariáveis no tempo, e efeitos ano e indústria-ano variáveis no tempo. Portanto, medimos, basicamente, como as variações nos empréstimos do BNDES afetam as variações do desempenho da empresa e como as características da empresa afetam o nível dos empréstimos recebidos.

### Empréstimos do BNDES: visão geral

#### DADOS

Usamos parte do banco de dados descrito no capítulo 7, mas, desta vez, monitoramos o valor dos empréstimos recebidos por companhias abertas. Coletamos dados exclusivos dos relatórios anuais de 286 empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa, a Bolsa de Valores de São Paulo, entre 2002 e 2009 (não tivemos acesso a dados de anos anteriores). Identificamos os empréstimos do BNDES de duas maneiras: por meio da verificação direta das fontes declaradas dos financiamentos (BNDES ou outros bancos) ou, quando não dispúnhamos dessa informação, por meio do exame das taxas de juros informadas nos relatórios. Como o BNDES e subsidiárias emprestam a taxa de juros subsidiada — TJLP (ver capítulo 9), supomos que as empresas tinham recebido empréstimos do BNDES quando relatavam pagar níveis de juros compatíveis com a TJLP.

Além de algumas das questões analisadas no capítulo 7, é importante considerar de antemão duas limitações de nossos dados. Primeiro, o BNDES não seleciona as empresas ao acaso. Portanto, é possível que nossos dados estejam sujeitos ao viés de seleção. Abordamos esse aspecto no fim do capítulo, esclarecendo quais seriam esses problemas e usando diferentes técnicas de estimativa para estudar a escolha (entre companhias abertas) e mostrar a irrelevância dessa seleção no tocante a nossos resultados.

Segundo, há uma segunda espécie de problema de seleção com nossos dados. Nosso banco de dados sobre empréstimos do BNDES cobre pouco mais de 30% do total da carteira de empréstimos (com base em

dados de 2009), uma vez que alguns empréstimos para empresas de capital fechado não são divulgados pelo BNDES. Nossos dados, porém, são ideais para estudar as alocações de crédito do BNDES entre companhias abertas, e nossos resultados indicam que há lições importantes a serem aprendidas sobre como essas grandes empresas se comportam quando recebem empréstimos subsidiados.

Advertência importante, antes de prosseguirmos, é sobre a necessidade de desemaranhar as relações entre os investimentos e os empréstimos do BNDES. Embora 84,5% das empresas que recebem investimentos em ações do BNDES também se beneficiem de empréstimos da mesma instituição, quase 90% das empresas com empréstimos do BNDES (87,9% para ser exato) não têm investimentos em ações do banco. Achamos, portanto, que podemos segregar os estudos sobre empréstimos e sobre investimentos. De fato, conforme relatado no capítulo 7, a correlação entre ter empréstimos do BNDES e ter investimentos do BNDES é um tanto pequena — 0,034.

### Evidência em corte seccional

Começamos com uma análise em corte seccional simples para responder à seguinte pergunta: Como as empresas com e sem empréstimos do BNDES diferem entre si? Consideramos numerosas características das empresas, relacionadas com as previsões acima, sobre os efeitos e determinantes da atividade de empréstimos do BNDES (ver apêndice 10.1). O primeiro conjunto de variáveis se refere ao desempenho e aos investimentos da empresa. Portanto, a lucratividade é medida pelo *ROA* (lucro líquido sobre ativo) e *EBITDA/ativo* (lucro operacional sobre ativo). Esse último indicador é especialmente importante porque o subsídio associado aos empréstimos do BNDES pode distorcer a análise da lucratividade pelo *ROA*, pois se considera o lucro líquido depois das despesas financeiras. Também consideramos o desempenho das empresas com base na avaliação do mercado de ações, mediante proxy simplificada do *q* de Tobin. Como os empréstimos do BNDES podem ajudar a reduzir o custo de capital, também adicionamos a variável

Tabela 10.1. Características das empresas com e sem empréstimos do BNDES

Variável	Empresas sem empréstimos do BNDES			Empresas com empréstimos do BNDES		
	N	Média	Desvio padrão	N	Média	Desvio padrão
ROA	290	0,039	0,008	887	0,056*	0,003
EBITDA/ativo	279	0,075	0,009	887	0,123***	0,004
q de Tobin	239	1,199	0,071	887	1,147	0,032
Despfin/dívida	129	0,328	0,020	689	0,265***	0,007
Despcap/ativo	273	0,069	0,008	852	0,078	0,003
Ativo fixo/ativo	290	0,157	0,013	887	0,266***	0,008
Ln(ativo)	290	12,287	0,107	887	13,119***	0,053
q de Tobin	239	1,199	0,071	887	1,147	0,032

FONTE: Baseada em Lazzarini et al.<sup>10</sup>

NOTA: Asteriscos denotam a significância estatística de um teste de comparação de médias com duas caudas, em que \*, \*\* e \*\*\* representam  $p < 0,05$ ,  $p < 0,01$  e  $p < 0,001$ , respectivamente.

