

naturais ou de serviços públicos e conseguem contratos de concessão favoráveis. Além disso, a interferência é mais provável quando o Leviatã, apesar de ser investidor minoritário, pode aliar-se a outros acionistas e atingir posição majoritária. No caso da Vale, esses outros acionistas incluíam BNDES e um grupo de fundos de pensão de estatais, influenciados pelo governo.

Será esclarecedor descrever um caso em que a interferência residual *não* ocorreu, porque alguns desses atores estavam ausentes (pelo menos até a conclusão deste livro). A Embraer, “campeã nacional” do Brasil na indústria aeronáutica, era de propriedade de BNDES, Previ, Bozano (grupo nacional) e European Aeronautic Defense and Space Company (EADS). Portanto, também aqui o Leviatã era acionista minoritário. Depois da crise financeira de 2008, a Embraer, da mesma forma, anunciou grandes demissões. Além disso, a empresa comprava a maioria de suas peças e suprimentos de fornecedores estrangeiros, não de empresas nacionais. O governo, porém, não estava tão ansioso para intervir na Embraer quanto estivera na Vale. A lucratividade da Embraer dependia de sua capacidade de desenhar novos produtos e de comprar partes e componentes “*state-of-art*” (por exemplo, motores). Assim, forçar a Embraer a desenvolver fornecedores nacionais poderia comprometer substancialmente a competitividade da empresa no curto prazo. Embora o BNDES e o Previ fossem acionistas minoritários, os dois, em conjunto, em 2009, detinham apenas 18,8% das ações com direito a voto da empresa. Ainda que se acumpliciassem, não teriam voz majoritária nas decisões relevantes.

Portanto, não achamos que o modelo do Leviatã como acionista minoritário sempre propicie a intervenção nem mesmo aumente a tentação de intervir por parte do governo. A intervenção residual, contudo, é possibilidade concreta nos setores intensivos em capital, nos quais a geração de caixa das empresas é substancial para ser explorada por atores estatais em conluio, na tentativa de implementar iniciativas apoiadas pelo governo.

## 9 O Leviatã como prestador: Bancos de desenvolvimento e capitalismo de Estado

---

DEPOIS DE ANALISAR O LEVIATÃ como proprietário e gestor de empresas e como investidor minoritário, apresentaremos, agora, a teoria do governo como prestador a empresas. Organizamos os testes de nossas hipóteses relacionadas com o Leviatã como prestador em dois capítulos. Neste, descrevemos primeiro a teoria geral referente ao papel dos bancos de desenvolvimento. Em seguida, mostramos a evolução do modelo de negócios do BNDES e analisamos as intenções e os resultados de alguns de seus programas. Em especial, concentramos o foco nos modelos de receita e de financiamento do banco. No capítulo 10, usamos evidências sistemáticas dos empréstimos do BNDES a companhias abertas e testamos empiricamente se a instituição, de fato, está exercendo as funções típicas de banco de desenvolvimento.

O argumento implícito dos sessenta anos de história do BNDES é que, nos primeiros estágios do processo de desenvolvimento, o banco fez grande diferença na promoção da industrialização e na construção de atores *have*. A medida que o Brasil enriquecia, porém, o banco mudou de escala e, portanto, perdeu a timidez. Como mostramos a seguir, não atua como os bancos comerciais estatais, que, na maioria das vezes, dependem mais da velocidade dos políticos e tendem

a perder dinheiro o tempo todo.<sup>1</sup> O BNDES, historicamente, é dirigido como banco governamental relativamente eficiente, tentando manter-se rentável mesmo em épocas de dificuldade. Em consequência de seu grande porte, porém, e de operar em economia mais desenvolvida, o BNDES, agora, tem dificuldade em fazer a escolha certa de projetos, e não está claro que seu atual portfólio de empréstimos e de investimentos supere o custo de oportunidade dos fundos que recebe dos pagadores de impostos.

### Bancos de desenvolvimento no mundo

De acordo com Armendáriz de Aghion, “os bancos de desenvolvimento são instituições financeiras patrocinadas pelo governo, voltadas basicamente para o fornecimento de capital de longo prazo à indústria”.<sup>2</sup> Essa definição salienta dois aspectos-chave dos bancos de desenvolvimento: a condição de entidade estatal e a ênfase na solução de falhas nos mercados de crédito, sobretudo no caso de projetos de maturação de longo prazo.

Relatos históricos mostram que os bancos de desenvolvimento existem pelo menos desde o século XIX, com a criação da Société Générale pour Favoriser l'Industrie Nationale, na Bélgica (1822), e, mais tarde, de um grupo de instituições na França, como Crédit Foncier, Comptoir d'Escompte e Crédit Mobilier, este último desempenhando papel importante na construção da infraestrutura europeia, como ferrovias, no século XIX.<sup>3</sup> A escalada das intervenções do Estado e o declínio dos mercados privados que se seguiram às duas guerras mundiais — tendência que Rajan e Zingales denominaram “a grande reversão” — promoveram a expansão e reforçaram a importância dos bancos de desenvolvimento. Durante a reconstrução do pós-Segunda Guerra Mundial, o Plano Marshall exigiu que os países canalizassem fundos internacionais para a reconstrução por meio dos bancos de desenvolvimento, acarretando a criação do KfW alemão (Kreditanstalt für Wiederaufbau), do JDB japonês (Banco de Desenvolvimento do Japão) e até do BNDES brasileiro.

Ao mesmo tempo, novas teorias desenvolvimentistas começaram a enfatizar problemas estruturais que inibem a industrialização de países

subdesenvolvidos, dependentes da produção e exportação de commodities básicas.<sup>5</sup> Conforme essas teorias, poupanças e créditos induzidos pelo Estado seriam cruciais para estimular investimentos produtivos, agregadores de valor.<sup>6</sup> Seguindo as mesmas linhas, Amsden também destacou a importância dos bancos de desenvolvimento nas economias em industrialização tardia.<sup>7</sup> Instituições financeiras como o Banco de Desenvolvimento da Coreia, argumenta Amsden, foram providenciais não só como meios de infundir capital de longo prazo na indústria, mas também como mecanismo para selecionar projetos privados e definir metas de desempenho.

Da mesma maneira como as empresas estatais sobreviveram às ondas de privatização e às mudanças estruturais na OCDE e nos países em desenvolvimento, também os bancos de desenvolvimento demonstraram a mesma resiliência. Por isso é que ainda desempenham papel importante na configuração do capitalismo de Estado em todo o mundo. Na tabela 9.1 mostramos que, em 2011, havia centenas de bancos de desenvolvimento no mundo, e que quase 50% deles se declaravam empenhados no fornecimento de empréstimos para diversos projetos de infraestrutura e de industrialização. Em 2011, identificamos 288 bancos de desenvolvimento em todo o mundo, concentrados principalmente no sul e no leste da Ásia (29,5%), na África (24,3%) e na América Latina e Caribe (17,7%).

Os bancos de desenvolvimento ganharam novo impulso depois da crise financeira global de 2008. No ano seguinte, 2009, o governo da Argentina anunciou a intenção de criar um banco de desenvolvimento nacional. Mesmo nos Estados Unidos já surgiram propostas para reformar bancos de desenvolvimento. Em 2011, o orçamento federal dos Estados Unidos incluía pacote de 4 bilhões de dólares para a constituição de um banco de desenvolvimento destinado a apoiar projetos de infraestrutura, embora a proposta não tenha sido implementada.<sup>8</sup>

Poucos são, porém, os trabalhos acadêmicos que examinam se essas instituições financeiras de fato cumprem sua missão. Literatura considerável usa estudos de casos qualitativos para salientar a importância dos bancos de desenvolvimento no sentido de promover a “recuperação”

Tabela 9.1. Número de bancos de desenvolvimento no mundo (2011)

	Agências de desenvolvimento (A)	Bancos de desenvolvimento gerais (B)	Bancos de desenvolvimento de propósitos especiais (C)	Bancos comerciais com objetivos de desenvolvimento (D)	Total por região (E)
África	3	26	21	20	70
América do Norte			1		1
Sul e leste da Ásia	13	23	22	27	85
Ásia Central		8	2	9	19
Europa		7	3	2	12
América Latina/Caribe	4	29	17	1	51
Oriente Médio		1	3	3	7
Oceania	1	5	5	4	15
Regional/Global		20	5	3	28
Total por tipo	21	119	79	69	288

FONTE: Contamos e classificamos afiliados à World Federation of Development Financial Institutions e a European Finance Institutions, usando as informações sobre perfis e missões dos respectivos sites: <<http://www.wdfi.org.ph/members/list-of-members/>> e <<http://www.edfi.be/members.html>>. Acesso em: 12 fev. 2012.

