

# O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90<sup>1</sup>

---

*Daniela Magalhães Prates  
Marcos Antonio Macedo Cintra  
Maria Cristina Penido de Freitas*

## **Introdução**

O processo de reestruturação do sistema financeiro brasileiro associado à abertura ao capital estrangeiro e ao ambiente macroeconômico de baixa inflação ocorrido nos anos 90 recolocou a discussão sobre o financiamento público e privado dos investimentos produtivos e de infra-estrutura econômica. Como é sabido, algumas atividades econômicas apresentam certas características em termos de risco e de retorno que dificultam o financiamento de seu investimento, seja no mercado de capitais, seja no mercado de crédito. Esse é o caso, por exemplo, dos investimentos em infra-estrutura, ciência e tecnologia e pequenas e médias empresas. São projetos de alto risco ou longo prazo de maturação, baixa rentabilidade ou retorno de longo prazo, exigindo uma fonte de funding especial ou esquemas institucionais de garantia.

Este artigo procura contribuir para esse debate ao identificar as transformações no papel exercido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES),<sup>2</sup> bem como enumerar algumas iniciativas de diversificação e alongamento dos prazos das operações de crédito na economia brasileira nos anos 90. O trabalho lança algumas luzes tanto nos mecanismos de oferta, quanto na demanda por financiamento de longo prazo.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na primeira seção, investigam-se as principais mudanças ocorridas no papel desempenhado pelo BNDES como instituição financeira de fomento, bem como nas suas principais linhas de financiamento. Na segunda seção, apresentam-se outras iniciativas de articulação pública e privada de financiamento de longo prazo. Nas considerações

---

(1) Este artigo baseia-se na pesquisa *Transformações institucionais do sistema financeiro brasileiro após o Plano Real e os desafios do financiamento de longo prazo* realizada entre março e outubro de 1999 na Diretoria de Economia do Setor Público da Fundap, sob a coordenação de Maria Cristina Penido de Freitas e a consultoria de Júlio Sérgio Gomes de Almeida. Para a execução da pesquisa foram efetuadas entrevistas com operadores das diferentes linhas de financiamento de longo prazo e com usuários relevantes das mesmas, aos quais somos muito gratos. Erros e omissões remanescentes são da exclusiva responsabilidade dos autores.

(2) O Sistema BNDES é composto pelo BNDES e suas subsidiárias, quais sejam, a Agência Especial para o Financiamento Industrial (Finame) e a BNDES Participação S/A (Bndespar). Nesse texto, utilizaremos Sistema BNDES e BNDES como sinônimos.

finais, argumenta-se sobre a importância da definição de políticas financeiras ativas por parte do setor público.

## 1. O papel desempenhado pelo BNDES nos anos 90

Historicamente, o financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro dependeu dos fundos de poupança compulsória, administrados pelo BNDES (Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT) e pela Caixa Econômica Federal – CEF – (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS), e da captação de recursos externos, uma vez que não se desenvolveu no país um sistema de financiamento de longo prazo. Por conseguinte, as empresas nacionais sempre apresentaram um elevado grau de autofinanciamento. Apesar das transformações ocorridas nos anos 90 e, especificamente, após o Plano Real, esse padrão de financiamento foi mantido. No que se refere ao BNDES, suas linhas de atuação foram apenas redefinidas em função da estratégia de desenvolvimento adotada, de orientação liberal, iniciada no governo do presidente Fernando Collor de Mello e aperfeiçoada nos governos do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC).

Desde sua criação, em 1952, a atuação do BNDES esteve fortemente vinculada às diretrizes governamentais. Entre as décadas de 50 e 70, o BNDES atuou como instituição financeira de fomento, constituindo um dos principais instrumentos do modelo de desenvolvimento vigente, cujas metas eram explicitadas em planos de desenvolvimento. Nos anos 80, pode-se afirmar que o BNDES enfrentou uma “crise de identidade” associada, por um lado, à crise do modelo de desenvolvimento – cujas faces mais aparentes foram as crises fiscal e externa e a aceleração inflacionária –, que orientou suas ações nas décadas anteriores e, por outro lado, ao fortalecimento do discurso liberalizante e privatizante, que foi progressivamente ganhando espaço dentro do banco (Currello, 1998).<sup>3</sup>

Nos anos 90, o BNDES passou por profundas mudanças, associadas à emergência de uma “nova estratégia de desenvolvimento”. A redefinição do seu papel começou quando se tornou a instituição gestora do *Plano Nacional de Desestatização* (PND), elemento central da redefinição do papel do Estado e um dos pilares do novo modelo de desenvolvimento, ao lado da abertura econômica e

---

(3) Todavia, mesmo nesse período, quando a política econômica foi dominada por uma lógica de curto prazo, inexistindo uma estratégia de longo prazo, que orientasse as ações do BNDES, esta instituição foi funcional à política macroeconômica ao atenuar os impactos sobre o setor produtivo. Por um lado, o banco expandiu seus financiamentos a empresas exportadoras. Apesar de não integrarem uma política estratégica de promoção da competitividade, atendendo, na realidade, às demandas de recursos das únicas empresas que continuaram investindo nos anos 80, estes financiamentos contribuíram para a geração de superávites comerciais e, assim, amenizaram a restrição externa. Por outro lado, o BNDES viabilizou o saneamento de empresas públicas e privadas, fragilizadas pela crise, contribuindo para preservar a estrutura industrial.

da estabilização. Contudo, somente a partir de 1994, a atuação do banco tornou-se plenamente articulada às diretrizes desse modelo de desenvolvimento. Essa “demora” na redefinição das suas linhas de atuação decorreu dos próprios percalços enfrentados pelo governo de Fernando Collor de Mello na implementação das chamadas reformas estruturais, devido a fatores tanto políticos (falta de apoio do Congresso, processo de impeachment), quanto econômicos (dificuldades no processo de estabilização de preços).

As idéias subjacentes ao novo modelo de desenvolvimento, descritas sucintamente no Plano FHC, programa econômico do então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, foram detalhadas por um dos mentores do Plano Real. A partir de argumentos teóricos e empíricos, Gustavo Franco defendeu que a estabilização e a abertura deveriam garantir a retomada do crescimento e do desenvolvimento econômico, sem os “vícios” do processo de substituição de importações, quais sejam, inflação e proteção ao mercado interno. Segundo Franco (1998: 122), à medida que “os fundamentos fiscais e monetários vão se consolidando é natural que a agenda da estabilização se confunda com a agenda do desenvolvimento”. Em sua perspectiva, o desenvolvimento econômico, apreendido como um “processo amplo que incorpore necessariamente o progresso na dimensão social”, não poderia ter como pré-requisito a aceleração inflacionária. A estabilização de preços deveria, portanto, ser a prioridade primordial. Por sua vez, a abertura econômica deveria possibilitar a elevação da produtividade, mediante seus efeitos sobre o dinamismo tecnológico do país.

Nessa concepção, o investimento estrangeiro direto também deveria desempenhar um papel importante. Diante da globalização, esses investimentos não poderiam ser estrangulados por elevados níveis de integração vertical, ou seja, por baixos níveis de importação. A imposição desse tipo de restrição apenas afastaria novos participantes do processo crescente de internacionalização da produção. Ademais, “boa parte desses novos investimentos será feita através de ‘novas formas’ de associação financeira e tecnológica em detrimento da forma habitual e canônica de investimento direto (*greenfield*) (...) será inevitável também que uma outra parte dos novos investimentos seja feita através de aquisição de ativos existentes” (Franco, 1998: 126).

Ademais, não caberia mais ao Estado formalizar uma estratégia de desenvolvimento, definida em Planos de Desenvolvimento e articulada a uma política industrial *stricto sensu*. Isso porque “a dinâmica básica do desenvolvimento brasileiro começa a prescindir das ações do governo, especialmente no que toca aos grandes programas e projetos de investimento”, o “progresso e o crescimento se obtêm crescentemente da área privada” e “o ‘Plano de Metas’ governamental não é mais tão importante” (Franco, 1998: 143).

Lentamente, no entanto, foi-se consolidando uma Política de Investimentos e Competitividade. O perfil dessa política foi explicitado por José

Roberto Mendonça de Barros e Lídia Goldenstein, então membros da equipe econômica. Eles partiram do suposto processo “virtuoso” de reestruturação industrial, que estava ocorrendo na economia brasileira, induzido pelos dois pilares erigidos por Franco (1998) – a estabilização e a abertura –, bem como pela privatização e pela “onda” de investimento estrangeiro direto. Nas suas palavras, “estamos passando simultaneamente por quatro diferentes processos – globalização, abertura da economia, estabilização e privatização – que, interagindo entre si, têm provocado uma verdadeira revolução, tal o impacto que estão tendo no funcionamento da economia brasileira. A estrutura básica do capitalismo brasileiro, o tripé composto pela empresa estatal, pela empresa estrangeira e pela empresa nacional familiar, que teve início nos anos 30 e consolidou-se nos anos 70 com o II PND, está com seus dias contados” (Barros & Goldenstein, 1997: 11-13). Porém, reconheceram que, em muitos casos, o processo foi doloroso, pois “não se passa suavemente de uma economia fechada, com empresas familiares e descapitalizadas, para uma economia aberta e competitiva”. Defenderam, então, a necessidade de políticas industriais seletivas, “para minimizar as dores do processo e consolidá-lo de forma a garantir a reestruturação dos setores mais tradicionais, com maior dificuldade de se adaptarem aos novos condicionantes da economia; o adensamento do valor adicionado das várias cadeias produtivas; investimentos em *tradables* e em setores que exigem maior capacitação tecnológica” (Barros & Goldenstein, 1997: 30).