*Despfin/dívida*, que mede o índice das despesas financeiras da empresa (pagamento de empréstimos) sobre a dívida. Essas duas últimas variáveis se relacionam com investimentos: *Despcap/ativo* e *Ativo fixo/ativo* medem as despesas de capital anuais e o estoque total de capital fixo em relação ao estoque total de ativos, respectivamente.

O primeiro padrão importante constatado em nossos dados é que a variação entre empresas não mostra que as empresas receptoras de empréstimos do BNDES são de maior porte e apresentam desempenho superior, em termos de *ROA* mais alto, *EBITDA/ativo* mais alto e *Despfin/dívida* mais baixo (ver tabela 10.1). Embora esse último indicador talvez tenha a ver com subsídios a empréstimos, parece que, do ponto de vista transeccional, os empréstimos do BNDES se associam a empresas com desempenho operacional superior (antes das despesas financeiras). As empresas que recebem empréstimos também parecem ter maior proporção de ativo fixo, o que, à primeira vista, talvez seja consistente com a visão da política industrial, conforme já analisado.

Quando analisamos a distribuição de empréstimos em nosso banco de dados por indústria ou por empresa, vemos que o BNDES, no passado, concentrava os empréstimos em empresas de eletricidade e de comunicação, mas, a partir de 2009, deslocou o foco para commodities.

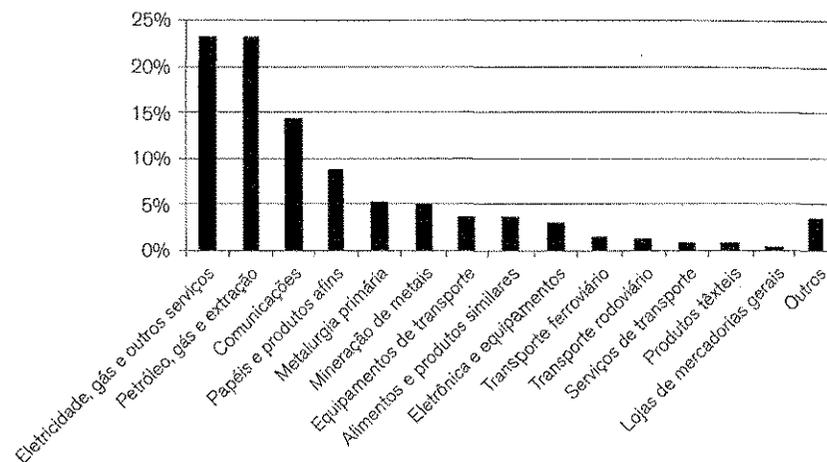
**Tabela 10.2.** Porcentagem de empréstimos do BNDES em nosso banco de dados, por empresa

Companhia	Porcentagem do total de empréstimos em nosso banco de dados	
	Em 2004	Em 2009
Petrobras (petróleo)	14,5	39,4
Telemar Norte Leste (telecomunicação)	10,4	7,7
Vale do Rio Doce (mineração)	—	8,5
Suzano (papel e energia)	3,4	2,6
Brasil Telecom	—	3,2
Neoenergia (eletricidade)	3,2	2,5
CPFL Energia (eletricidade)	6,8	—
VAC Energia (eletricidade)	2,7	2,0
CSN (siderurgia)	4,2	2,3
Klabin (papel)	1,3	2,1
Aracruz (celulose)	2,4	—
Cesp (eletricidade)	11,2	—
Sadia (alimento e agronegócio)	3,2	—
CPFL Geração (eletricidade)	—	2,1
Embraer (aviões)	—	1,4

FORNTE: Nossos cálculos, com base em nosso banco de dados de companhias abertas.<sup>11</sup>

Na figura 10.1, mostramos as porcentagens de empréstimos, em nosso banco de dados, por setor (2002-9). Os dois setores dominantes são serviços públicos — como eletricidade, gás e saneamento — e extração de petróleo e gás. A tabela 10.2 mostra a distribuição de empréstimos por empresa. Vemos que, em 2004, a distribuição de empréstimos entre as quinze maiores empresas era mais difusa, com as de eletricidade na condição de maiores tomadoras. Em 2009, porém, a Petrobras tornou-se a maior devedora, absorvendo cerca de 40% dos empréstimos daquele ano concedidos a companhias abertas.

De acordo com a visão de política industrial, seria de esperar que o BNDES emprestasse a empresas de setores em que fossem maiores as restrições de crédito, talvez em consequência de terem projetos com prazos de maturação mais longos e de gerarem caixa em moeda nacional. Já os setores que geram caixa em moeda estrangeira e que, portanto, podem contrair empréstimos no exterior a custos mais baixos não deveriam incluir-se entre os maiores tomadores do BNDES. Entretanto,

**Figura 10.1.** Empréstimos do BNDES por indústria como percentual do total de empréstimos, 2002-9

FORNTE: Nossos cálculos, com base em nosso banco de dados de companhias abertas.

na figura 10.1 e na tabela 10.2, vemos que a realidade no Brasil é diferente. Constata-se grande concentração de empréstimos nas empresas intensivas em recursos, como Petrobras (petróleo e extração de gás) e Vale (mineração). Almeida observou que, durante período de nossa análise, o BNDES se concentrou nos setores de commodities básicas, como mineração, petróleo e agronegócios.<sup>12</sup>