## NOTA SOBRE O ESQUEMA DE CLASSIFICAÇÃO:

A. *Agências de desenvolvimento* incluem autoridades de desenvolvimento, centros de treinamento e organizações que prestam assistência técnica a setores específicos, mas que não se especializam em conceder empréstimos.

B. *Bancos de desenvolvimento gerais* são os que se concentram em conceder empréstimos ou a investir em projetos industriais ou de infraestrutura. Também inclui bancos que fornecem garantias para que projetos industriais ou de infraestrutura consigam financiamentos privados. Os bancos de desenvolvimento gerais podem ser regionais, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento, ou nacionais, como o Banco de Desenvolvimento da Coreia.

C. *Bancos de desenvolvimento de propósitos especiais* são instituições financeiras especializadas em fornecer crédito para a agricultura, para empresas de pequeno e médio porte e para a indústria de construção, ou seja, consideramos bancos que querem promover a construção civil e empreendimentos habitacionais para famílias que não conseguem empréstimos hipotecários ou financiamento imobiliário de instituições financeiras privadas. Essa categoria inclui bancos agrícolas, como o Banco Principal para o Desenvolvimento e Crédito Agrícola (Egito) e o Banco de Terra de Filipinas, além de outros com objetivos mais específicos, como o Banco Nacional de Habitação da Índia.

D. Classificamos muitas outras instituições como *Bancos comerciais com objetivos de desenvolvimento*, por se tratar de entidades públicas ou privadas que operam como bancos comuns, mas tendem a destinar parte de seus portfólios a setores específicos, almejados pelo governo. Exemplos dessa categoria são Azerigazbank, no Azerbaijão; o Banco de Desenvolvimento Produtivo, na Bolívia; e o Banco Nacional do Butão Ltda., no Butão.

(“catch-up”) industrial.<sup>9</sup> Em estudo sobre a intervenção do Estado no sistema bancário, Gerschenkron argumenta que, sem a participação do Estado, a falta de confiança entre credores e devedores impediria o aprofundamento dos mercados de crédito.<sup>10</sup> Sob essa perspectiva, os bancos privados relutam em conceder crédito a projetos arriscados, de longo prazo, deixando sem financiamento muitos projetos geradores de valor.<sup>11</sup>

Talvez o modelo de Armendáriz de Aghion<sup>12</sup> seja o único esforço teórico formal que forneça um arcabouço para compreender o papel dos bancos de desenvolvimento. Ela sugere que os bancos privados tipicamente investem pouco na expertise necessária para avaliar e promover novas indústrias no longo prazo. Finanças subsidiadas, portanto, por meio de bancos de desenvolvimento promovem novos investimentos, preenchendo esse vácuo de expertise.

## O que devem fazer os bancos de desenvolvimento

De acordo com a visão de *política industrial*, os bancos de desenvolvimento se especializam na oferta de financiamento a longo prazo para projetos que não disporiam de recursos se tivessem de captá-los em centros financeiros orientados pelo livre mercado (ver capítulo 2). Em outras palavras, os bancos de desenvolvimento oferecem financiamento subsidiado de longo prazo a projetos para os quais não haveria crédito privado, porque os empreendedores enfrentam restrições de capital ou não dispõem de informações suficientes sobre a rentabilidade do empreendimento.<sup>13</sup>

Sob a visão da política industrial, portanto, ao menos três são as esferas de ação inter-relacionadas dos bancos de desenvolvimento. Primeiro, eles podem aliviar a escassez de capital e promover ação empreendedora para impulsionar setores novos ou tradicionais, sobretudo aqueles que precisam financiar projetos de capital intensivo.<sup>14</sup> Segundo, os bancos de desenvolvimento podem financiar projetos de longa maturação ou com baixo retorno financeiro, mas com alto retorno social.<sup>15</sup> Finalmente, os bancos de desenvolvimento devem envolver-se

em atividades promocionais, no caso de “possíveis oportunidades de investimento não serem reconhecidas e/ou não serem exploradas pelo setor privado”.<sup>16</sup> Em outras palavras, os bancos de desenvolvimento devem coordenar as ações dos empreendedores ou fornecer informações sobre “custos de descoberta”.<sup>17</sup>

Em contraste com essa visão benigna ou positiva dos bancos de investimento, a visão de política partidária salientaria dois aspectos negativos. Primeiro, capitalistas em busca de renda podem pedir crédito subsidiado ou capital próprio barato mesmo para projetos que poderiam ser financiados e lançados usando fontes de capital privadas. De acordo com essa visão, os políticos criam e mantêm bancos estatais e bancos de desenvolvimento menos com o intuito de canalizar fundos para usos sociais eficientes que para maximizar os objetivos pessoais ou engajar-se em negócios de compadrio com industriais ligados à política.<sup>18</sup> Segundo, os bancos de desenvolvimento podem salvar empresas que, do contrário, fracassariam.<sup>19</sup>

O debate referente à missão e aos efeitos da atividade dos bancos de desenvolvimento é ainda mais matizado quando se considera o desejo do governo de criar “campeões nacionais”. Em outras palavras, políticos e autoridades miram empresas específicas como alvos de fundos — empréstimos ou investimentos — como maneira de impulsioná-las a consolidar o setor e a promover a própria expansão. Há quem argumente, contudo, que os critérios adotados pelo governo para selecionar essas empresas não são claros e, às vezes, envolvem objetivos políticos.<sup>20</sup> Estudos recentes descobriram evidências empíricas compatíveis com a hipótese de os financiamentos serem influenciados por fatores políticos, como ciclos eleitorais e doações para campanhas.<sup>21</sup>

Sob essa visão menos benigna, não seria de esperar que os bancos de desenvolvimento fossem necessariamente lucrativos, pois poderiam financiar projetos que não têm valor presente líquido positivo. Também poderiam conceder empréstimos para reduzir as despesas financeiras das empresas, mas sem mudar significativamente o desempenho financeiro no longo prazo. Sob a visão de política partidária, seria provável que as empresas beneficiárias usassem os fundos do BNDES para aumentar despesas de capital.

Em nossa opinião, a avaliação das ações dos bancos de desenvolvimento deve envolver dois passos: neste capítulo, examinamos o modelo de negócios geral do BNDES usando dados históricos de 1952 a 2009; e, no capítulo 10, realizamos teste econômico mais detalhado das hipóteses decorrentes da visão de política industrial e da visão de política partidária já analisadas.

### Por que examinar o BNDES?

O Brasil é bom lugar para examinar o papel dos bancos de desenvolvimento e o efeito de seus empréstimos nas empresas, uma vez que o BNDES é um dos mais antigos e maiores bancos de desenvolvimento do mundo.<sup>22</sup> A tabela 9.2 compara o BNDES, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (IDB), o Banco Mundial, o Banco de Desenvolvimento da Coreia (BDC) e o Kredittanstalt für Weidaruftan (KfW) da Alemanha. Em 2010, o valor dos empréstimos desembolsados pelo BNDES equivalia a mais de três vezes a quantia fornecida pelo Banco Mundial. O BNDES também era um dos bancos mais lucrativos, em termos de retorno sobre o ativo, e um dos mais rentáveis, em termos de retorno sobre o patrimônio líquido, exceto o KfW. Finalmente, o BNDES é um dos bancos mais eficientes, com o mais alto lucro por empregado (de 2 milhões de dólares). Com efeito, esse lucro por empregado é quase dez vezes mais alto que o do Banco Mundial e quase duas vezes mais alto que o do KfW.

Em suma, o BNDES é banco de desenvolvimento de grande porte e aparentemente lucrativo (em comparação com os pares). Se suas políticas de empréstimo forem representativas, o estudo empírico de seu comportamento pode ajudar a compreender o que outros bancos de desenvolvimento fazem ou devem fazer. Considerando a frequência com que se encontram bancos de desenvolvimento em outros países (ver tabela 9.1), a compreensão dos efeitos dos empréstimos do BNDES pode fornecer lições para formuladores de políticas e para executivos de bancos de desenvolvimento em todo o mundo.