Argumentaram ainda que essa política não deveria ser confundida com a velha política industrial, “que em nome da proteção a determinados setores, comprometia a produtividade de toda a economia”. Portanto, não deveria ter um caráter compensatório, no sentido de reverter, em alguma medida, os impactos perversos dos processos de abertura e sobrevalorização cambial sobre os setores mais fragilizados. Na realidade, o enxugamento e racionalização desses setores, o fechamento de várias empresas nacionais familiares e/ou sua aquisição por empresas multinacionais eram processos, além de inevitáveis, positivos e fundamentais para a retomada do crescimento sustentado. Segundo Barros & Goldenstein (1997: 13-14, 16), “a lógica (da reestruturação) é dada pelo modelo internacional: em certos setores o processo de globalização já é uma realidade que impõe certo nível de produtividade, de tecnologia e de escala de produção impossíveis de serem alcançados por empresas nacionais”. Assim, o processo de desnacionalização em alguns setores seria inevitável. Somente deveriam sobreviver as empresas nacionais familiares que mudassem suas mentalidades, procurando “parceiros internacionais” e/ou fundindo-se com outras nacionais, “ampliando seu porte e ganhando competitividade através de escala”. Em suma, a reintegração produtiva, diante da exteriorização da compra de componentes e de produtos finais, deveria ser auxiliada “por alguma política de investimentos”, que permitiria “o adensamento das cadeias produtivas com a internalização da

produção”. Esse processo avançaria mais rapidamente naqueles setores em que o capital internacional teria maiores interesses, dados os seus modelos de atuação, como o automobilístico.

Após 1994, além de aprofundar seu papel como gestor do PND, o banco tornou-se agente financeiro dos programas de desestatização em âmbito federal, estadual e municipal. Como ressaltaram Barros & Goldenstein (1997: 29), “as privatizações, além de contribuírem para o processo de aumento geral da eficiência da economia, sinalizam novas possibilidades de investimento e atraem capitais, tanto estrangeiros como diferentes capitais nacionais, que até há pouco limitavam-se a girar na órbita especulativa. Tem início a partir daí um enorme conjunto de novos arranjos financeiros idealizados para permitir a participação conjunta de diferentes grupos de capitais na miríade de novas oportunidades de investimento que começam a surgir”.

Além disso, o banco desempenhou um papel ativo na consolidação da reestruturação produtiva dos anos 90, considerada virtuosa pelos gestores de política econômica.<sup>4</sup> Assim sendo, o banco passou a financiar os setores de infraestrutura econômica privatizados, a apoiar o processo de reestruturação industrial, a atuar como agência de financiamento às exportações e, em menor medida, a estimular os setores de tecnologia de ponta mediante a Bndespar. Nesse contexto, para os propósitos deste artigo, defende-se a hipótese que o BNDES desempenhou, mais uma vez, um papel central na implementação das diretrizes da política econômica e dessa estratégia de desenvolvimento.

### **O financiamento à reestruturação industrial**

Além das funções assumidas pelo BNDES, no programa de privatização, após 1994, houve uma ampliação do espectro de setores passíveis de serem contemplados com seus financiamentos. A flexibilização dos critérios e normas operacionais do banco permitiu o financiamento dos setores comerciais e de serviços<sup>5</sup> e a ampliação dos desembolsos para os setores de infra-estrutura com as concessões de serviços públicos. O volume de recursos absorvido por esses setores pulou de 28,6% entre 1990/93 para 53,2% em 1998. A indústria de transformação, a despeito de uma redução relativa nos desembolsos, de 58,8% para 38,3% no mesmo período, continuou absorvendo um volume significativo de recursos (ver Tabela 1).

---

(4) Salienta-se que não cabe nos limites deste artigo uma discussão crítica sobre a privatização e a reestruturação produtiva implementadas com o apoio do BNDES (ver Laplane & Sarti, 1999 e Bielschowsky, 1998). O âmbito da discussão circunscreve-se aos mecanismos de financiamento.

(5) O banco passou a financiar shopping centers, parques de lazer, programas de exportação de software e serviços de engenharia.

Na verdade, as linhas tradicionais de financiamento do BNDES à indústria<sup>6</sup> e alguns programas setoriais desempenharam um papel fundamental no processo de reestruturação industrial induzido pela estabilização e pela abertura comercial. Assim, foi importante na reestruturação dos setores mais afetados e no adensamento das cadeias produtivas, mediante programas específicos de apoio às indústrias (calçados, têxtil e autopeças), que foram lançados após 1995. O volume de desembolsos totais do banco foi mais do que quintuplicado entre 1990/93 e 1998 (ver Tabela 1).

Tabela 1  
Desembolsos do BNDES, segundo os ramos de atividade em US\$ milhões

Setor	1990/93	%	1994/96	%	1997	%	1998	%	1999 <sup>(1)</sup>	%
Agropecuária	357	11,2	873	11,5	1.286	7,8	1.158	7,1	226	8,8
Indústria Extrativa	45	1,4	92	1,2	703	4,3	235	1,4	40	1,5
Ind. Transformação	1.868	58,8	3.594	47,3	5.564	33,8	6.264	38,3	1.341	52,0
Comércio/Serviços	907	28,6	3.039	40,0	8.909	54,1	8.691	53,2	975	37,8
– dos quais										
Infra-estrutura	0,82	25,8	2	30,2	7.501	45,6	7.140	43,7	n.d.	n.d.
Total	3.177	100,0	7.598	100,0	16.462	100,0	16.349	100,0	2.581	100,0

<sup>(1)</sup> janeiro-abril/1999

Obs.: Classificação setorial do BNDES adaptada para classificação do IBGE.

Fonte: BNDES – AP/DEPLAN.

A partir de 1995, o BNDES passou a conceder também financiamento às empresas multinacionais, dada a Emenda Constitucional n. 6, que eliminou a distinção entre empresa de capital nacional e estrangeiro e igualou as condições de acesso ao crédito das agências oficiais de fomento e aos incentivos e subsídios governamentais. No período analisado, um dos setores que mais obtiveram recursos do banco foi o automobilístico, dominado por montadoras multinacionais. Igualmente, o banco concedeu empréstimos às empresas multinacionais que participaram dos processos de concessão de serviços públicos nas áreas de transporte, energia e telecomunicações.<sup>7</sup>

Finalmente, vale mencionar duas alterações na atuação do BNDES após o Plano Real que afetaram particularmente o acesso das empresas nacionais, “tradicionais e familiares” às linhas de financiamento do banco. Por um lado, houve um aprofundamento da lógica privada de análise de crédito na avaliação dos pedidos de financiamento. Em 1994, foi criado o Comitê de Crédito, que se tornou responsável pela análise dos pedidos de financiamento, a partir da avaliação da

(6) A Finame, subsidiária responsável pela concessão de financiamento para a aquisição de máquinas e equipamentos fabricados no país e, em alguns casos, para a importação de bens de capitais, opera as linhas de financiamento Finame e BNDES-automático, intermediadas por instituições financeiras credenciadas. O Programa Financiamento a Empreendimentos (Finem) é administrado pelo próprio BNDES, que efetua diretamente o repasse dos recursos.

(7) A participação de empresas de controle estrangeiro nos desembolsos totais do BNDES saltou de 2,9% em dezembro de 1996 para 10% em dezembro de 1999 (BNDES, 2000: 3).

situação financeira e administrativa das empresas, antes de encaminhá-los para o enquadramento. A partir de 1997, esse comitê passou a ter poder de veto sobre os financiamentos e, então, a política de crédito do BNDES tornou-se semelhante à dos bancos privados.

Por outro lado, ocorreram transformações no custo das linhas de crédito do BNDES. A partir de dezembro de 1994, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) tornou-se o custo básico dessas linhas. Até dezembro de 1998, essa taxa correspondia à rentabilidade nominal média, em moeda nacional, dos títulos da dívida pública externa (*bradies*) e interna, verificada no período imediatamente anterior ao de sua vigência. O objetivo dos formuladores da TJLP era reduzir o custo do financiamento interno de longo prazo. A idéia subjacente decorria da própria lógica do Plano Real, qual seja, a estabilização monetária e as reformas estruturais melhorariam os fundamentos econômicos do país e, assim, resultariam num ingresso estável de fluxos de capitais privados, que se manteriam por um período de tempo suficiente para que os resultados da reestruturação produtiva surtisse os efeitos desejados sobre a balança comercial. Nesse contexto, os movimentos de arbitragem dos investidores externos e internos provocariam uma convergência entre as taxas de juros dos títulos de dívida pública interna e externa, em baixos patamares, dada a redução do risco Brasil.