Uma das justificativas apresentadas pelos executivos do BNDES é que esses setores são aqueles nos quais as empresas brasileiras têm vantagem comparativa, criando, pois, oportunidades naturais para desenvolver campeões nacionais. Luciano Coutinho, presidente do BNDES, explicou a lógica desse tipo de seleção industrial:

Optamos pelos setores onde o Brasil tinha maior competitividade, a agroindústria e as commodities [...]. O Brasil era um grande exportador, mas não havia possibilidade de projetar empresas internacionais nesses setores. Por isso, definimos que, onde havia capacidade competitiva, essa internacionalização seria implementada.<sup>13</sup>

Esse padrão de escolha também pode explicar nossa descoberta em corte seccional de que o BNDES tende mirar grandes empresas lucrativas (tabela 10.1), candidatas naturais à escolha como campeãs nacionais. Esses resultados, todavia, são meramente descritivos e não controlam numerosos fatores que influenciam os empréstimos. Usando métodos econométricos mais robustos, examinamos em seguida se os empréstimos realmente contribuíram para o desempenho e para os investimentos da empresa. Também avaliamos com mais detalhes os fatores que influenciam a escolha de empresas pelo BNDES.

### **Será que os empréstimos afetam o desempenho e os investimentos da empresa?**

A tabela 10.3 apresenta os resultados de regressão de como o BNDES afeta o desempenho da empresa (*ROA*, *EBITDA/ativo* e *q de Tobin*) e as variáveis de investimento, usando regressões de efeito fixo. Avaliamos os financiamentos do BNDES no âmbito de empresas em termos absolutos e relativos (porcentagem). Portanto,  $\ln(\text{empréstimos do BNDES})$  mede o valor total (logarítmico) dos empréstimos, e  $\% \text{empréstimos do BNDES}$  avalia a extensão dos empréstimos do BNDES em relação à dívida total. Embora os efeitos dos investimentos em ações já tenham sido analisados no capítulo 7, também incluímos variáveis de investimentos de ações em nossa análise para avaliar seus efeitos em conjunto com os de empréstimos. Em todas as especificações, adicionamos valores passados dessas variáveis para acomodar possíveis efeitos escalonados dessas alocações. Conforme descrito em Lazzarini et al.,<sup>14</sup> regressões sem defasagens mostraram resultados semelhantes.

Em praticamente todas as especificações do modelo (1 a 6), não encontramos efeitos significativos das variáveis do BNDES sobre o desempenho das empresas. Nossos dados, portanto, são inconsistentes com nossas previsões, decorrentes da visão da política industrial, de que os empréstimos de bancos de desenvolvimento melhoram o desempenho da empresa ao criar condições para que invistam em projetos valiosos que, do contrário, não teriam financiamento. Quando controlamos

certos traços da indústria e do setor, verificamos que as alocações dos empréstimos do BNDES não exercem efeitos específicos sobre a lucratividade nem sobre o valor de mercado.

Tampouco se encontram efeitos decorrentes de investimentos em ações. Embora no capítulo 7 mostremos efeitos positivos dos investimentos em ações pelo BNDES sobre o desempenho e os investimentos das empresas, a significância desaparece em anos mais recentes. Explicação possível, analisada neste capítulo, é que o desenvolvimento do mercado de capitais local atenuou graves restrições de financiamento que afligiam as empresas brasileiras no século passado.

Como seria de esperar, as especificações 7 e 8 da tabela 10.3 mostram que as empresas tomadoras de empréstimos do BNDES pagam menos juros no total. O subsídio dos empréstimos do BNDES reduz o custo de capital das empresas. Com base nos coeficientes estimados das especificações 7 e 8, Lazzarini et al.<sup>15</sup> calculam que os empréstimos do BNDES reduziram o custo do capital em diferencial de porcentagem (pontos percentuais) da ordem de 45% a 12%, o que é mais ou menos consistente com o subsídio incluído nas taxas de juros do BNDES (ver capítulo 9).

Embora não encontremos efeitos significativos dos investimentos em ações pelo BNDES sobre o desempenho das empresas, a especificação 8 revela impacto interessante: aumento de 1 ponto percentual no investimento em ações pelo BNDES reduz em 2,1 pontos percentuais as despesas financeiras da empresa. O aumento dos investimentos em ações pelo BNDES aparentemente serve como garantia implícita de amortização dos empréstimos. Esse resultado é compatível com a visão de política industrial, segundo a qual a participação acionária do Estado ajuda a reduzir as falhas do mercado de crédito. Também é consistente, todavia, com a visão de política partidária segundo a qual, na percepção dos credores, as empresas com participação acionária do BNDES serão socorridas pelo governo em caso de mau desempenho.

Quanto aos efeitos dos empréstimos e dos investimentos em ações do BNDES, os resultados não são muito consistentes entre as diferentes especificações. Embora se constate efeito positivo quando se considera o valor logarítmico dos empréstimos (especificação 9), o efeito torna-se não significativo se levarmos em conta o índice de empréstimos do BNDES

sobre a dívida total da empresa (especificação 10). Além disso, ao avaliar o efeito dos empréstimos do BNDES no índice estoque de capital fixo sobre ativo, não encontramos resultado significativo, exceto efeito negativo com significância marginal de %empréstimos do BNDES na última coluna.