Tabela 9.2. BNDES versus outros bancos de desenvolvimento do mundo

	BNDES (Brasil)	Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)	Banco Mundial	Banco de Desenvolvimento da Coreia	KfW (Alemanha)	Banco de Desenvolvimento da China
<b>Finanças e empregados (US\$ bi, salvo exceções expressas)</b>						
Ativo total	330	87	428	123	596	752
Patrimônio líquido	40	21	166	17	21	59
Lucro	6,0	0,3	1,7	1,3	3,5	5,5
Novos empréstimos	101	10	26	n.a.	113	84
Saldo de empréstimos	218	63	234	64	571	663
Pessoal	2982	~2000	~10000	2266	4531	4000
<b>Índices de desempenho</b>						
Retorno sobre o patrimônio líquido (%)	15,0	1,6	1,0	7,8	16,7	9
Retorno sobre o ativo (%)	1,8	0,4	0,4	1,1	0,6	1
Lucro/empregados (US\$ mi)	2,0	0,2	0,2	0,6	0,8	1
Patrimônio líquido/ativo (%)	12,0	24,0	38,7	14,0	3,5	8
Ativo/empregados (US\$ mi)	110,8	43,6	42,8	54,4	131,5	188

FONTE: Relatórios anuais e Torres Filho.<sup>24</sup> No Banco Mundial, o exercício social é de junho de 2009 a junho de 2010.  
NOTA: De todos os novos empréstimos do BNDES, em 2010, 22 bilhões de dólares foram para a Petrobras.

#### MODELO DE NEGÓCIOS DO BNDES

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), do Brasil, foi criado em 1952 com o objetivo de fornecer crédito de longo prazo para investimentos em energia e transportes. Depois, ampliou esse escopo para oferecer empréstimos a uma gama de “indústrias básicas” que o governo queria desenvolver, como metais, petróleo, produtos químicos e cimento. Em 1982, o BNDE mudou de nome para BNDES, quando se acrescentou “[desenvolvimento] social” à sua missão.<sup>24</sup>

Três são as explicações básicas para a criação do BNDE. A primeira tem a ver com o papel da Comissão Mista de Desenvolvimento Brasil-Estados Unidos [Joint Brazil-United States Development Commission], criada em dezembro de 1949 e composta de engenheiros e tecnocratas do Brasil, dos Estados Unidos e do Banco Mundial. A Comissão Mista decidiu expandir projetos de infraestrutura no Brasil. Para eliminar gargalos na infraestrutura de transportes e de eletricidade, a comissão recomendou a criação de mecanismos para fornecer crédito de longo prazo para investimentos em energia e transportes. O resultado foi o BNDE.<sup>25</sup>

De acordo com os estudos de Simonsen e, posteriormente, de Musacchio,<sup>26</sup> o governo do Brasil criou o BNDE para fornecer crédito de longo prazo depois da retração dos mercados de obrigações e de ações, que se estendeu pelas décadas de 1920 e de 1930, e do aumento da inflação, depois da Grande Depressão.<sup>27</sup> Esses autores argumentam que os mercados de crédito deveriam ter criado instrumentos indexados à inflação para fornecer crédito de longo prazo, mas várias leis brasileiras proibiam a indexação até a década de 1960. Assim, a carência de financiamento de longo prazo seguiu-se ao declínio do mercado de obrigações da década de 1930, sobretudo porque os bancos se concentravam na oferta de empréstimos de curto prazo. O crédito de curto prazo quase dobrou entre a década de 1920, quando começou a inflação, e 1950, quando o estoque de empréstimos de curto prazo chegou a aproximadamente 30% do PIB. Os empréstimos de longo prazo, porém, mantiveram-se abaixo de 2% durante as décadas de 1950 e 1960.

Uma terceira explicação para a criação do BNDES argumenta que o governo brasileiro — principalmente no segundo mandato de Getúlio

Vargas (1950-5) — criou o BNDE como entidade autônoma, com um staff técnico, como maneira de proteger do clientelismo político a burocracia e o projeto nacional. O presidente Vargas assim agiu ao mesmo tempo que construía um sistema político baseado em forte corporativismo, com novos sindicatos trabalhistas e associações empresariais, que desempenhavam importante função.<sup>28, 29</sup>

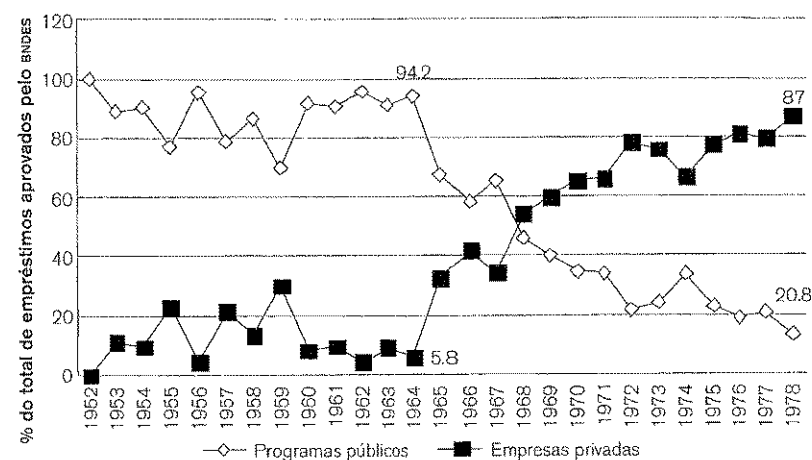
#### BNDE: DE EMPRÉSTIMOS PÚBLICOS A PRIVADOS

Durante os primeiros dez anos de operação, o BNDE se concentrou na oferta de financiamento de longo prazo para a renovação (*reaparelhamento*) do sistema ferroviário e para a construção de novas usinas hidroelétricas. A maioria dos grandes projetos financiados pelo BNDE foi executada por empresas estatais. Por exemplo, Furnas, Cemig e outras empresas construíram grande parte das maiores usinas hidroelétricas e linhas de transmissão do Brasil com financiamento do BNDE e do Banco Mundial.<sup>30</sup>

No final da década de 1950, o foco do banco começou a deslocar-se para o apoio ao desenvolvimento da ainda incipiente indústria siderúrgica. Conforme explicamos no capítulo 3, o BNDE, na década de 1960, atuava como holding de empresas siderúrgicas. Com efeito, nessa época, o BNDE financiou de 70% a 80% de todos os investimentos de capital na indústria siderúrgica.<sup>31</sup> Durante as décadas de 1950 e 1960, a maioria dos empréstimos era de longo prazo, e a taxa de juros era, em média, de 9,5% ao ano. Nos empréstimos para infraestrutura, as taxas situavam-se em torno de 8%, enquanto, em empréstimos para empresas industriais, chegavam a 11%. Essas taxas eram inferiores à inflação.<sup>32</sup>

Sob o governo militar (1964-85), o BNDES mudou o foco, de financiamento de projetos públicos para financiamento de empresas privadas. A figura 9.1 mostra esse afastamento dos programas de empréstimos do BNDE em relação às estatais. Antes de 1964, quase 100% dos empréstimos se destinavam ao financiamento de projetos públicos, fossem diretos, de órgãos governamentais, fossem indiretos,

Figura 9.1. Distribuição dos empréstimos do BNDE entre projetos públicos e privados, 1952-78

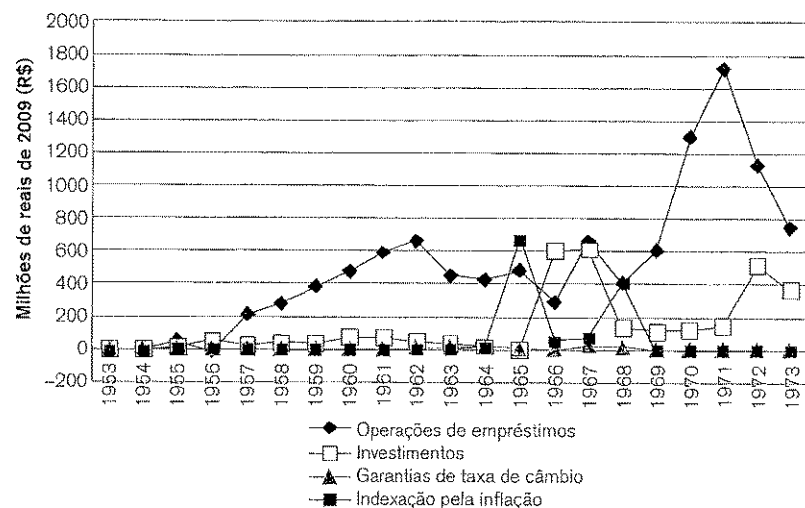


FONTE: Criado pelos autores, com dados de Najberg.<sup>34</sup>

de empresas estatais. Por volta de 1970, porém, o setor privado já recebia quase 70% dos empréstimos, e, no final da década, os projetos públicos ficavam com menos de 20% dos empréstimos. No entanto, muitas das empresas privadas que recebiam empréstimos nos anos 1970 (e, depois, na década de 1980) seguiam planos de desenvolvimento do governo ou eram “campeãs nacionais”, empresas que desfrutavam de privilégios e ajudas especiais do governo para desenvolver novos setores e/ou novas tecnologias, ou para conquistar mercados no exterior. O BNDE, de fato, não só emprestava a algumas dessas empresas privadas, mas também mantinha participações acionárias minoritárias em algumas delas.<sup>33</sup>