Até a eclosão da crise da Rússia, em agosto de 1998, a TJLP apresentou uma tendência decrescente, mas foi acompanhada por uma forte instabilidade, devido à volatilidade dos fluxos de capitais, que resultou em flutuações no custo da dívida pública interna e na rentabilidade dos títulos *bradies*. Igualmente, o contexto de estabilização com âncora cambial e de dependência crescente dos fluxos de capitais voluntários para o fechamento das contas externas impôs um limite à redução da taxa de juros interna. Contudo, no segundo semestre de 1998, essa tendência inverteu-se. Diante da deterioração das expectativas em relação à sustentabilidade da taxa de câmbio sobrevalorizada, os investidores residentes e não residentes iniciaram um movimento de fuga de ativos brasileiros, que resultou numa elevação abrupta da taxa de juros desses títulos e, assim, da TJLP (que passou de 11,68% para 18,06%).

Esse episódio relevou a inadequação do método de cálculo da TJLP, já que a hipótese da convergência para um patamar baixo e estável da taxa de juros interna e da taxa de juros incidente sobre os títulos *bradies* não se verificou.<sup>8</sup>

---

(8) Isto ocorreria somente se a situação de abundância de recursos externos para os países em desenvolvimento fosse permanente e/ou se os fluxos de capitais tivessem contribuído para a redução da vulnerabilidade externa do país. No entanto, essas duas hipóteses historicamente revelaram-se inconsistentes. Por um lado, os anos 90 mostraram que os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento dependeram das condições de liquidez predominante nos mercados financeiros internacionais, com elevada instabilidade e, portanto, não assumiram um caráter de fluxos permanentes. Por outro lado, os fluxos de capitais não contribuíram para a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira, pois a reestruturação produtiva se concentrou nos setores não comercializáveis, sem capacidade de gerar divisas, mas que podem pressionar a conta de remessa de lucros para o exterior (ver Prates, 2000).

Diante dessa evidência, em dezembro de 1998, o governo decidiu alterar a fórmula de cálculo da TJLP a fim de torná-la menos suscetível à volatilidade das taxas de juros internas e externas. A TJLP passou a corresponder à média aritmética simples da TJLP registrada nos 12 meses anteriores, multiplicada por 1,1, quando essa média fosse inferior à taxa obtida a partir do método original. Em setembro de 1999, o governo voltou a mudar a metodologia de cálculo da TJLP, que passou a depender das expectativas de inflação e do risco país. A inclusão do risco país no cálculo da TJLP recolocou a questão da sua suscetibilidade às condições de liquidez internacional.

### **Financiamento do investimento em infra-estrutura**

Dada a ausência de tradição das instituições financeiras privadas brasileiras na concessão de créditos de longo prazo, os aportes de fundos para as atividades de infra-estrutura foram realizados basicamente pelo setor público – mediante reinvestimento dos lucros obtidos pelas empresas públicas, recursos de origem orçamentária, crédito dos bancos de desenvolvimento – e pelas agências multilaterais de fomento. Em geral, os setores de infra-estrutura econômica demandam uma ampla base de recursos estáveis compatíveis com a maturação dos investimentos. Os investimentos nesses setores necessitam de intensos aportes de recursos na fase de construção e de extenso período para a amortização dos recursos na fase de exploração do empreendimento. Na fase de construção do projeto, os custos são considerados irrecuperáveis (*sunk costs*), pois uma obra inacabada não possui valor econômico e dificilmente pode ser revertida para outro uso.

Em âmbito mundial, a privatização do setor de utilidade pública (*public utilities*) e a considerável expansão das inovações financeiras contribuíram para a emergência do chamado *project finance*, um novo tipo de instrumento financeiro que viabiliza os investimentos privados em projetos de infra-estrutura. Nesse produto da engenharia financeira, os patrocinadores dos projetos levam em consideração não apenas os seus ativos, mas sobretudo a base do projeto e suas receitas. De forma sucinta, um *project finance* pode ser definido como uma operação integrada na qual as partes financiadoras do projeto esperam gerar receitas a partir da operação ou expansão do empreendimento intensivo de capital, com vistas à amortização do investimento realizado (Rodrigues Jr., 1997: 12-14).

O contexto ideológico predominante de redução do papel do Estado na economia e as dificuldades financeiras do setor público – federal, estadual e municipal – determinaram a transferência dos setores de infra-estrutura para a iniciativa privada e, conseqüentemente, a tentativa de se gestarem novos mecanismos de financiamento. O instrumento de *project finance* em sua forma

pura, ou seja, mediante a participação exclusiva de investidores privados, ainda não foi utilizado no Brasil. As operações efetuadas no país contaram com a participação ativa do BNDES e de agências multilaterais de fomento. As instituições privadas, quando participaram, o fizeram complementando financiamentos das agências internacionais, que forneceram as garantias contra o risco soberano.<sup>9</sup>

Assim, o BNDES tem desempenhado um papel central na viabilização desses “novos arranjos financeiros”. Os empréstimos concedidos pelo banco aos setores de infra-estrutura aumentaram consideravelmente em 1997 e 1998 (Tabela 2). Vale mencionar que uma parcela desses recursos esteve associada à privatização das empresas públicas concessionárias, uma vez que o BNDES tornou-se o agente financeiro fundamental na viabilização das privatizações, pilar central da estratégia de política econômica vigente. Além de adiantar recursos aos estados proprietários das empresas privatizáveis a partir de 1995, o banco abriu em 1998 linhas de financiamento para as empresas privadas compradoras das antigas estatais.

Tabela 2  
Desembolsos do BNDES para os setores de infra-estrutura em US\$ milhões

Discriminação	1990/93 <sup>(1)</sup>	1994/96 <sup>(1)</sup>	1997	1998	1999 <sup>(2)</sup>
Construção	94	152	238	515	199
Energia	170	813	5.281	3.468	965
Telecomunicações	11	200	371	768	391
Transporte Rodoviário	267	774	1.197	2.042	384
Transportes – Outros <sup>(3)</sup>	277	318	401	318	251
Água e Saneamento	0	39	13	29	12
Total	819	2.296	7.501	7.140	2.202
Participação nos Desembolsos Totais	26,14	30,34	46,6	43,7	26,47

<sup>(1)</sup> Valores anuais médios.

<sup>(2)</sup> Janeiro a julho.

<sup>(3)</sup> Inclui transporte aéreo, aquaviário e atividades correlatas.

Fonte: Currello (1998: 116) para os períodos 1990/93 e 1994/96 e BNDES para os demais anos.

Os desembolsos do BNDES nas operações de *project finance* destinados ao setor de infra-estrutura cresceram de US\$ 154 milhões para US\$ 441 milhões entre 1995 e 1997. Porém, ainda representaram um volume bastante modesto, consideradas as necessidades de financiamento do setor. Os encargos dos créditos do BNDES permaneceram relativamente elevados para projetos de infra-estrutura,

(9) De modo geral, os chamados *project finance* (puros) foram muito questionados no mercado internacional de capitais. No final dos anos 90 houve muitos prejuízos para algumas instituições financiadoras. Como exemplo, podem-se citar as hidrelétricas na Indonésia (27 contratos foram renegociados após a desvalorização da moeda) e no Paquistão (a empresa inglesa *National Power* e os acionistas do projeto energético HUB também tentaram renegociar o contrato), em que mudanças nas taxas de câmbio e nas tarifas de energia elétrica ocasionaram perdas substanciais aos organismos financiadores. A partir dessa experiência acumulada, desencadeou-se uma tendência que consiste em exigir que pelo menos 30% do investimento nos *project finance* seja coberto com capital próprio dos investidores/operadores (Montagnon, 1999).

com longa maturação (dez anos os grandes projetos; entre seis e oito anos os projetos menores), mas se for considerado o custo Brasil, os recursos foram fornecidos em condições razoáveis. Foram criados programas de financiamento diferenciados para os setores de transporte rodoviário, energia elétrica e telecomunicações, de forma a atender às necessidades de recursos de cada setor, que são heterogêneas.