No todo, esses resultados são inconsistentes com a visão de política industrial: empréstimos subsidiados parecem ser simples transferência de renda do Estado para grandes empresas, sem qualquer efeito consistente em termos de investimento ou lucratividade. O exame do processo pelo qual o BNDES seleciona as empresas-alvo, exposto abaixo, lança mais luz sobre essa constatação.

### O BNDES seleciona boas ou más empresas?

A falta de efeitos consistentes dos empréstimos do BNDES, em termos de melhoria do desempenho ou dos investimentos, pode ser explicada de duas maneiras. Primeiro, como sugere a hipótese de restrição orçamentária fraca (da visão de política partidária), o BNDES pode conceder empréstimos a empresas com mau desempenho e até socorrer empresas falidas. Essas empresas com mau desempenho podem sobreviver artificialmente, mesmo que não tenham vantagem competitiva. Como alternativa, o banco pode simplesmente escolher empresas que, para começar, não precisariam de crédito subsidiado. Portanto, se o BNDES empresta para empresas com bom desempenho, em vez de para aquelas com mau desempenho, é possível argumentar que o banco está “escolhendo vencedoras”.

Não há nada de errado na escolha de vencedoras se as empresas beneficiárias estiverem tomando empréstimos por motivos relacionados com a visão de política industrial — ou seja, por necessidade, não por oportunismo. O BNDES, contudo, talvez esteja escolhendo vencedoras capazes de investir em projetos lucrativos, mesmo sem empréstimos subsidiados ou em condições de contrair financiamento por outros meios (ou seja, empresas que não enfrentam restrições de capital). Nessas condições, o aumento dos empréstimos pelo BNDES não resultará necessariamente em mais investimentos nem em melhoria do desempenho da empresa.

Tabela 10.3. Efeitos dos financiamentos do BNDES sobre o desempenho e os investimentos da empresa, 2002-9 (regressões de efeito fixo)

	ROA		EBITDA/ativo		q de Tobin		Despfin/dívida		Despcap/ativo		Ativo fixo/ativo	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<b>Empréstimos</b>												
Ln(empréstimos do BNDES) <sub>i</sub>	-0,002 (0,002)	0,018 (0,026)	-0,003 (0,003)	0,025 (0,031)	-0,009 (0,008)	0,085 (0,173)	-0,013* (0,005)	0,101 (0,066)	0,004* (0,002)	0,000 (0,021)	-0,002 (0,005)	-0,041† (0,024)
Ln(empréstimos do BNDES) <sub>i-1</sub>	0,001 (0,003)	0,038 (0,029)	0,002 (0,003)	0,028 (0,036)	-0,01 (0,015)	-0,078 (0,127)	0,005 (0,006)	-0,124** (0,047)	-0,001 (0,002)	-0,007 (0,024)	0,000 (0,002)	-0,018 (0,031)
Ln(empréstimos do BNDES) <sub>i-2</sub>	-0,001 (0,003)	-0,011 (0,027)	-0,004 (0,004)	-0,03 (0,021)	-0,03 (0,021)	-0,074 (0,173)	-0,001 (0,006)	0,093 (0,069)	-0,004 (0,002)	-0,063 (0,061)	-0,004 (0,003)	-0,020 (0,045)
%(empréstimos do BNDES) <sub>i</sub>												
%(empréstimos do BNDES) <sub>i-1</sub>												
%(empréstimos do BNDES) <sub>i-2</sub>												
<b>Investimentos em ações</b>												
Ln(investimentos do BNDES) <sub>i</sub>	-0,002 (0,002)	-0,092 (0,151)	-0,004 (0,003)	-0,156 (0,186)	0,000 (0,006)	0,692 (1,084)	0,001 (0,006)	0,277 (0,352)	-0,003 (0,003)	-0,135 (0,284)	0,001 (0,002)	0,182 (0,207)
Ln(investimentos do BNDES) <sub>i-1</sub>	-0,001 (0,004)	-0,07 (0,272)	0,001 (0,004)	0,069 (0,258)	-0,024 (0,016)	-1,529 (0,982)	-0,014 (0,009)	-2,100*** (0,496)	0,001 (0,002)	-0,003 (0,120)	0,003 (0,002)	0,109 (0,133)
Ln(investimentos do BNDES) <sub>i-2</sub>	0,004 (0,005)	0,315 (0,367)	0,003 (0,005)	0,191 (0,383)	0,030 (0,019)	2,561 (1,955)	0,003 (0,007)	-0,171 (1,704)	-0,001 (0,002)	-0,135 (0,204)	-0,001 (0,004)	-0,048 (0,184)
%(investimentos do BNDES) <sub>i</sub>												
%(investimentos do BNDES) <sub>i-1</sub>												
%(investimentos do BNDES) <sub>i-2</sub>												
<b>N(total)</b>	600	563	590	545	501	468	422	416	582	539	600	563
<b>N(empresas)</b>	172	161	168	159	160	150	130	129	168	158	172	161
<b>p(teste F)</b>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001