Em 1965, como parte do esforço para promover a indústria nacional de bens de capital, o governo criou o Finame, primeira subsidiária do BNDE, com o objetivo exclusivo de fornecer financiamento de médio e longo prazos para a compra de equipamentos no Brasil.<sup>35</sup> A indústria de bens de capital foi uma das de mais rápido crescimento antes de 1959, expandindo-se a aproximadamente 27% ao ano, de acordo com Leff,<sup>36</sup> e o desenvolvimento da indústria nacional de máquinas e equipamentos

Figura 9.2. Lucros e perdas por linha de negócio, BNDE, 1953-74



FORTE: Calculado pelos autores, com base em BNDES (1953-2010).

era considerado condição *sine qua non* para o desenvolvimento industrial não dependente de exportações.

Com o passar do tempo, o modelo de receita do BNDE mudou de ênfase, evoluindo da forte dependência de empréstimos para a renda gerada por participações acionárias e outros investimentos. Entre 1953 e 1974, o BNDE extraía a maior parcela de seu lucro, em maior ou menor escala, do negócio de empréstimos. Vê-se na Figura 9.2 que as receitas de empréstimos começaram a gerar lucro apenas depois de três anos de operações e, em seguida, cresceram rápido (em termos reais). Curiosamente, as décadas de 1950 e 1960 são o período em que o banco se concentrava nos tipos de atividades que os preconizadores da política industrial almejavam para um banco de desenvolvimento. Em mercado com forte restrição de crédito e com altos custos de descoberta, o BNDE concedia financiamento de longo prazo e, às vezes, agia, ele próprio, como empreendedor para promover o desenvolvimento de novas indústrias, como aço, eletricidade e produtos químicos. O retorno dos investimentos em ações também começou a gerar lucro, em meados da década de 1960, quando o esforço de industria-

lização do BNDE estava no auge, embora não contribuísse com grande proporção das receitas.

Entre 1974 e 1982, as prioridades do BNDE foram determinadas pelo segundo Plano Nacional de Desenvolvimento, de 1974, do governo militar, de acordo com o qual o BNDE almejava mudar a matriz energética do Brasil (sobretudo depois do choque do petróleo, de 1979), a fim de (a) impulsionar o desenvolvimento da indústria nacional de insumos básicos (para depender menos de importações) e (b) ajudar a consolidar a indústria de máquinas e equipamentos.<sup>37, 38</sup>

Além disso, depois do choque do petróleo de 1979, o BNDE também direcionou seus financiamentos para ajudar a reduzir as importações. Uma dessas iniciativas destinava-se a reduzir as importações de bens de capital. O governo também incumbiu o banco de apoiar a então emergente indústria de computação. Embora, no começo, parecesse projeto promissor,<sup>39</sup> as contínuas injeções de caixa pelo BNDE em empresas como Cobra (Computadores e Sistemas Brasileiros) não resultaram, no longo prazo, em indústria competitiva de microprocessadores e de computadores. O fracasso é mais óbvio em comparação com programa contemporâneo da República da Coreia para promover o setor, no qual, além de oferecer apoio financeiro, o governo impôs objetivos e punições claras para as empresas locais.<sup>40</sup>

O foco do BNDE concentrava-se, acima de tudo, na substituição de importações dispendiosas. Conseqüentemente, o banco criou, em 1974, três novas subsidiárias: Insumos Básicos S.A. (Fibase), voltada para a oferta de financiamento às vendas de fabricantes de máquinas e equipamentos com alto conteúdo nacional; Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), concentrada na oferta de capital a fabricantes de máquinas e equipamentos, que, então, recorriam ao Finame para financiar suas vendas; e Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa), que oferecia capital de crescimento ao setor privado, especialmente à indústria de bens de consumo.<sup>41</sup> Esses três programas em grande parte usaram capital próprio para facilitar investimentos nos setores-alvo.

De acordo com Currello, o BNDE mudou o foco depois de 1982, deixando de ser instituição financeira de promoção industrial para tornar-se instituição financeira de reestruturação de empresas estatais e

de empresas privadas.<sup>42</sup> Essas reestruturações envolviam investimentos em ações cujos valores acabavam transferindo o controle para o BNDE.

O banco mudou o nome, em 1982, de BNDE para BNDES, ao adotar também o objetivo de desenvolvimento social (daí o "s" no fim da nova sigla) e começou a usar as subsidiárias para investir diretamente em participações *acionárias* minoritárias (e às vezes majoritárias) em empresas brasileiras. Nesse mesmo ano, o BNDES fundiu as subsidiárias Fibase, Embramec e Ibrasa num único braço de investimentos: BNDES Participações (BNDESPAR).

A década de 1980 marca um ponto de virada nas atividades do BNDES, uma vez que cerca de 45% das alocações de capital naquela década se destinavam à compra de ações, em comparação com 30% ou menos na década de 1970. A mudança de foco talvez tenha sido consequência do fato de empresas falidas acabarem sob o controle do BNDES ou de investimentos em ações se tornarem preferíveis a empréstimos como veículos de financiamento, em tempos de alta inflação, de modo que o BNDES vinha sofrendo grandes perdas reais nos empréstimos em decorrência da desvalorização monetária. Embora indexados à inflação, os empréstimos perdiam valor real ao longo do tempo, pois, entre 1964 e 1986, eram ajustados à inflação com base na denominada ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), cujo valor era corrigido pela taxa de inflação oficial, que, em geral, subestimava a alta dos preços.

#### BNDES E INFLAÇÃO NA DÉCADA DE 1980

O negócio de empréstimos do BNDES enfrentou dificuldades no final da década de 1970 e durante os anos 1980 em consequência da inflação, que disparou vertiginosamente a partir dos últimos anos da década de 1970, chegando a níveis entre 40% e 80% ao ano para, em seguida, atingir 100% ao ano, no começo da década de 1980, e, por fim, depois de 1986, saltar celeremente para mais de 1000% ao ano, entre 1989 e 1994. A partir de 1974, o BNDE ajustou a remuneração dos empréstimos, adicionando-lhes correção monetária prefixada de 20% ao ano

(inflação média entre 1968 e 1973). Se a inflação fosse superior, o banco refinanciava os ajustes complementares. A inflação, porém, superou os 20% ao ano depois de 1974, e a correção monetária prefixada não mais atendia a seus objetivos. Eugenio Staub, CEO da Gradiente, fabricante de produtos eletrônicos que recebera empréstimos do BNDES, admitiu em entrevista que

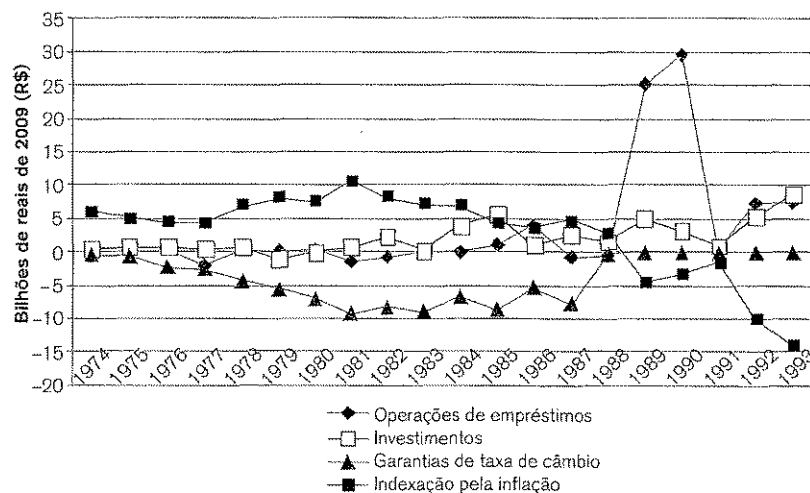
taxa de juros prefixada de 20% era um erro, ainda por cima com taxas de inflação que avançavam, galopantes, de 20% para 30%, para 45%, para 80% e para 100%. Portanto, hoje [1982], quem paga 20% [do ajuste prefixado], mais quatro, seis ou nove por cento [de juros] é, na verdade, protegido [do governo], um [devedor] privilegiado.<sup>43</sup>