De modo geral, em um *project finance* característico das concessões rodoviárias, os investidores entram com 25% de capital próprio. O restante torna-se objeto de uma engenharia financeira executada em duas fases. Na primeira, efetua-se a captação de um empréstimo-ponte no mercado financeiro doméstico ou internacional, geralmente com prazo em torno de um ano. Na segunda fase, os recursos de curto prazo são alongados com a estruturação de um *project finance*. O BNDES participa da estrutura financeira de longo prazo, juntamente com as agências financeiras multilaterais (BID, IFC/Bird e outras<sup>10</sup>), que efetuam a participação do sistema financeiro privado internacional, mediante a possibilidade de securitização das tarifas, emissão de *commercial papers*, eurobônus e/ou de empréstimos sindicalizados.<sup>11</sup>

Até 1995, quando não havia muita demanda por financiamento para o setor de infra-estrutura rodoviária, o BNDES financiava até 65% da necessidade de recursos do projeto. Com o aumento da demanda por *project finance* nesse setor, o banco limitou sua participação a um máximo de 30% dos recursos (Pereira, 1998: 127-128). Neste caso,<sup>12</sup> pode-se afirmar que se trata de um modelo em gestação, que foi se aperfeiçoando ao longo do tempo, a partir da primeira experiência do banco com o financiamento da SC-401 em Santa Catarina. Essa experiência, que se baseou em esquemas tradicionais de repasse de recursos (50% do total dos investimentos, sendo 30% do BNDES e 20% do Banco Regional de Desenvolvimento Econômico – BRDE), não foi bem-sucedida, pois os investidores não conseguiram viabilizar a cobrança do pedágio, devido às restrições políticas. Desde então, o BNDES passou a condicionar os desembolsos

---

(10) Os organismos multilaterais e bilaterais de fomento têm mostrado forte tendência em conferir maior ênfase na modalidade de *project finance* ao participar da estruturação financeira de grandes projetos de infra-estrutura nos países em desenvolvimento.

(11) Todos esses contratos devem abrir uma *escrow account* em um banco de primeira linha. Exige-se a abertura de duas contas: uma principal e uma reserva. Na primeira, acumula-se a receita dos pedágios e a liberação dos pagamentos deve ser feita na seguinte ordem: inicialmente, os tributos diretos sobre a receita; depois, os custos operacionais no limite previsto na proposta financeira do empreendimento e, então, o valor da prestação a ser paga ao BNDES. Após este último pagamento a conta ficaria liberada para aplicações em investimentos e realização de resultados. Na segunda, acumula-se uma reserva, para atender eventuais quedas de tráfego e/ou de sazonalidade no mesmo, mediante a retenção de 10% da receita até atingir o limite de três prestações mensais de amortização a serem pagas ao BNDES.

(12) O Programa de Concessões de Rodovias Federais (Procrofe) foi criado pela Portaria n. 10/93 do Ministério dos Transportes. O programa compreendeu, em sua primeira etapa, concessão ao setor privado dos trechos rodoviários que já tinham sido objeto de pedágio pelo próprio DNER nos anos 70. Em seguida, a Lei n. 9.277/96 possibilitou a assinatura de convênios com os estados da federação para delegar trechos de rodovias federais, com o objetivo de integrar programas estaduais de concessão.

previstos nos contratos ao início da cobrança de pedágio nas estradas. Nos projetos do governo federal foram realizados contratos de curto prazo para atender às demandas de investimentos nas etapas iniciais dos trabalhos, antes da cobrança de pedágio, prevendo-se a substituição das garantias (fianças bancárias e avais) pela securitização de receitas a partir da operação.

Apenas a Via Dutra (federal), as Vias Lagos, Autoban e Ecovias dos Imigrantes (estaduais) e a Linha Amarela (RJ) obtiveram financiamento externo, com o apoio do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) – US\$ 14 milhões para a Linha Amarela –, IFC/Banco Mundial (mediante recursos próprios e de um pool de bancos para a Via Dutra) e bancos privados. Os outros projetos em andamento – Ponte Rio-Niterói, Dutra, Rio-Petrópolis-Juiz de Fora, Rio-Teresópolis, Linha Amarela, SC 401 – contaram apenas com financiamento do BNDES, principal fonte disponível de recursos para os programas de concessões.

No caso do setor elétrico, a expectativa era que o setor privado articulasse o capital necessário para a realização dos investimentos, seja mediante capital próprio das empresas envolvidas, seja mediante a obtenção de novos financiamentos, sobretudo, internacionais, dada a participação crescente de empresas estrangeiras. Nesse modelo, o papel previsto para o Estado seria coordenar a gestão do sistema e dos novos investimentos, mediante a ANEEL, e apenas, de forma complementar, participar no financiamento da expansão do setor. Todavia, as autoridades governamentais reconheceram que “o novo modelo de gestão do setor, ao ampliar as alternativas de fontes de recursos pela via do capital privado, introduziu certo grau de incerteza na implementação do programa de obras planejadas. Isso porque o aporte dos recursos necessários só será viabilizado para aqueles projetos cujos parâmetros de rentabilidade e risco próprios do empresariado privado forem alcançados” (BNDES, 1998: 1).

Os investimentos no setor de energia elétrica contaram com os empréstimos do BNDES, para cobrir 50% das necessidades dos projetos. O restante foi financiado com recursos próprios e externos, captados junto ao Banco Mundial, IFC e *Oversea Project Investment Corporation* (OPIC) – agência americana de desenvolvimento que financia e/ou dá aval a empresas no exterior, com participação acionária americana de no mínimo 25% –, entre outros (OPIC, 1999).

O pacote de financiamento do BNDES cobre desde linhas de transmissão até construção de redes – *capital expanding* (Capex). Como a análise do risco de crédito deve ser realizada com base no fluxo de caixa, houve uma concentração de crédito para as empresas de primeira linha que apresentaram melhores condições. Dessa forma, o índice de inadimplência do BNDES foi baixo; em contrapartida, as empresas menores não tiveram acesso às linhas de financiamento.

O setor de telecomunicações<sup>13</sup> encontrou-se numa situação relativamente mais confortável em relação às fontes de financiamento. Por um lado, o processo de correção tarifária ocorrido na primeira metade dos anos 90 permitiu a ampliação das margens de autofinanciamento. A participação dos recursos próprios nos investimentos das empresas do Sistema Telebrás passou de 50% em 1995 para 77% em 1997. Por outro lado, foi ampliada a capacidade de alavancagem de recursos no mercado internacional de capitais, uma vez que a licitação para as concessões da Banda B de telefonia celular e, posteriormente, a privatização das empresas do Sistema Telebrás atraíram grandes operadoras internacionais (60% do total), como pretendia o governo (Wohlers & Crossetti, 1997). As concessionárias de telefonia fixa, que dispunham de planta instalada, assegurando-lhes a geração de fluxo de caixa, não encontraram, em geral, dificuldades na alavancagem de recursos para os novos investimentos. As empresas espelho da telefonia fixa tiveram, por sua vez, maiores dificuldades na captação de seus créditos devido à impossibilidade de oferecer recebíveis como garantia de seus financiamentos.

No que se refere a telefonia móvel, sua construção inicial se fez integralmente mediante a importação de equipamentos. Como as operadoras estrangeiras possuíam relações privilegiadas com fornecedores de equipamentos nos seus países de origem, uma parcela substantiva da demanda por equipamentos de telefonia fixa também extravasou para o exterior. Em face do déficit na balança comercial de telecomunicações de R\$ 2,2 bilhões em 1998, o BNDES criou dois programas de financiamento, de modo a estimular a fabricação de equipamentos de telecomunicações e a expansão dos serviços de telefonia no país.

O Programa de Apoio à Implantação da Telefonia Celular condicionava a obtenção do financiamento ao cumprimento de exigências relativas ao conteúdo nacional nos equipamentos adquiridos pelas operadoras, destinando-se a empresas que operam no Brasil, sem discriminação de origem de capital controlador. Esse programa resultou na expansão da telefonia móvel Banda B e na implantação de diversas empresas no país, tanto de equipamentos eletrônicos, quanto de antenas, conectores e componentes de uso geral para telecomunicações, equipamentos de transmissão, etc. Além disso, fabricantes mundiais já instalados no país, como exemplo Ericsson e NEC, implantaram linhas de fabricação de equipamentos de telefonia celular.

O Programa de Apoio a Investimentos de Telecomunicações tinha o propósito de equacionar as fontes de recursos para a telefonia fixa, incentivando a divisão de risco e de aporte de recursos entre o BNDES e outras instituições

---

(13) A reestruturação do sistema de telecomunicações brasileiro implicou a divisão do território nacional (exceto as áreas das operadoras que não faziam parte do Sistema Telebrás) em três regiões para a telefonia fixa e uma região para a telefonia de longa distância, seguindo o modelo de empresas regionais, empresas espelho e a divisão do mercado entre as tecnologias de telefonia celular e de telefonia fixa.

financeiras. Além de manter e aperfeiçoar as exigências quanto à nacionalização dos equipamentos, previa condições diferenciadas para a aquisição de equipamentos fabricados no país com tecnologia nacional ou para o software aqui desenvolvido, estimulando a produção doméstica, assim como adiantamento, sob a forma de empréstimo-ponte, para que as operadoras efetuem seus pedidos de compra aos fabricantes locais. O programa contemplava também empréstimos para implantação de planta industrial, aumento de produção, aquisição de tecnologia, formação de joint ventures, terceirização de etapas produtivas, comercialização de produtos no mercado externo e dispêndios relacionados a pesquisa e desenvolvimento (P&D) de fabricantes de equipamentos, partes, peças e componentes.