NOTA: Todas as especificações incluem os seguintes controles: ativo fixo sobre ativo total, se a empresa é estrangeira, se a empresa pertence a grupo de negócios, o log do total de ativos e a alavancagem (endividamento). As especificações também incluem efeitos fixos de empresa, ano e indústria-ano. Teste de duas caudas em que †, \*\* e \*\*\* representam p < 0,10; p < 0,05; p < 0,01 e p < 0,001, respectivamente. Erros-padrão significativos entre parênteses, reunidos por empresa. Resultados mais detalhados encontram-se em Lazzarini et al.<sup>15</sup>

Na tabela 10.4, examinamos se o BNDES empresta a empresas com bom ou mau desempenho. Apresentamos um conjunto de regressões que verificam os determinantes dos empréstimos do BNDES, medidos em termos de logaritmo do valor dos empréstimos e de índice empréstimos do BNDES sobre a dívida total (como porcentagem). Nosso objetivo era descobrir se variáveis passadas referentes ao desempenho da empresa (*ROA*, *EBITDA/ativo* e *q de Tobin*) têm alta correlação com o valor dos empréstimos que a empresa recebe do BNDES.

As especificações 7 a 9 da tabela 10.4 revelam alguns efeitos positivos de *ROA* e *EBITDA/ativo* em algumas especificações, mas o nível de significância é marginal. Também não detectamos nenhum efeito significativo do *q de Tobin*. Embora não encontremos efeitos consistentes fortes nas variáveis de desempenho, nossos dados ao menos nos permitem rejeitar a hipótese de restrição orçamentária fraca, de que o BNDES sempre socorre empresas com mau desempenho.

Portanto, se for o caso, os empréstimos em geral não se destinam a maus projetos. É possível que, realmente, o BNDES tente selecionar bons candidatos a campeões nacionais ou garantir a amortização dos empréstimos, evitando emprestar sistematicamente a más empresas. O leitor deve lembrar-se, como tratamos no capítulo anterior, que só depois de 2004 constatamos que o BNDES vinha obtendo resultados positivos com os empréstimos. Nossos dados, porém, mostram que a correlação entre empréstimos do BNDES e desempenho parece ser significativa apenas no sentido de desempenho-empréstimos, não no sentido oposto. Quando, porém, as grandes empresas conseguem empréstimos subsidiados, elas não investem em projetos intensivos em capital nem em projetos que aumentam a lucratividade.

Sempre que perguntamos a executivos do BNDES, a autoridades do governo ou a empreendedores que empresas haviam passado pelo processo de tomar empréstimos do BNDES, ouvíamos a mesma história.<sup>17</sup> O tomador potencial precisa apresentar um plano de negócios, explicando a destinação do dinheiro e o impacto esperado do projeto. Os projetos, então, são avaliados por um comitê técnico, que indica ou contraindica o empréstimo. No caso de grandes empréstimos, o projeto também é submetido a um comitê de empréstimos, composto de altos executi-

vos do banco, que decide com base em critérios técnicos e de política industrial. Em consequência do processo, o banco em geral apresenta baixos níveis de inadimplência em seus empréstimos. Isso ajuda a explicar nossa conclusão de que, ao contrário da hipótese de restrição orçamentária fraca, o BNDES normalmente não mira maus projetos.

### O BNDES empresta a empresas com ligações políticas?

Se as empresas que recebem empréstimos subsidiados do BNDES não estão, em consequência, aumentando as despesas de capital nem melhorando o desempenho, mas sim desfrutando de despesas financeiras mais baixas, é de indagar se influências políticas não estão determinando a escolha das empresas beneficiárias. Em especial, muitos estudos descobriram que, no Brasil, o financiamento de campanhas políticas é mecanismo crucial para que as empresas estabeleçam conexões políticas. Grandes distritos eleitorais e votação em lista aberta criam incentivos para que os políticos ofereçam “favores” em troca de dinheiro privado, em apoio a campanhas dispendiosas.<sup>18</sup> Portanto, analisamos a seguir as ligações entre doações de empresas para campanhas e valor dos empréstimos subsidiados concedidos pelo BNDES a essas empresas.

As empresas brasileiras, ao contrário das dos Estados Unidos, podem fazer doações em dinheiro diretamente aos candidatos, em vez de aos partidos, assim como empresas estrangeiras com subsidiárias no país. O limite oficial para empresas nacionais é 2% da receita bruta, mas, “via caixa dois”, as doações são generalizadas.<sup>19</sup> Além disso, embora seja prática comum no Brasil, o lobby nem sempre é conduzido por associações empresariais. Em consequência da inexistência ou da debilidade das associações empresariais, as empresas têm incentivos para estabelecer os próprios laços com políticos. De acordo com Schneider:

No papel, as associações empresariais brasileiras, representativas de quase todos os setores, têm grandes recursos, que gastam com pesquisas sofisticadas e com departamentos bem equipados, e sempre aparecem na imprensa, emitindo opiniões sobre os temas do dia. No entanto, empresários de maior

destaque e altas autoridades do governo admitem de imediato que essas entidades impressionantes são de fato fracas e pouco representativas, sendo contornadas com regularidade pelas elites econômicas e políticas.<sup>20</sup>