Além disso, depois de 1979, o governo brasileiro subsidiava empreendedores que tomavam empréstimos do BNDE de pelo menos três maneiras. Primeiro, o governo cobrava juros baixos sobre os empréstimos (ou seja, 4% a 9%). Segundo, o governo limitava a indexação dos empréstimos a até 70% da inflação, medida pela ORTN, em vez de compensar a inflação na íntegra. Em consequência, o BNDES sofria prejuízos reais nesses empréstimos, inclusive porque a ORTN, em geral, não refletia integralmente a inflação. O Tesouro, contudo, reembolsava o BNDE de parte da diferença entre a inflação real e a correção monetária pela ORTN. Najberg estima que, de cada dólar que o BNDES emprestava na década de 1980, as empresas mutuárias efetivamente pagavam 26% em termos reais.<sup>44</sup> Terceiro, o BNDES garantia parte dos empréstimos em moeda estrangeira contraídos pelos empresários brasileiros para importar máquinas e equipamentos. Em consequência, absorvia quaisquer prejuízos (ou lucros) gerados por desvalorizações (ou valorizações) cambiais.

Villela calcula que, apesar dos subsídios, a maioria dos empréstimos do BNDES, na década de 1980, não financiava nova formação de capital, mas, sim, refinanciava empréstimos anteriores ou subsidiava perdas cambiais de empresários que se endividavam no exterior.<sup>45</sup> Ele calcula que os empréstimos concedidos pelo BNDES para financiar nova formação de capital respondiam por apenas algo entre 4% e 6% do total da formação bruta de capital fixo no Brasil.



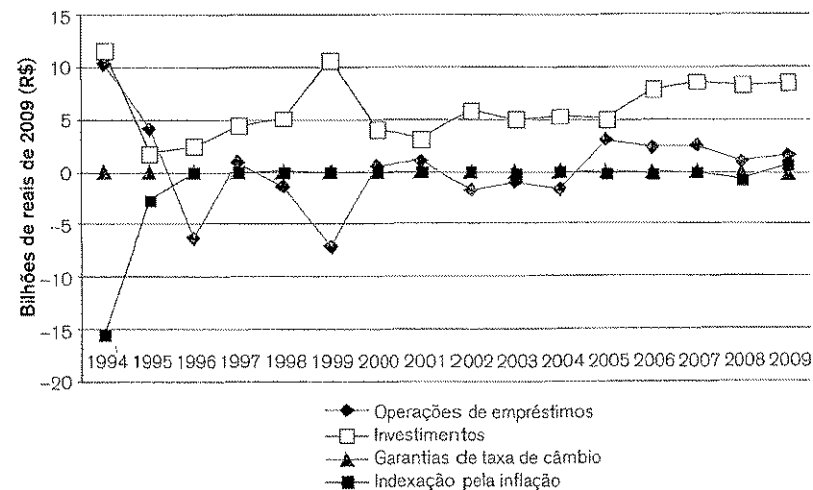
Figura 9.3. Lucros e perdas por linha de negócios, BNDES, 1974-93



FORTE: Calculado pelos autores, com base em BNDES (1953-2010).

Identificamos o período de 1974 a 1993 como fase especial em termos de modelo de receita do BNDES (figura 9.3). De um lado, os investimentos, em lugar dos empréstimos, tornaram-se a linha de negócios mais lucrativa por volta do fim do período. Essa mudança do modelo de negócios acompanhou o processo de reinvenção da propriedade estatal de empresas que ocorreu na década de 1990. Em especial, o negócio de empréstimos do BNDES deixou o balanço patrimonial do governo dependente demais das transferências de recursos. Por exemplo, em consequência das flutuações dos preços e do câmbio, o BNDES passou a perder dinheiro, em vez de ganhar, ao indexar os empréstimos à inflação, em 1989. Além disso, no final da década de 1970 e ao longo da de 1980, o BNDES enfrentou prejuízos com a garantia de empréstimos em moeda estrangeira (a maioria para a importação de máquinas). É durante esse período, como já descrevemos, que o modelo de negócios do BNDES entrou em crise, pois os empréstimos deixaram de ser lucrativos. Além do mais, o governo e o Tesouro se empenharam explicitamente em usar o BNDES e em subindeixar os empréstimos à inflação para subsidiar os empresários.

Figura 9.4. Linhas e perdas por linha de negócios, BNDES, 1994-2009



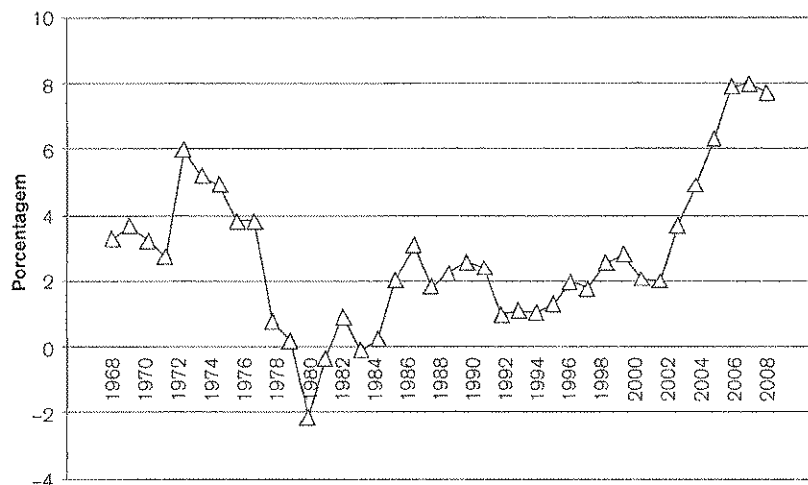
FORTE: Calculado pelos autores, com base em BNDES (1953-2010).

#### BNDES DEPOIS DA PRIVATIZAÇÃO

O BNDES sobreviveu e continuou importante mesmo depois da onda de liberalização e de privatização da década de 1990, iniciada por Fernando Collor de Mello (1990-2) e impulsionada por Fernando Henrique Cardoso (1995-2002). Na verdade, o banco atuou como protagonista dessas reformas em pelo menos três papéis: planejamento e execução das privatizações, financiamento dos adquirentes e compra de participações acionárias minoritárias em várias ex-estatais. Sobretudo no segundo governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva (2007-10), o BNDES também se envolveu em várias operações de grande escala e ajudou a coordenar fusões e aquisições, no intuito de construir campeões nacionais em diversos setores (ver capítulo 7).

O modelo de receita do BNDES mudou significativamente depois da execução do programa nacional de privatização e da estabilização dos preços, com o Plano Real, em 1995. É claro que, a essa altura, grande parte da receita do banco decorria do negócio de investimentos em ações, que, como mostra a figura 9.4, gerava lucros contínuos. O negó-

**Figura 9.5.** Retornos dos investimentos do BNDES em títulos mobiliários de empresas, 1968-2009 (retornos em R\$, média móvel de cinco anos)

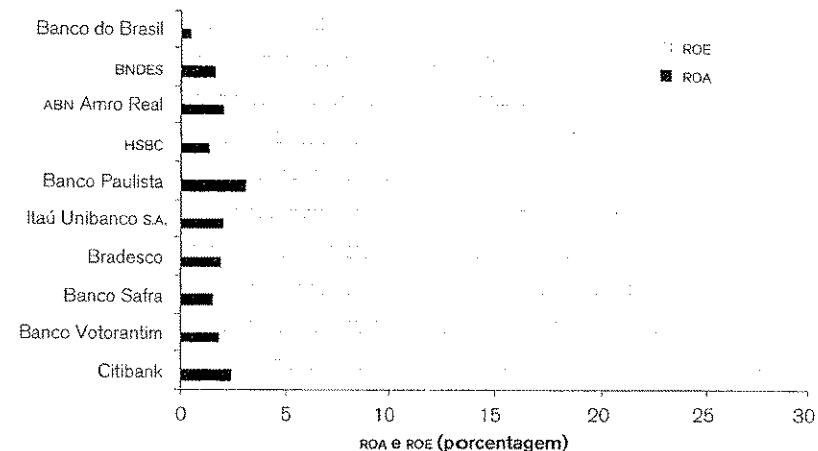


FONTE: Calculado pelos autores, com dados do BNDES.<sup>46</sup> Os retornos são computados como lucros dos investimentos em portfólio do BNDES (*carteira de participações*) — principalmente por intermédio do BNDESPAR — sobre o estoque desses investimentos. Todos os dados foram deflacionados com base no índice IGP-DI.

cio de empréstimos, em contraste, só se tornou lucrativo depois de 2004. Na figura 9.4, compara-se o comportamento errático do lucro dos empréstimos, depois de 1995, com a rentabilidade consistente do negócio de investimentos em ações.