### **O BNDES-*exim***

A política de comércio exterior, em grande parte ignorada nos primeiros anos do Plano Real, ganhou importância após 1995. O crescimento do déficit comercial, decorrente da valorização cambial e do aumento das importações, evidenciou a necessidade da adoção de iniciativas, de natureza fiscal e creditícia, de estímulo às exportações. No entanto, foi somente após a eclosão da crise dos países asiáticos, no segundo semestre de 1997, que o governo lançou uma política de exportações, cuja meta era atingir US\$ 100 milhões de exportações no ano 2002, e um conjunto de medidas de curto prazo de incentivo às vendas externas.

Nesse sentido, o governo instituiu a Câmara de Comércio Exterior (Camex) (Decreto n. 1.386, de 6 de fevereiro de 1995), que se tornou o órgão responsável pela política de comércio exterior. Seu objetivo era promover o aumento da competitividade das exportações mediante a combinação de três medidas: desoneração fiscal; maior eficiência e redução do custo da infra-estrutura portuária, de comunicações e de transporte, e melhoria das condições de financiamento das exportações e da produção destinada à exportação. Sua concepção partiu do princípio de que a política de comércio exterior não poderia ser centralizada em um único órgão (por exemplo, um Ministério de Comércio Exterior), pois envolvia ações pulverizadas em várias instituições públicas.<sup>14</sup> Acreditava-se que uma estrutura mais enxuta poderia exercer com maior agilidade e eficiência a coordenação das diferentes instituições envolvidas. Optou-se, então, por um colegiado.

---

(14) O Itamaraty cuida da diplomacia bilateral e multilateral (Organização Mundial de Comércio – OMC); a Receita Federal, das questões referentes à tributação; o BNDES e o Banco do Brasil, do financiamento; o Ministério da Ciência e Tecnologia, da política tecnológica, e o Ministério dos Transportes, da logística.

Nesse contexto, ocorreu a ampliação da atuação do BNDES na área de financiamento às exportações, com a transformação do programa Finamex<sup>15</sup> no Programa de Crédito ao Comércio Exterior do BNDES (BNDES-*exim*). Permaneceu na Finame, mas passou a abranger praticamente todos os setores exportadores, a operar em condições mais competitivas (em termos de custo financeiro, prazo, garantias e parcela financiável) e a gerir uma nova linha de financiamento às exportações, chamada pré-embarque especial (financiamento da produção adicional de bens exportáveis em até 30 meses), além das outras duas linhas já existentes – pré-embarque e pós-embarque. O BNDES-*exim*, atuando como uma agência de exportação, passou também a estruturar operações na forma de consórcios, envolvendo o setor financeiro privado e/ou agências internacionais de comércio exterior.

A inexistência de uma agência de crédito à exportação afetava negativamente as exportações brasileiras, principalmente de bens de alto valor agregado. Para esses bens, a disponibilidade de linhas de financiamento, com condições de prazo e custo favoráveis, torna-se crucial para garantir sua competitividade no mercado internacional. O aumento da cobertura do financiamento e do prazo de amortização da linha pós-embarque também é decisivo nos processos de concorrência internacional, envolvendo investimentos de longo prazo de maturação (como os projetos de engenharia). De modo geral, nos países em desenvolvimento, a insuficiência dos mecanismos privados de financiamento às exportações decorre fundamentalmente do diferencial entre as taxas de juros internas e externas, exigindo a estruturação de instrumentos de equalização de taxas de juros, a partir de recursos orçamentários. A equalização torna-se necessária para garantir a competitividade das exportações de forma geral e, particularmente, de bens de alto valor agregado e longo ciclo de produção, como aviões e navios, e de serviços como projetos de engenharia.

Os desembolsos do BNDES-*exim* aumentaram expressivamente, passando de US\$ 388,3 milhões em 1996, para US\$ 1,18 bilhão em 1997 e US\$ 2 bilhões em 1998. Vale mencionar a importância das operações de equalização do Proex<sup>16</sup> na redução do custo das operações do BNDES-*exim*, assumindo parte dos encargos financeiros, tornando-os compatíveis com os praticados no mercado internacional.

---

(15) O Finamex foi instituído em novembro de 1990 com o objetivo de apoiar empresas exportadoras de máquinas e equipamentos sediadas no país mediante a concessão de linhas de financiamento pré-embarque. Em setembro de 1991, o programa foi ampliado com a criação da modalidade de financiamento pós-embarque, destinado ao refinanciamento do exportador. O limite de crédito era de 85% e a taxa de juros utilizada como referência era a *Libor*.

(16) O Programa de Financiamento às Exportações (Proex) é um programa do governo federal, instituído em 1991, que tem como objetivo proporcionar às exportações brasileiras condições de financiamento equivalentes às existentes no mercado internacional, em duas modalidades: Financiamento e Equalização de Taxas de Juros. O Banco do Brasil é o agente financeiro da União nesse programa.

Outra iniciativa adotada para estimular as exportações foi a criação do Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC), a partir de recursos do Tesouro Nacional. Esse fundo, administrado pelo BNDES, constitui um fundo de aval que tem a finalidade de complementar as garantias exigidas nos financiamentos do banco para micro, pequenas e médias empresas (PMEs), destinados à implantação, expansão, modernização ou realocação de empreendimentos voltados ao aumento da competitividade e à produção para exportação.

A idéia subjacente à criação desse fundo era que a expansão do volume de exportações requereria a ampliação do leque de empresas exportadoras. O FGPC, ao minimizar esse risco de crédito das PMEs, contribuiria para estimular as operações de repasse das linhas de financiamento do BNDES para essas empresas (Iedi, 1998). No entanto, o objetivo do FGPC não foi alcançado, uma vez que os agentes financeiros consideraram insuficiente o spread (máximo 2,5%) das operações para compensar o elevado custo administrativo (custo de análise, de cobrança, etc.) incorrido nas pequenas operações, bem como o risco de crédito não coberto pelo fundo.

Para tentar contornar esses problemas, o governo reformulou o FGPC em junho de 1999. As novas regras procuraram aumentar o índice de cobertura do fundo e o spread dos bancos, com o objetivo de elevar o retorno do agente financeiro. Ampliaram ainda o leque de empresas beneficiadas e permitiram que as operações com micro e pequenas empresas até R\$ 500 mil sejam realizadas sem garantias (a critério do agente financeiro).

### **As ações da Bndespar**

Historicamente, o mercado de capitais brasileiro caracterizou-se pela ausência de investidores individuais e presença aquém do desejado dos investidores institucionais, além de ser extremamente concentrado em poucos papéis. O BNDES, através da sua subsidiária, Bndespar, procurou estimular o desenvolvimento e a desconcentração do mercado de capitais em geral, mediante investimentos e desinvestimentos<sup>17</sup> em valores mobiliários (ações no mercado primário e compra de debêntures conversíveis com direito a voto) e a estruturação de fundos de investimento, nos quais atuava como cotista,<sup>18</sup> e do mercado de capital de risco (*venture capital*) em particular, participando como cotista de fundos de pequenas empresas ou empresas de base tecnológica. Não há no país,

---

(17) As operações de desinvestimento ocorrem quando as empresas são consideradas maduras, tornando dispensável o papel do BNDES.

(18) A Bndespar opera também dois tipos de fundos: o Fundo de *Private Equity*, para empresas listadas em bolsa e o Fundo de Liquidez (ou *Governance*) que investe recursos em papéis de empresas listadas em bolsa, mas pouco negociadas. Já foram constituídos e aprovados três fundos em cada uma das categorias: empresas emergentes em geral, *private* e liquidez.

nem mesmo de forma incipiente, alguma coisa que se possa chamar de capital de risco. Esse necessitaria de estabilidade monetária e de uma estrutura intertemporal de taxas de juros (*yield curve*) inexistente no mercado financeiro brasileiro.

Ao contrário do observado em outras áreas, a atuação da Bndespar não sofreu grandes transformações. Após 1994, essa subsidiária reafirmou, aprofundou e aperfeiçoou as linhas de atuação adotadas desde o início dos anos 90, indo ao encontro das linhas mais gerais da política econômica governamental. Assim, em relação às operações de investimento/desinvestimento no mercado de capitais, a Bndespar aumentou o giro da sua carteira,<sup>19</sup> procurou auxiliar o processo de reestruturação industrial mediante investimentos em empresas com padrões mínimos de produtividade e eficiência – e, assim, com potencial de sobrevivência numa economia aberta – e introduziu novos produtos nas operações de desinvestimento. A partir de 1994, essas operações passaram a envolver os chamados “produtos estruturados”, pois incorporaram derivativos financeiros. Essas operações estruturadas facilitaram a participação dos investidores estrangeiros, pois proporcionaram mecanismos de hedge. Vale dizer, eram compostas por ações e opções de compra ou de venda de ações.<sup>20</sup>

Outra importante linha de atuação da Bndespar foi o estímulo ao desenvolvimento de um mercado secundário com liquidez para papéis de empresas emergentes e médias, de modo geral e, particularmente, para empresas de base tecnológica. As iniciativas envolveram ações diretas, mediante a aquisição de participação acionária minoritária e transitória no capital das empresas para a formação da carteira própria da Bndespar; e indiretas, através do fomento e da participação na criação de fundos de investimentos fechados, nos quais as cotas eram amortizadas e os recursos ficavam aplicados por longos prazos.