Nesse contexto, os laços políticos no âmbito das empresas tornam-se extremamente importantes. Favores, proteção e outras formas de apoio do governo podem depender de ligações diretas que as empresas estabelecem com os políticos por meio do financiamento de campanhas. De fato, alguns estudos constataram forte correlação no Brasil entre doações para campanhas políticas e lucratividade das empresas,<sup>21</sup> financiamento preferencial (Claessens et al., 2008) e acesso a contratos com o governo.<sup>22</sup>

Em consonância com esses estudos, consideramos as informações sobre doações para campanhas indicador da extensão das ligações políticas da empresa. Felizmente, para nós, os candidatos são obrigados a revelar todas as doações que recebem ao Tribunal Superior Eleitoral, que, por seu turno, divulga os dados sobre o financiamento da campanha de cada candidato. Usamos esses dados para confrontar as contribuições individuais das empresas aos políticos com os resultados das eleições. Assim, para cada empresa, temos o número de candidatos (concorrendo a presidente, senador, deputado federal ou deputado estadual) para cuja campanha ela contribuiu oficialmente na eleição anterior. Considerando que nossos dados sobre desempenho da empresa e empréstimos do BNDES se estendem de 2002 a 2009, examinamos se os dados sobre doações para campanhas para as eleições de 2002 e 2006 nos ajudam a compreender que empresas obtiveram empréstimos subsequentes do BNDES. Usamos os dados da campanha de 2002 para verificar se há correlação com os resultados obtidos entre 2003 e 2006. Em seguida, consideramos as doações para campanhas nas eleições de 2006 para examinar a correlação com empréstimos concedidos entre 2007 e 2009.

Obviamente, pode ocorrer autosseleção nos dados sobre doações para campanhas, ou seja, as empresas mais lucrativas tendem a ser procuradas por mais candidatos. Portanto, separamos doações para candidatos que venceram e doações para candidatos que perderam, considerando que os

Tabela 10.4. Determinantes dos empréstimos do BNDES, 2002-9 (regressões de efeito fixo)

Variáveis de desempenho	Ln(empréstimos do BNDES)			% empréstimos do BNDES								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
ROA <sub>t</sub>	0,924 (1,459)						0,195† (0,114)					
ROA <sub>t-1</sub>	2,868† (1,663)						0,141 (0,118)					
ROA <sub>t-2</sub>	0,676 (1,535)						0,178† (0,107)					
EBITDA/ ativo <sub>t</sub>		1,430 (1,360)						0,204† (0,118)				
EBITDA/ ativo <sub>t-1</sub>		2,157 (1,625)						0,106 (0,124)				
EBITDA/ ativo <sub>t-2</sub>		1,744 (1,757)						0,215† (0,116)				
q de Tobin <sub>t</sub>			0,134 (0,270)						0,036 (0,027)			
q de Tobin <sub>t-1</sub>			0,244 (0,210)						0,046 (0,030)			
q de Tobin <sub>t-2</sub>			0,321 (0,331)						-0,021 (0,027)			
<b>Doações</b>				0,000 (0,008)						0,000 (0,001)		
Número total Para candidatos vitoriosos					0,170** (0,062)						0,015** (0,005)	
Para candidatos derrotados					-0,147** (0,049)						-0,013** (0,004)	
Para vencedores menos os perdedores						0,146** (0,051)						0,013** (0,004)
<b>N(total)</b>	1212	1136	910	1243	1243	1243	1212	1136	910	1243	1243	1243
<b>N(empresas)</b>	267	263	226	286	286	286	267	263	226	286	286	286
<b>p(teste F)</b>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001

NOTA: Todas as especificações incluem os seguintes controles: ativo fixo sobre ativo total, se a empresa é estrangeira, se a empresa pertence a grupo de negócios, o log do total de ativos e a alavancagem (endividamento). As especificações também incluem efeitos fixos de empresa, ano e indústria-ano. Teste de duas caudas em que †, \*\* e \*\*\* representam p < 0,10, p < 0,05, p < 0,001, respectivamente. Erros-padrão significativos entre parênteses, reunidos por empresa. Resultados mais detalhados encontram-se em Lazzarini et al.<sup>23</sup>

resultados das eleições têm componente exógeno decorrente de eventos aleatórios que afetam a competição política.<sup>24</sup> Além disso, computamos uma variável que denominamos *Doações para vencedores menos os perdedores*, que monitora o número de doações feitas a candidatos vencedores menos o número de doações feitas a candidatos perdedores. Essa variável, portanto, mede as apostas das empresas de maneira mais exógena, pois as empresas, sem dúvida, não controlam quais dos candidatos que apoiaram ganharão ou perderão a eleição.

Partimos das regressões de seleção da seção anterior e adicionamos nossas variáveis políticas. Os resultados também estão na tabela 10.4. Constatamos que as doações *em geral* não afetam os empréstimos (especificações 4 e 10). Os efeitos são claros, contudo, quando separamos doações para vencedores e doações para perdedores — seja quando consideramos essas variáveis separadamente, seja quando usamos a diferença entre o número de vencedores e o de perdedores. As doações para candidatos vencedores aumentam o valor dos empréstimos recebidos, enquanto se observa efeito oposto nas doações para candidatos perdedores (especificações 5-6 e 11-12).