Em face da carência de dados sobre o portfólio completo do BNDESPAR em participações acionárias, não podemos comparar exatamente seu desempenho com os índices do mercado de ações brasileiro, mas realmente sabemos, pelos relatórios anuais, o lucro gerado por esses investimentos a cada ano e podemos comparar esses resultados com o estoque de investimentos constante dos balanços patrimoniais para chegar a uma estimativa do retorno anual desses investimentos (ambos os números foram deflacionados, de modo a representar retornos reais). Na figura 9.5, vemos que esses retornos oscilaram entre 3% e 6%, na década de 1970, diminuindo significativamente na de 1980 (além de prejuízos em alguns anos), para depois

**Figura 9.6.** Retorno médio do BNDES versus o de bancos brasileiros, 1996-2009



FONTE: Calculado pelos autores, usando dados do Bankscope.

estabilizar-se em torno de 2%, entre meados da década de 1990 e 2002. Entre 2003 e 2011, os investimentos do BNDES apresentaram desempenho ainda melhor, rendendo entre 3% e 8% ao ano. Como o tamanho do portfólio também cresceu, o BNDES dependia muito desses retornos para alcançar a lucratividade total.

Embora, até 2011, o negócio de investimentos em ações do BNDES fosse muito lucrativo, a maré começou a mudar contra o banco em 2012. Conforme analisamos no capítulo 6, a presidente Dilma passou a intervir em muitos setores, afetando diretamente empresas que participavam do portfólio do BNDESPAR — como a Petrobras e inúmeras outras de energia. Ainda que o índice do mercado de ações local (IBOVESPA) aumentasse 7,4% entre 2011 e 2012, o valor do portfólio de ações do BNDESPAR encolheu 12,9%. Complicando ainda mais a questão, os campeões nacionais engendrados durante o segundo mandato do presidente Lula apresentaram desempenho muito pior do que se esperava de início. Uma única empresa do portfólio, LBR Lácteos do Brasil (resultante da fusão de duas empresas processadoras de laticínios), infligiu perda de 330 milhões de dólares ao patrimônio líquido total do banco.<sup>47</sup>

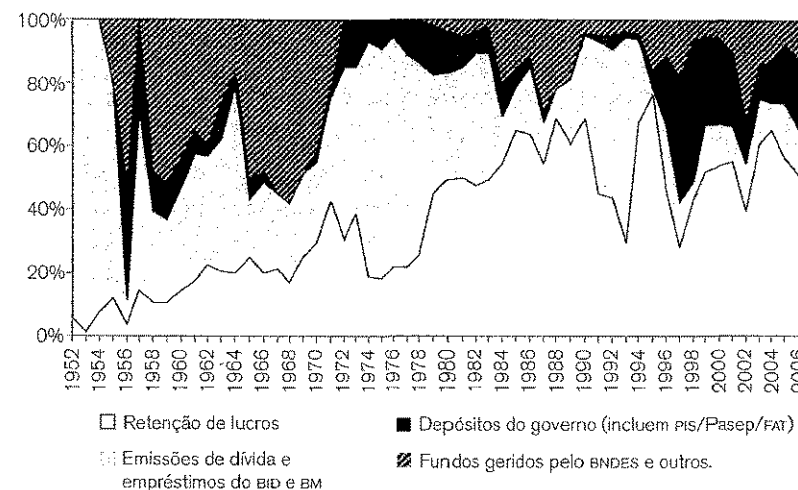
O BNDES, portanto, é um animal estranho. É banco de desenvolvimento que, durante algum tempo, parecia ser bom em gerar lucro com o negócio de investimentos em ações, mas não é muito lucrativo no negócio de empréstimos. Quando comparado com os bancos comerciais no Brasil, que estão entre os mais lucrativos do mundo, vemos que, em termos de retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o BNDES é o menos lucrativo dos bancos que incluímos na figura 9.6. O alto ROE pode ser consequência da estrutura de capital do BNDES, mantendo alguns fundos perpétuos como dívidas subordinadas (ver abaixo análise mais minuciosa do funding do BNDES). Todavia, embora a figura 9.6 mostre que o BNDES não atua no negócio de ganhar dinheiro, não podemos dizer que atua no negócio de perder dinheiro. Como analisamos em seguida, porém, parte substancial dos resultados positivos do banco se explica por seu modelo de funding, ou estrutura de capital, com base em poupanças forçadas e em subsídios do governo.

### Modelo de funding do BNDES

Uma das críticas comuns aos bancos de investimento é que o custo de capital deles não reflete o custo de oportunidade dos recursos angariados. Em outras palavras, os resultados do BNDES podem estar inflados em consequência dos benefícios implícitos associados às suas fontes de capital. Nesta seção, explicamos o modelo de funding do BNDES e analisamos indicadores mais realistas do custo de capital do banco (ou seja, o custo de oportunidade dos recursos que usa para conceder empréstimos ou para investir em ações de empresas).

O modelo de negócios do BNDES é mais fácil de compreender se começarmos examinando as fontes de fundos do banco. A figura 9.7 mostra os tipos de funding entre 1952 e 2007. Vê-se que o BNDES experimentou dois modelos básicos de funding nos primeiros sessenta anos. Começou como instituição dependente das transferências e depósitos do governo. Na década de 1960, as maiores fontes de fundos, entre as transferências e depósitos, eram as transferências de receitas

Figura 9.7. Fontes de fundos por tipo, como porcentagem dos fundos totais, BNDES, 1952-2007



FONTE: Criado pelos autores, usando dados de Prochnik e Machado.<sup>48</sup>

do imposto de renda e dos depósitos do governo das chamadas “reservas monetárias”.<sup>49</sup> O Brasil não teve um banco central adequado até 1985; antes disso, os órgãos do governo, o Tesouro e os bancos estatais conduziam a política monetária e gerenciavam as reservas.

O modelo de financiamento do BNDES mudou drasticamente em 1974, quando o governo lançou duas novas contribuições sobre a folha de pagamento, o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep). As contribuições se destinavam, de início, ao financiamento do seguro-desemprego, mas se converteram em parte permanente do capital do banco, como dívida subordinada. A princípio, o governo determinou que o BNDES remunerasse os depósitos do PIS/Pasep com retorno básico de 3% (mais indexação à inflação pelo índice da ORTN) ou o retorno líquido do investimento desses fundos (sem custos administrativos).<sup>50</sup>

As quantias oriundas das contribuições sobre a folha de pagamento transferidas pelo governo mudaram em 1990, quando o governo consolidou os fundos de seguro-desemprego do trabalhador sob o Fundo

de Amparo ao Trabalhador (FAT).<sup>51</sup> Os fundos do FAT são transferidos para o BNDES em perpetuidade e, portanto, são considerados dívida subordinada no balanço patrimonial do BNDES.<sup>52</sup> Logo, a ideia subjacente ao desenho do BNDES era que, com o FAT como fonte de capital, o governo canalizaria as poupanças forçadas dos trabalhadores para o banco a fim de promover novos investimentos.