Além do Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (Contec) criado em 1991, foram implementados dois novos produtos, direcionados às pequenas e médias empresas. O primeiro foi o Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (Finee) para estimular investimentos em capital de risco de empresas emergentes. O segundo foi o Programa de Investimento em Quotas de Fundos de Investimento em Ações (PIQ) para aplicar recursos em fundos *private equity*, destinados a investir em empresas tecnicamente abertas mas que não têm liquidez e/ou condições para captação de recursos no mercado de capitais.

Por último, a Bndespar participou ativamente da criação da Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (Soma) na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro no final de 1996, que poderá facilitar o desenvolvimento de um mercado secundário com liquidez para papéis de empresas de base tecnológica e para empresas emergentes e médias.

---

(19) A meta da instituição era reciclar pelo menos 20% da sua carteira por ano, permitindo a reciclagem de toda a carteira num período de 5 anos.

(20) A primeira operação estruturada ocorreu em julho de 1994, com ações da Eletrobrás associadas a uma opção de venda (*put*) e uma opção de compra (*call*) para serem exercidas em janeiro de 1995. Essa operação proporcionou um ganho de aproximadamente US\$ 100 milhões à Bndespar.

## **2. Algumas iniciativas públicas e privadas de articulação do financiamento de longo prazo**

A despeito de transformações na estratégia adotada pelo governo, o BNDES conservou sua posição como agência de fomento e como praticamente única fonte de crédito de longo prazo em moeda nacional. Assim, na ausência de uma política financeira que priorize o alongamento dos prazos das aplicações financeiras e das operações de crédito, não surgirão mecanismos para o financiamento do desenvolvimento econômico e social. O sistema financeiro privado jamais se envolveu na concessão de financiamento de longo prazo para as empresas produtivas, exceto como repassador de capital de empréstimo externo ou de recursos das agências oficiais de fomento. Nem uma estabilização duradoura nem a entrada de novas instituições financeiras estrangeiras irão promover *per si* a resolução desse problema. Assim, fica evidente que o equacionamento do problema do financiamento de longo prazo doméstico permanece num horizonte longínquo. Todavia, podem-se observar algumas iniciativas que procuraram viabilizar o financiamento e a expansão dos investimentos em setores exportadores, em pesquisa científica e tecnológica, em infra-estrutura econômica e em pequenas e médias empresas. Correndo o risco de sermos um pouco descritivos, vamos enunciar algumas destas iniciativas.

### **Novas modalidades de garantia nas operações de financiamento às exportações**

A dificuldade em estruturar garantias representa um dos maiores obstáculos ao crescimento do crédito à exportação. Diante disso, duas iniciativas foram adotadas com o objetivo de ampliar o leque de garantias que podem ser utilizadas nas operações de financiamento às exportações. O Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC), administrado pelo BNDES, mostrado acima, e o seguro de crédito à exportação, um instrumento de garantia às exportações amplamente utilizado nos países desenvolvidos.

O mecanismo de seguro de crédito à exportação foi criado, em outubro de 1996, com o objetivo de garantir as exportações brasileiras contra riscos comerciais, políticos e extraordinários. A União deveria cobrir os riscos políticos e extraordinários (não-pagamento das mercadorias exportadas devido a moratórias, centralização de câmbio, proibição de remessas de divisas ao exterior ou medidas de efeito semelhante) mediante o Instituto de Resseguro do Brasil (IRB) e as seguradoras, os riscos comerciais. A participação da União ficaria limitada a, no máximo, 85% das perdas líquidas eventuais, sendo o restante assumido pelo segurado. Dada a resistência das seguradoras privadas em efetuar operações com prazos superiores a dois anos, em julho de 1998, a Camex ampliou a

responsabilidade do Tesouro aos riscos comerciais provenientes de operações de médio e longo prazo.

Até o início de 2000, somente uma empresa atuava no mercado de seguro de crédito às exportações, qual seja, a Companhia de Seguro de Crédito à Exportação (SBCE), tendo como acionista a *Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur* (Coface) e quatro seguradoras brasileiras.<sup>21</sup> A SBCE, criada em 1997 e em funcionamento desde o segundo semestre de 1998, passou a operar com seguro de crédito de curto prazo e como mandatária do Tesouro no caso dos seguros de crédito de médio e longo prazo (SBCE, 1998).

As operações predominantes no Brasil pertenceram à modalidade *supplier's credit*, isto é, devem ser contratadas pelo exportador, que precisa apenas declarar trimestralmente os valores das exportações e os respectivos compradores, e requisitar um limite de crédito para cada novo comprador. Os principais demandantes potenciais desse tipo de seguro foram as grandes empresas tradicionais, as filiais no exterior e as pequenas empresas exportadoras.

O longo prazo do reembolso, quando ocorre o sinistro (que pode atingir até 270 dias), e o fato de a cobertura não ser plena podem afetar negativamente a demanda. A SBCE contra-argumenta que a participação do segurado no risco torna-se essencial, pois faz com que o investidor seja mais cauteloso na seleção de seus clientes e, no caso de eventual sinistro, comprometa-se com o esforço de recuperação do crédito pela seguradora.

Do lado da oferta, há espaço para o ingresso de novos concorrentes no mercado de seguro de crédito de curto prazo. Alguns bancos estrangeiros de atacado começaram a atuar, embora timidamente, nesse mercado. A entrada dessas instituições pode estimular o crescimento do seguro na modalidade *buyer's credit* (contratado pelo importador) e até reduzir o custo total do crédito à exportação, pois uma única instituição pode oferecer à empresa exportadora um pacote de financiamento completo (crédito + seguro).

## **Financiamento do desenvolvimento tecnológico das empresas**

A produção tecnológica, produto de pesquisa realizada em ambiente empresarial, era quase inexistente no Brasil. As empresas brasileiras pouco investiram em P&D como fator de competitividade. Entre 70% e 80% dos investimentos realizados em P&D eram de origem governamental. Ademais, o modelo adotado pelas instituições públicas para o financiamento do desenvolvimento tecnológico com base em incentivos fiscais (Lei n. 8.661) é considerado superado, uma vez que contemplava o financiamento de P&D dentro

---

(21) A Coface detém 31% das ações; o Banco do Brasil, o Bradesco Seguro, a Sul América Seguros, a Minas Brasil Seguros e a Unibanco Seguros, 13,75% cada um.

de empresas de porte médio e grande, em atividade há vários anos. Isso significa que recursos escassos eram dirigidos a grandes empresas que investiriam em P&D para se manterem competitivas, independentemente de incentivos fiscais. Todavia, as empresas inovadoras são, em geral, pequenas e desconhecidas, sem histórico operacional (registros contábeis de, no mínimo, cinco anos), o que exige um modelo de financiamento específico (OCDE, 1996).

O modelo que passou a vigorar nos Estados Unidos – e, em certa medida, na Europa – foi a terceirização das pesquisas de novas tecnologias, com suporte governamental. Dada a velocidade do desenvolvimento tecnológico em certas áreas, tais como tecnologia de informação, biotecnologia, etc., as grandes organizações optaram pela terceirização desse serviço, através de parcerias e da participação no capital de diversas pequenas empresas envolvidas na pesquisa, de modo a ampliar a possibilidade de acertar a direção da mudança tecnológica predominante.<sup>22</sup> Enquanto no mundo desenvolvido o modelo de P&D de inovação esteve centrado na terceirização, no Brasil ainda não se definiu uma estratégia de financiamento adequada às necessidades das empresas de alto conteúdo tecnológico.

Na trajetória desse tipo de empresa, observam-se três momentos distintos, cada qual exigindo uma fonte específica de recursos. Num primeiro momento, a empresa precisa de *seed money*, recursos estatais de origem orçamentária aplicados a fundo perdido, para o desenvolvimento de uma idéia inovadora. Num segundo momento, quando a idéia inicial do projeto já se mostrou viável, a empresa necessita de aporte de capital de risco para a implementação do projeto. Somente num terceiro momento, caso a empresa decida ampliar sua escala de produção, ocorre a abertura do capital. Em geral, nos países desenvolvidos a empresa inovadora licencia a grande empresa para produzir, distribuir e comercializar o produto ou serviço resultante de sua pesquisa tecnológica e parte para desenvolver outra pesquisa.