Com base nessas estimativas e no tamanho médio dos empréstimos do BNDES em nosso banco de dados (166 milhões de dólares), Lazzarini et al. estimam que os ganhos para as empresas doadoras, decorrentes de cada doação adicional para um vencedor, corresponderiam a benefícios líquidos entre 1,1 milhão e 3,4 milhões de dólares.<sup>25</sup> Em contraste, a doação média de cada empresa de nosso banco de dados por candidato vencedor foi de 22 820 dólares, em 2002, e 43 903 dólares, em 2006. Mesmo se considerarmos que pode haver doações substanciais por baixo da mesa — estimadas por Araújo como algo correspondente a de duas a dez vezes os números oficiais —, a magnitude dos efeitos estimados não é de modo algum trivial. Além disso, esses laços políticos podem ajudar as empresas a receber outros benefícios, além de empréstimos.<sup>26</sup>

Como o resultado de uma eleição tem componente exógeno provocado por fatores aleatórios que influenciam a competição política,<sup>27</sup> nossas conclusões, segregadas por vencedores e perdedores, sugerem que os resultados não são induzidos por mera autoseleção. Pode-se argumentar, porém, que as empresas com boa geração de caixa (que

tendem a ser miradas pelo banco) têm mais dinheiro para doar a políticos e até mais capacidade para identificar os vencedores mais prováveis.<sup>28</sup> Não se verifica, porém, correlação significativa entre doações para vencedores e variáveis de desempenho da empresa. E embora haja correlação significativa entre doações para perdedores e as variáveis de desempenho *ROA* e *EBITDA/ativo*, o coeficiente de correlação é pequeno e *positivo* (0,06). Em outras palavras, empresas com bom desempenho se associam mais a doações a *perdedores* que a doações a vencedores. O efeito das doações também continua significativo quando adicionamos à mesma regressão variáveis de desempenho financeiro, como *ROA* e *EBITDA/ativo*.<sup>29</sup>

Como interpretar esses resultados? Não achamos que eles sejam evidência de relacionamento ostensivo “toma lá dá cá” entre o BNDES e as empresas que fazem doações para campanhas. Conforme já observamos, a seleção de empréstimos tende a ser altamente técnica. O BNDES é bem conhecido por ter pessoal competente, que analisa a capacidade de pagamento do tomador do empréstimo.<sup>30</sup> Em nossa opinião, outro canal explica esses resultados. Há evidências de que as empresas que doam a candidatos vencedores são mais propensas a participar de contratos com o governo.<sup>31</sup> Portanto, vencer contrato com o governo aumenta as chances de que a empresa receba financiamento substancial do banco. Alternativamente, é maior a probabilidade de que certos doadores sejam selecionados pelo governo como campeões nacionais, assim como é mais provável que seus setores sejam escolhidos como alvo da política industrial. Como na economia brasileira vários são os candidatos a campeões nacionais, é possível que as doações aumentem a probabilidade de que determinada empresa seja escolhida e apoiada para receber empréstimos maciços.

## Conclusão

Em conjunto, nossos resultados indicam que os empréstimos do BNDES são aparentemente transferências de subsídios para grandes empresas, sem quaisquer benefícios especiais em termos de melhoria do desem-

penho ou dos investimentos da empresa. Além disso, em consonância com a hipótese de busca de renda, descobrimos que as doações para campanhas parecem influenciar as alocações do BNDES, embora, aparentemente, esse efeito não leve as empresas com mau desempenho a ser selecionadas sistematicamente. Portanto, não é fato que o BNDES em geral escolha maus projetos, com implicações negativas para a própria saúde financeira da instituição. Explicação provável para nossos resultados é que as empresas com laços políticos em nosso banco de dados não apresentam, em geral, mau desempenho. Essas companhias querem crédito barato, mas não são empresas falidas que necessitam de salva-vidas financeiro. Mesmo as empresas saudáveis têm incentivos para manter laços políticos como maneira de conseguir empréstimos subsidiados. Além disso, essas empresas podem recorrer às conexões como proteção contra decisões políticas adversas.

Portanto, embora nossos resultados não estejam alinhados com a literatura sobre política industrial, que vê os bancos de desenvolvimento como mecanismos para destravar investimentos produtivos por meio de crédito estatal, eles não apoiam de todo a perspectiva oposta, dos bancos de desenvolvimento como ferramentas para ajudar e socorrer empresas falidas. Isso não significa dizer, porém, que as operações de socorro nunca acontecem. Por exemplo, em 1998, um grupo de empresas, inclusive Électricité de France (EDF) e AES Corporation, adquiriu o controle da Eletropaulo, ex-empresa estatal do setor de eletricidade. O BNDES ofereceu aos adquirentes empréstimos no valor de 1,2 bilhão de dólares. Em 2003, contudo, os adquirentes estavam à beira da inadimplência, o que levou o BNDES a converter parte dos empréstimos em ações e em debêntures conversíveis. Sequência de eventos semelhantes repetiu-se no caso da JBS, processadora de carnes, que, como analisamos na introdução, recebeu empréstimos, na forma de debêntures conversíveis, para executar programa de expansão internacional. Os planos, porém, envolviam dívidas substanciais, e em 2011 a JBS e o BNDES concordaram em converter parte dos empréstimos em ações. No entanto, embora esses casos sejam importantes, nossas conclusões indicam que não são a norma, pelo menos no período coberto por nosso banco de dados.