O BNDES dispõe de um pool de dinheiro do fundo FAT sobre o qual paga juros a taxas que variam de acordo com a destinação dos recursos. Portanto, o BNDES remunera essas fontes com a chamada taxa de juros de longo prazo (TJLP), pelos empréstimos em moeda nacional, e a taxa interbancária de Londres — e qualquer ganho ou perda cambial —, pelos empréstimos em moeda estrangeira.<sup>53,54</sup> Depois de 2009, parcela desproporcional do funding do banco passou a originar-se de empréstimos a longo prazo do Tesouro, a taxas de juros baixas, entre TJLP e TJLP + 2,5%.<sup>55</sup>

A mudança mais importante no modelo de financiamento do BNDES na década de 1980, contudo, foi a substituição das contribuições sobre a folha de pagamento pela retenção de lucros. De 1980 a 2008, a retenção de lucros no BNDES aumentou, convertendo-se na principal fonte de fundos, consequência, em grande parte, dos retornos sobre os investimentos em títulos mobiliários por meio do BNDESPAR. Durante esse período, os depósitos e as transferências do governo tornaram-se quase irrelevantes para o funding das operações, exceto a transferência obrigatória de fundos do seguro-desemprego.

Desde o começo, o banco financiou parte de suas operações com fundos do governo destinados a indústrias específicas ou a programas sociais. A partir dos anos 1980, um dos mais importantes desses fundos tem sido o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), cujo objetivo é apoiar empresas dos setores de matérias-primas e bens de consumo. O FND obtém financiamento de duas maneiras. Primeiro, as empresas estatais trocam as próprias ações por quotas do fundo, possibilitando ao fundo usar os retornos dessas quotas para investir ou emprestar. Segundo, e mais importante, o FND emite obrigações que são vendidas a investidores privados. O BNDES paga ao FND retorno composto de TJLP mais os dividendos oriundos dos investimentos em ações. Outros

fundos incluem, por exemplo, o Fundo da Marinha Mercante, voltado para a indústria de construção naval e para o setor de eletricidade.

#### FUNDING DO BNDES E SUAS DISTORÇÕES

De acordo com muitos observadores, o atual modelo de funding do BNDES gera importantes distorções na economia brasileira.

Primeiro, as parcelas dos fundos do BNDES decorrentes das contas do seguro-desemprego dos trabalhadores (FAT e PIS/Pasep) são parte de várias contribuições sobre a folha de pagamento, recolhidas pelas empresas brasileiras. De acordo com o *Doing Business Indicators*, de 2010, a carga tributária total das empresas brasileiras, como porcentagem do lucro, é de 69,2%, em comparação com 64,75% na Índia, 25,3% no Chile e 46,3% nos Estados Unidos.<sup>56</sup>

Segundo, depois de 2008, a proporção do funding total do BNDES proveniente direto do governo aumentou significativamente. Esses fundos eram financiados com a dívida pública pela qual o governo pagava juros entre 9% (em 2011) e 8% (em 2012). Ao pagar taxas tão altas pelos fundos que toma emprestado, o governo talvez esteja sufocando o investimento privado.

Terceiro, uma crítica ao governo brasileiro é a de estar financiando o BNDES com dívidas, aumentando, em consequência, a dívida bruta. Os gestores do BNDES, porém, argumentam que esse funding não aumenta a dívida líquida (ou seja, o total da dívida bruta menos o total dos ativos do governo). Assim é porque o dinheiro que o Tesouro brasileiro canaliza para o BNDES é usado para comprar ativos, como ações ou debêntures, ou para conceder empréstimos. O problema desse raciocínio é que, mesmo na hipótese de a dívida líquida não aumentar em termos de valores contábeis, há o risco de o valor de mercado dos ativos comprados pelo BNDES com o funding do governo tornar-se inferior ao valor contábil. Portanto, se os ativos do BNDES forem totalmente marcados a mercado, a dívida líquida do Brasil provavelmente teria aumentado no cenário de crise pós-2008-9, considerando que alguns dos investimentos em ações do BNDES perderam valor. Além disso, alguns

dos empréstimos concedidos pelo BNDES são convertidos em ações e, portanto, ficam expostos às flutuações da avaliação de mercado. Isso significa que o governo está aumentando sua dívida líquida ao tomar empréstimos para financiar o BNDES, o que não está contabilizado adequadamente em seus livros.

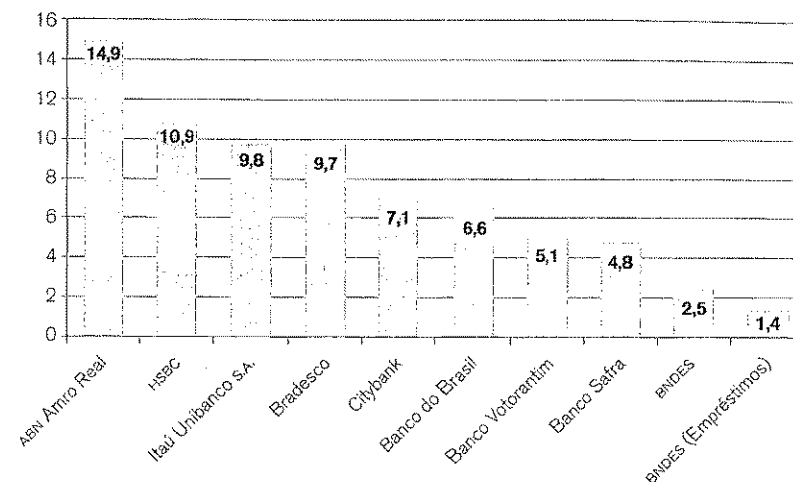
### O BNDES está atuando como banco?

Os bancos atuam no negócio de intermediação financeira. Recebem depósitos de poupadores e emprestam esses fundos a empreendedores ou a governos para financiar projetos que geram retornos pelo menos iguais às taxas de juros que pagam aos bancos. Portanto, os bancos ganham dinheiro com a diferença entre a taxa de empréstimo e a de captação, a denominada margem líquida de juros (MLJ). Os bancos comerciais brasileiros, por exemplo, já auferiram algumas das maiores margens líquidas de juros do mundo e até hoje ainda são muito prósperos.

Já os bancos de desenvolvimento atuam no negócio de emprestar fundos do governo a indústrias ou a empresas específicas para executar projetos de longa maturação ou de alto impacto social cujo financiamento seria pouco atraente para bancos comerciais. Os bancos de desenvolvimento financiam suas operações principalmente tomando dinheiro do governo, como reservas monetárias ou em moeda estrangeira, tributos especiais destinados a amparar indústrias específicas, contas de poupança de trabalhadores e transferências diretas do Tesouro. Os bancos de desenvolvimento, em geral, também emitem títulos de dívida para financiar suas operações. Em teoria, emprestam esses fundos na tentativa de resolver falhas de mercado.

Portanto, a margem líquida de juros dos bancos de desenvolvimento deve ser baixa, pelo menos em comparação com a dos bancos comerciais. Na figura 9.8, comparamos as margens líquidas de juros do BNDES com as de alguns dos maiores bancos comerciais do Brasil. Vemos que o BNDES cobra a mais baixa margem líquida de juros entre os bancos de nossa amostra, qualquer que seja a metodologia de

Figura 9.8. Margens líquidas de juros de grandes bancos brasileiros (média, 1996-2009)



FONTE: Todos os dados são de Bankscope e BNDES, *Annual Reports*, 1997-2010. Margens líquidas de juros calculadas com dados do Bankscope como lucro líquido de juros sobre ativos rentáveis, exceto para os empréstimos do BNDES, que estimamos usando dados da demonstração de resultados e do balanço patrimonial. Nesse segundo caso, as MLJ são calculadas como rendimento de juros sobre empréstimos dividido por empréstimos totais menos pagamento de juros e encargos sobre funding (depósitos, dívidas e transferências do Tesouro).

cálculo. Apresentamos duas estimativas. A primeira é a receita total de juros e encargos gerada por ativos rentáveis sobre o total de ativos rentáveis, que mostra margem de intermediação de 2,4%. A segunda, aplicada apenas ao negócio de empréstimos do BNDES, considera somente a receita de juros e encargos gerada por empréstimos, menos os custos de juros, sobre o total de empréstimos. Os resultados do segundo método são menores, com margem de 1,4%. Em outras palavras, o BNDES auferiu margens muito pequenas no negócio de empréstimos, mas também concede empréstimos de baixo risco. Em 2010, o índice geral de créditos de liquidação duvidosa do BNDES era de apenas 0,15% do total de empréstimos.<sup>57</sup>

Não achamos, contudo, que os bancos de desenvolvimento podem ser julgados como bancos comuns não só por não cobrarem juros de mercado pelos empréstimos, mas também por não pagarem juros de mercado pelo funding. De fato, desfrutaram de baixo custo de capital,

pois captam fundos do governo e de contas de poupança compulsórias. Portanto, seus custos de capital não refletem o custo de oportunidade dos recursos que obtêm. Além disso, não é fácil estimar os custos de capital dos bancos de desenvolvimento. Abaixo, tentamos estimar a MLJ do BNDES, considerando o custo de oportunidade dos fundos e medida mais realista do custo de capital.