A participação do governo como fornecedor de *seed money* é essencial. No Brasil, entretanto, esse tipo de recursos é fornecido, em volumes insuficientes, pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) e, mais recentemente, em dois projetos pioneiros, pela Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp). Com o objetivo de atuar como agente catalisador da valorização da

---

(22) Por exemplo, no setor de tecnologia de informação observa-se a convergência de diferentes tecnologias para a prestação de serviço combinado: energia elétrica, Internet, telefonia, TV a cabo. A questão é antecipar o sentido da convergência, isto é, se a fibra ótica vai prevalecer sobre o fio elétrico, cujo acesso é mais generalizado, ou vice-versa. Movimento semelhante é observado no setor de biotecnologia, voltado para a administração de medicamentos já existentes (*drug delivery*). Nessa área não há registro, de acordo com informação obtida em entrevista com especialista do setor, nos últimos anos, são raros os casos em que a inovação tenha surgido de pesquisas internas de uma grande empresa. Os grandes laboratórios operam em cooperação com diversas pequenas empresas, as quais concorrem entre si pelo processo inovador revolucionário.

cultura da pesquisa tecnológica dentro das empresas, como meio de melhorar a competitividade, a Fapesp lançou dois programas de financiamento de inovação tecnológica a partir da existência de demanda concreta por parte das empresas. Foram criados o Programa de Inovação Tecnológica em Parcerias (PITE) e o Programa de Inovação Tecnológica nas Pequenas Empresas (PIPE), em 1995 e 1997, respectivamente.

O PITE, baseado no *Small Business Innovation Research* (SBIR) americano, foi idealizado a partir do princípio de que para fazer pesquisa tecnológica é necessário que exista uma demanda concreta da empresa por inovação. Assim, o PITE passou a patrocinar projetos de pesquisa para o desenvolvimento de novos produtos com alto conteúdo tecnológico ou novos processos produtivos, propostos por empresas de qualquer porte, com interesse em solucionar um problema concreto. A empresa deve ainda encontrar pesquisadores capacitados para desenvolver o projeto em instituição (ou centro) de pesquisa do Estado de São Paulo. A Fapesp financia, a fundo perdido, a parte do projeto a cargo da instituição de pesquisa (que varia de 30% a 70%, podendo chegar a 80% em função do risco) e a empresa fornece o restante dos recursos como contrapartida. A originalidade da solução proposta não é pré-requisito. Os consultores especialistas consultados pela Fapesp somente avaliam se a proposta é cientificamente correta e se a parceria é adequada. Até o momento, a maior parte dos projetos financiados obteve êxito.<sup>23</sup>

O PITE foi pensado originalmente para pequenas e médias empresas, porém a demanda efetiva surgiu majoritariamente das grandes.<sup>24</sup> Tal constatação levou à criação do segundo programa, o PIPE, voltado especialmente para o financiamento de inovação tecnológica dentro da pequena empresa. Trata-se da concessão de financiamento a pesquisador(es) vinculado(s) ou associado(s) à pequena empresa, para efetuar pesquisa tecnológica dentro da própria empresa.

A filosofia do PIPE é a mesma do PITE, ou seja, a demanda deve surgir das empresas, com a Fapesp apenas divulgando a existência do programa. Exige-se do pesquisador apenas competência técnica comprovada, sem nenhuma exigência de titulação (nem mesmo diploma de curso primário). A Fapesp não define áreas prioritárias, como faz o CNPq no Programa de Apoio à Capacitação

---

(23) Alguns exemplos são: lata para alimentos de menor custo desenvolvida em parceria com a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN); corretor gramatical desenvolvido pela Itautec, adquirido pela Microsoft; parceria entre a Unicamp e a Serrana para o desenvolvimento de corantes, que passaram a ser produzidos em escala industrial; desenvolvimento do *software* de segurança dedicado a redes de computadores de grandes empresas, o *Enterprise Backup System* (EBS), pela empresa paulistana Perrotti Informática com apoio técnico da Escola Politécnica da USP. Os negócios gerados com esses produtos superaram US\$ 4 milhões, dos quais US\$ 300 mil no Mercosul e US\$ 350 mil nos Estados Unidos.

(24) Ainda não surgiu no PITE nenhuma demanda de empresa estrangeira. Se isso ocorrer, as exigências, que deverão ser definidas caso a caso, serão certamente maiores. Provavelmente, uma dessas exigências seria que a patente ficasse com a Fapesp.

de Recursos Humanos (RHAÉ). O interesse da instituição é financiar projetos viáveis e de qualidade, cujos pesquisadores demonstrem competência técnica.

### **Financiamento do investimento em infra-estrutura**

No contexto atual, o principal mecanismo de financiamento da infra-estrutura constitui o *project finance*. Como enfatizado na segunda seção, esse instrumento em sua forma pura ainda não foi utilizado no Brasil. As operações dessa natureza realizadas no país contaram com a participação ativa do BNDES e de agências multilaterais de fomento. Contudo, vislumbra-se a emergência de alternativas de financiamento dos investimentos em infra-estrutura em telecomunicações. Embora incipientes ou mesmo em gestação, futuramente, podem tornar-se importantes, uma vez que o orçamento do BNDES apresenta limites, sem condições de satisfazer a demanda por recursos dos diferentes setores de infra-estrutura econômica.

#### **– Telecomunicações**

A licitação das concessões para telefonia celular e a privatização das empresas do Sistema Telebrás atraíram as grandes empresas internacionais de telecomunicações. Com exceção da Tele Norte-Leste, as novas empresas passaram a ter em seus grupos de controle empresas especializadas no fornecimento de serviços de telecomunicações ou fabricantes de equipamentos de telecomunicações. Assim, a decisão sobre os investimentos deslocou-se para a esfera privada, com grande participação do capital estrangeiro.

Além dos recursos disponibilizados pelos programas do BNDES, as operadoras viabilizaram outras fontes de financiamentos. De modo geral, observou-se que a estrutura predominante das operações de financiamento em telecomunicação articulou-se da seguinte maneira: a) receita própria dos investidores; b) participação do BNDES; c) participação do fornecedor de equipamentos. No caso da Banda B, por exemplo, os fornecedores possibilitaram um financiamento de 100% dos gastos com novos equipamentos, pois as empresas não dispunham de receitas prévias.

A Siemens do Brasil – que opera com equipamentos de energia elétrica, termelétrica, transmissão de energia, telecomunicações e computadores, automação de fábrica e equipamentos de medicina – possui um departamento de financiamento de projetos e de comércio. Na verdade, trata-se de um departamento responsável pelo financiamento dos seus clientes, em que procura viabilizar a compra de seus equipamentos. Essas operações de financiamento a clientes são consideradas clássicas nesse setor, com longos prazos de maturação dos projetos

(em torno de um a dois anos), sendo muito importantes na chamada primeira onda de investimento, sobretudo no setor da Banda B, quando as empresas estão iniciando suas atividades e, portanto, não dispõem de receitas operacionais.<sup>25</sup>

### **Financiamento do investimento das micro, pequenas e médias empresas (PMEs)**

O Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae)<sup>26</sup> de São Paulo realizou, em meados de maio de 1998, uma pesquisa para identificar as características da demanda de financiamento pelos micro e pequenos empresários (Bedê et al., 1998). A amostra contou com 369 empresas, sendo 24% consideradas pequenas e 76% micro. Verificou-se que 63% das micro e pequenas empresas do Estado de São Paulo não estavam utilizando nenhuma forma de financiamento, 37% faziam uso de alguma forma de empréstimo, sendo que apenas 8% utilizavam empréstimos junto a bancos privados e apenas 4% utilizavam bancos oficiais (Banco do Brasil e CEF, etc.). A alternativa de financiamento mais utilizada pelas micro e pequenas empresas paulistas era o cheque pré-datado ou a negociação com os fornecedores. Esses resultados indicaram as dificuldades enfrentadas pelas PMEs na obtenção de recursos de terceiros e, portanto, revelaram o seu elevado grau de autofinanciamento.

A excessiva burocracia, as exigências de garantias reais e de reciprocidade e o elevado custo do crédito na rede bancária foram citados pela maioria das PMEs como as principais dificuldades para se obterem empréstimos junto aos bancos públicos e privados. A despeito de responderem por mais de 43% dos empregos gerados no país, as micro e pequenas empresas recebiam apenas 10% do crédito concedido pelos bancos oficiais e privados.

As instituições bancárias, mesmo as oficiais, nunca tiveram tradição em conceder crédito para as PMEs, por considerarem o risco muito elevado, mesmo quando havia linhas de financiamento especificamente criadas para o setor. Diante disso, o Sebrae começou a articular parcerias com o sistema bancário, já que, pela legislação, esse órgão não poderia atuar diretamente como agente financeiro. Nesse sentido, instituiu um programa em parceria com três bancos, quais sejam, o Banco do Brasil em junho de 1992, a CEF em 1993 e o HSBC–Bamerindus em 1996. Dessas três instituições, apenas o Banco do Brasil forneceu crédito de longo

---

(25) No mesmo sentido, fornecedores de equipamentos de energia elétrica estão se preparando para investir em sistema de transporte e distribuição de energia. Algumas empresas já se pré-qualificaram para os leilões de licitação das linhas de transmissão promovidos pela ANEEL. A remuneração das concessionárias será realizada pelo Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS), o que transforma os investimentos, do ponto de vista financeiro, em uma mera operação de renda fixa (Jabur, 2000).