Uma advertência, contudo, é que concentramos o foco apenas na lucratividade e no investimento. Não avaliamos se as alocações apoiam iniciativas sociais nem se geram externalidades não consideradas em nosso banco de dados. Por exemplo, um projeto privado, mesmo que, em si, não seja lucrativo, pode estimular investimentos complementares em indústrias correlatas ou contribuir para o nível de emprego agregado. Portanto, não temos condições de rejeitar totalmente a perspectiva de política industrial. Ademais, nossos resultados se aplicam apenas a grandes empresas brasileiras para as quais conseguimos coletar dados sobre empréstimos em âmbito individual. Apesar dessa limitação, nossos resultados não devem ser interpretados, de modo algum, como irrelevantes quanto ao impacto exercido pelo BNDES sobre a economia como um todo. Pelo menos, devemos questionar por que o banco visa grandes empresas que, aparentemente, têm outras fontes de financiamento.<sup>32</sup>

Em suma, o papel do BNDES como prestador e como acionista minoritário matiza a análise sobre o papel do governo nos negócios. As conclusões deste capítulo não mostram o BNDES fazendo o que os bancos de desenvolvimento devem fazer, ou, pelo menos, não encontramos resultados convincentes em apoio a essa expectativa. Os resultados do capítulo 7, porém, revelam que o BNDES como investidor pode ajudar a resolver algumas das falhas do mercado de capitais que despontam nos países emergentes. Considerando que o banco de dados usado neste capítulo cobre período posterior a 2002, explicação plausível desses resultados divergentes é a de que as empresas brasileiras, mais recentemente, passaram a sofrer menos restrições no acesso a financiamentos externos. Grandes companhias abertas, como as de nosso banco de dados, tornaram-se menos dependentes do capital estatal. Aparentemente, são mais atraídas pelos subsídios dos empréstimos que pelos empréstimos em si.

No capítulo de conclusão, consolidamos nossas constatações com um conjunto de implicações teóricas e práticas para o estudo do capitalismo de Estado.

## Apêndice

**Tabela 10.A.** Banco de dados usado para avaliar o efeito dos empréstimos, 2002-9

Variável	Descrição	Média (desvio padrão)	Mín.	Máx.
<b>Desempenho, investimento</b>				
ROA	Desempenho, investimento: Lucro líquido /ativo total	0,025 (0,118)	-0,464	0,308
EBITDA/ativo	Lucro operacional (antes de juros depreciação e impostos)/ ativo total	0,088 (0,121)	-0,377	0,403
q de Tobin	(Valor de mercado das ações mais dívidas)/ativo total	0,880 (0,794)	0,062	4,831
Despfin/dívida	Despesas financeiras (pagamento de empréstimos)/dívida total	0,303 (0,204)	0,000	0,994
Despcap/ativo	Despesas de capital/ativo total	0,073 (0,092)	0,000	0,998
Ativo fixo/ativo	Ativo fixo/ativo total	0,293 (0,248)	0,000	0,995
<b>Financiamento do BNDES:</b>				
Ln(empréstimos do BNDES)	Valor logarítmico dos empréstimos do BNDES divulgados no balanço patrimonial (US\$1000)	7,479 (4,731)	0,000	16,781
Ln(investimentos do BNDES)	Valor logarítmico dos investimentos do BNDES (% de participação x valor contábil do investimento, US\$1000)	0,835 (2,988)	0,000	16,205
%empréstimos do BNDES	Empréstimos do BNDES/total de empréstimos	0,244 (0,271)	0,000	1,000
%investimentos do BNDES	Investimento do BNDES/ total do PL	0,011 (0,049)	0,000	0,450

(continua)

**Tabela 10.A.** (continuação)

Variável	Descrição	Média (desvio padrão)	Mín.	Máx.
<b>Variáveis políticas</b>				
Doações	Número de candidatos que receberam doações da empresa nas últimas eleições	5,814 (17,972)	0	171
Doações para vencedores	Número de candidatos que receberam doações e venceram as últimas eleições	3,320 (10,130)	0	89
Doações para perdedores	Número de candidatos que receberam doações e perderam as últimas eleições	2,488 (8,119)	0	82
Doações para vencedores menos perdedores	Doações para vencedores menos doações para perdedores	0,832 (3,748)	-8	38
<b>Controles</b>				
Pertence a um grupo	Variável dummy codificada como 1 se a empresa pertencer a grupo de negócios	0,473 (0,499)	0	1
Ln(ativos)	Valor logarítmico do ativo total (US\$1000)	12,636 (1,696)	1,386	19,015
Alavancagem	Dívida total/ativo total	0,186 (0,174)	0,000	0,957
Estrangeira	Variável dummy codificada como 1 se a empresa for controlada por estrangeiro	0,200 (0,400)	0	1

FORTE: Lazzarini et al.<sup>33</sup>