Primeiro, calculamos a média ponderada do custo de capital (MPCC) e a comparamos com a taxa de juros de referência no Brasil, como maneira de ter uma ideia do custo de capital que o BNDES teria de pagar para financiar suas operações a juros de mercado. Calculamos a MPCC para cada ano entre 1995 e 2009 usando a seguinte fórmula:

$$MPCC_{BNDES} = i_d \times \frac{\text{depósitos}}{\text{ativos}} + i_{fc} \times \frac{\text{dívida} + \text{fundos dos trabalhadores} + \text{transferências do Tesouro}}{\text{ativos}} + i_s \times \frac{\text{patrimônio líquido}}{\text{ativos}}$$

em que  $i_d$  é o custo dos depósitos e  $i_{fc}$  é o custo financeiro que o BNDES paga pela dívida que emite, pelos fundos que obtêm da poupança forçada dos trabalhadores e pelas transferências diretas que recebe do Tesouro brasileiro. Calculamos essas duas taxas usando a demonstração do resultado e o balanço patrimonial do BNDES. O custo de capital referente ao patrimônio líquido do BNDES,  $i_s$ , é computado usando uma fórmula simples de precificação de ativos de capital —  $i_{rf} + \beta_{\text{patrimônio}} \times [E(r_{\text{mercado}}) - i_{rf}]$  —, que é a soma da taxa de juros livre de risco e o beta do patrimônio líquido do BNDES vezes o prêmio de risco de todo o mercado de ações brasileiro (isto é, a diferença entre o índice esperado do mercado de ações Ibovespa e a taxa livre de risco). Como as ações do BNDES não são negociadas em Bolsas de Valores, partimos da premissa de que seu beta se comporta como o do Banco do Brasil, o maior banco estatal do Brasil.<sup>58</sup>

A tabela 9.3 mostra nossas estimativas da MPCC, de 2002 a 2009, em comparação com a taxa de juros de referência no Brasil. Vê-se que a MPCC do BNDES é significativamente mais baixa — em média, cerca de 7,5% mais baixa — que a taxa de juros de referência. O

**Tabela 9.3.** Média ponderada do custo de capital do BNDES e comparação com a taxa de juros de referência, 1995-2009

	MPCC do BNDES	Taxa de juros de referência (Selic)
1995	16,6	53,1
1996	16,3	27,4
1997	11,6	24,8
1998	8,4	28,8
1999	15,7	25,6
2000	1,4	17,4
2001	0,7	17,3
2002	11,8	19,2
2003	6,2	23,3
2004	5,5	16,2
2005	4,5	19,0
2006	5,3	15,1
2007	4,8	11,9
2008	4,7	12,5
2009	4,4	9,9

FONTE: Calculada pelos autores, usando a média ponderada do custo de capital (por fonte de funding) e o beta das ações do Banco do Brasil como proxy do custo do patrimônio líquido do BNDES. Estimamos o beta rodando uma regressão MQO (mínimos quadrados ordinários) do Banco do Brasil contra o índice Ibovespa, com base nos preços diários obtidos na Bloomberg. A taxa do Banco Central (Selic) foi extraída do site do Banco Central. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?INTEREST>>. Acesso em: 21 jun. 2014.

BNDES, então, empresta parte de seus fundos a juros ligeiramente mais altos (com MLJ de 1,4% a 2,5%) ou os investe em obrigações ou ações.

Finalmente, examinamos a margem líquida de juros do BNDES considerando não o custo real de seu funding, mas o custo de oportunidade de seu funding. Por exemplo, os recursos que fluem para os bancos de desenvolvimento poderiam ser usados para reduzir o endividamento total do governo ou para outros propósitos, talvez gerando taxa de retorno social mais alta ou melhorando o bem-estar social. Não podemos fazer análise completa do bem-estar comparando o impacto dos empréstimos do BNDES com as alternativas, pois teríamos de calcular os retornos que esses fundos renderiam em outros usos. O que podemos supor é que os recursos obtidos pelo BNDES do governo devem gerar, no mínimo, algo próximo do custo de capital do governo (Selic). Temos

**Tabela 9.4.** Margens de intermediação do BNDES usando o custo de oportunidade de seu funding, 1995-2009

	MLJ1 (juros liq./empréstimos — Selic)	MLJ2 (TJLP — Selic)
1995	-36,6	-36,4
1996	-13,0	-16,4
1997	-14,1	-14,9
1998	-18,6	-10,7
1999	-6,6	-13,1
2000	-5,7	-7,7
2001	0,1	-7,3
2002	1,9	-9,2
2003	-20,0	-12,3
2004	-8,5	-6,5
2005	-12,8	-9,3
2006	-8,9	-8,2
2007	-7,4	-5,6
2008	-0,6	-6,2
2009	-8,2	-3,9

Fonte: Estimativas contrafatuais, usando a taxa média de juros cobrada sobre empréstimos (receita de juros de empréstimos sobre empréstimos totais) menos a taxa de referência — Selic. Também incluímos a diferença simples entre a taxa de juros cobrada pelo BNDES sobre os empréstimos (TJLP) e a Selic como outra aproximação da MLJ efetiva do banco. As diferenças entre as duas séries decorrem do fato de que a MLJ1 inclui lucros e perdas cambiais em transações e encargos. Dados do BNDES, Relatórios Anuais, 1997-2010, e site do Banco Central. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?INTEREST>>. Acesso em: 25 jun. 2014.

condições, pois, de executar exame contrafactual simples de qual seria a margem líquida de juros do BNDES se tivesse de pagar a taxa Selic para financiar suas operações de empréstimo.

Na tabela 9.4, vê-se que se o BNDES financiasse suas operações a taxa de juros mais próxima da taxa de referência (Selic), suas margens líquidas de juros seriam negativas na maioria dos anos. A diferença entre a taxa de juros cobrada pelo BNDES e a Selic é muito próxima da diferença entre a TJLP e a Selic. A principal diferença seria o que o BNDES cobra por empréstimos em moeda estrangeira. Em suma, os subsídios implícitos nos empréstimos do BNDES o levam a pagar aproximadamente 7,5 centavos por dólar emprestado.

## Conclusões e implicações

Neste capítulo, explicamos o modelo de negócios do BNDES. O governo brasileiro criou o BNDES para financiar projetos industriais e de infraestrutura que não seriam financiados pelos mecanismos de mercado, em consequência do prazo de maturação e da necessidade de capital. Entre as décadas de 1950 e 1970, essa motivação era extremamente relevante, considerando a situação dos mercados financeiros no Brasil e a baixa intensidade do fluxo de capitais internacionais para o país (sujeita a restrições parciais impostas por barreiras à entrada e por controle de capitais). No entanto, os fatores que entusiasmaram Alexander Gerschenkron e Rondo Cameron em relação aos bancos de desenvolvimento nas décadas de 1960 e 1970 talvez não se sustentem no contexto brasileiro do século XXI. Com o desenvolvimento dos mercados financeiros, a extensão em que o BNDES ainda resolve falhas de mercado tende a reduzir-se (ver capítulo 10).

Além disso, se esse impacto já não é grande, é preciso prestar atenção às distorções geradas pelo modelo de funding do banco.

Mostramos que o BNDES é lucrativo e que os gestores obtêm margens líquidas de juros positivas principalmente por contarem com custo de capital extremamente baixo (em comparação com as taxas de mercado) e em razão de grande parte dos lucros ser oriunda de investimentos. Suas margens, contudo, dependem principalmente de capital subsidiado, fornecido pelo governo. Se computarmos o verdadeiro custo de capital do banco, o panorama final é muito menos positivo. Evidentemente, a estratégia de admitir margens negativas ou baixas no negócio de empréstimos e compensá-las com os retornos dos investimentos faz sentido para um banco de desenvolvimento se os empréstimos forem usados para financiar projetos que, do contrário, não teriam financiamento. Para iluminar esse debate, estudamos no próximo capítulo o comportamento do BNDES nos empréstimos e como o banco afeta o desempenho e os investimentos das empresas-alvo.