(26) Instituição subordinada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, com 0,3% da folha salarial das empresas como fonte de receitas, que lhe proporcionam um orçamento anual da ordem de R\$ 1,5 bilhão.

prazo. Nessas parcerias, o Sebrae atuou como agente técnico, examinando a operacionalidade da demanda de crédito e oferecendo consultoria organizacional; o banco atuou como agente financeiro, analisando o risco e concedendo o financiamento. As taxas cobradas eram previamente acordadas com o Sebrae.

Para diminuir a exigência de garantias reais nos financiamentos das PMEs, o Sebrae criou em junho de 1995 um fundo de aval que garantia até 50% do valor financiado pelos bancos. Porém, o problema das garantias reais permaneceu. Os agentes financeiros exigiam, além do seguro proporcionado pelo fundo de aval, garantias reais que terminaram por superar 150% do valor do empréstimo.

Finalmente, devem-se explicitar algumas ações que procuraram estimular a expansão das PMEs, bem como facilitar seus mecanismos de acesso ao sistema de crédito. Em primeiro lugar, foi lançado pelo governo federal o projeto Brasil Empreendedor – Ações para o Fortalecimento das Micro, Pequenas e Médias Empresas, em 4 de outubro de 1999. O programa pretende estimular a atuação das PMEs mediante a implementação de mecanismos tais como a redução da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), o corte das taxas de juros e o acesso facilitado a empréstimos bancários, além do refinanciamento de dívidas com órgãos do governo federal.

Em segundo lugar, foi sancionado pelo presidente Fernando Henrique Cardoso o Estatuto da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, no dia 6 de outubro de 1999, que procurou ampliar as possibilidades de as PMEs obterem crédito. Segundo o estatuto, as instituições financeiras oficiais, que operam com crédito para o setor privado, deverão manter linhas específicas para essas empresas. O montante de recursos disponíveis e as condições de acesso terão de ser amplamente divulgados. Permitiu-se também a constituição de Sociedades de Garantia Solidária para facilitar o crédito. Mediante a celebração de contratos, as PMEs – no mínimo dez – poderão unir-se a sócios investidores – pessoas físicas ou jurídicas –, que efetuarão aportes de capital com o objetivo exclusivo de obter rendimentos.

Em terceiro lugar, foi criado um novo fundo de aval para incentivar a concessão de crédito e eliminar as garantias reais nas operações de financiamento às PMEs chamado Funproger. O lastro do Funproger será proveniente da diferença entre a aplicação da taxa Selic e da TJLP, na remuneração dos saldos disponíveis de depósitos especiais do FAT. Assim, a diferença de remuneração, que antes retornava ao FAT, será destinada à formação do Funproger (Nunes, 1999).

Em quarto lugar, o Sebrae deverá destinar uma parte dos seus recursos orçamentários a um programa de microcrédito. O objetivo é fornecer financiamento, por meio de bancos públicos e privados, às pessoas de baixa renda

interessadas em abrir pequenos negócios.<sup>27</sup> Ainda na área de crédito, o Sebrae deverá disponibilizar recursos para o financiamento para capital de risco, com a criação de Fundos de Participação e de Fomento ao Crédito Cooperativo Urbano, em que empresários formam um fundo para fazer empréstimos para os próprios associados. O Sebrae vai utilizar também parte dos recursos de seu fundo de aval para garantir o financiamento para a exportação de produtos fabricados por micro e pequenas empresas, mediante o Fundo de Aval para Exportação de Micro e Pequenas Empresas (Fampex).

### Considerações finais

A despeito de avanços importantes ocorridos nos instrumentos e mecanismos de financiamento de longo prazo – como, por exemplo, a montagem de *project finance* para investimentos em infra-estrutura, a securitização de recebíveis, os financiamentos de incentivo à pesquisa tecnológica da Fapesp –, é fundamental avançar na discussão sobre o alongamento dos prazos e o direcionamento do crédito público e privado para setores prioritários. A definição de políticas financeiras ativas pelo governo federal, que contemplem parcerias com o setor privado e com os governos estaduais, é crucial para a retomada dos investimentos e do desenvolvimento econômico e social.

Após o Plano Real, o BNDES continuou sendo o principal provedor de recursos de longo prazo no mercado doméstico para a expansão e modernização do parque industrial e da infra-estrutura econômica. A expectativa de que a estabilização monetária seria acompanhada pelo desenvolvimento de um mercado privado de crédito de longo prazo não se concretizou. A ampliação da presença dos bancos internacionais no mercado doméstico ainda não repercutiu na expansão do crédito de longo prazo para investimentos industriais ou de infra-estrutura. O papel desempenhado por esses bancos, no período recente, circunscreveu-se à captação de recursos no mercado internacional (como *brokers* no lançamento de bônus, *commercial papers*, *American Depositary Receipts* (ADRs) – ou captação própria para repasses de acordo com a Resolução 63, operações de *trade finance*, Adiantamento de Contrato de Câmbio – ACC –, etc.) e ao fornecimento de operações de hedge, cambial e de juros, para um período de até cinco anos, porém a grande maioria desses contratos ainda permaneceu de um a dois anos.

As operações de repasse de recursos externos sob o amparo da Resolução n. 63, por bancos estrangeiros ou nacionais, incluem o spread de risco, a variação da taxa de câmbio e da taxa de juros internacional, e se circunscreveram a prazos muito curtos. De modo geral, as operações no setor financeiro privado com

---

(27) Já existem experiências semelhantes no Brasil, tais como o Creditralho do governo do Distrito Federal, o VivaCred no Rio de Janeiro, o Porto Alegre Solidário (Portosol) no Rio Grande do Sul e o Centro de Apoio aos Pequenos Empreendimentos (Ceape) em Sergipe.

funding doméstico permaneceram predominantemente de curto prazo, no máximo de 90 dias, com altas taxas de juros. A maior parte dos recursos continuou direcionada para o financiamento da dívida pública. No que se refere às garantias, perpetuou-se a tradição da fiança bancária, que é inadequada para projetos de longa maturação, com elevados custos. Por sua vez, no mercado de capitais, as taxas de juros das debêntures giraram em torno de 30% a.a. Esses títulos não foram e tampouco serão, num futuro próximo, um instrumento relevante para os projetos de investimento industriais ou de infra-estrutura. O mercado de ações permaneceu muito restrito, com grande número de empresas familiares. Os títulos securitizados apresentaram um potencial de expansão, mas exigem um ambiente macroeconômico mais estável, bem como maior estabilidade dos contratos. Conseqüentemente, o grau de alavancagem das empresas brasileiras permaneceu muito baixo e o investimento, quando ocorreu, foi financiado, em grande parte, pelas receitas próprias (autofinanciamento) e pelo BNDES.

Ao mesmo tempo, o BNDES ampliou o espectro de setores financiáveis (infra-estrutura e serviços) e passou a financiar empresas multinacionais, ocasionando uma redução dos recursos disponíveis para o financiamento das empresas nacionais, uma vez que a diversificação das linhas de atuação do banco não foi acompanhada pelo crescimento do seu funding (FAT e captações externas) no ritmo que seria necessário para fazer frente às demandas dos diversos setores. Como o financiamento de longo prazo continuará dependendo dos seus recursos e, assim, da captação de poupança interna compulsória, é altamente questionável a concessão de financiamentos para empresas de capital estrangeiro, que, além de contarem com os recursos das matrizes, conseguem captar recursos no mercado financeiro internacional em condições altamente favoráveis em termos de prazo e custo, enquanto as empresas brasileiras enfrentam maiores dificuldades, pois o acesso depende do porte da empresa, da natureza da sua atividade (produtora de bens *tradables* ou *non-tradables*) e da avaliação do risco Brasil pelos investidores estrangeiros.

Diante dessas fragilidades estruturais do sistema financeiro brasileiro, público e privado, alguns analistas defendem que a diversificação e o alongamento das fontes internas de financiamento dependeriam da redução das taxas de juros de curto prazo para um patamar em torno de 7% a.a. em termos reais, para que os títulos de longo prazo pudessem ser remunerados a uma taxa média entre 12% e 14% a.a. Apenas nessas circunstâncias – conformando uma curva de rendimento (*yield curve*) positiva – seria possível contar com instituições financeiras e investidores institucionais no financiamento de longo prazo e, portanto, da indústria e da infra-estrutura no Brasil.

Contudo, a experiência histórica demonstra que a dinâmica do mercado privado não cobrirá as demandas financeiras impostas pelas necessidades do desenvolvimento econômico e social, mesmo num ambiente com curva de

rendimento positiva, exigindo um papel ativo das instituições públicas, como fazem as diferentes instituições de fomento dos diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Isso não significa a necessidade de ressuscitar os antigos modelos de financiamento desenvolvimentistas, apoiados em operações de redesconto seletivo e em recursos fiscais. Mas será imprescindível que o Estado, em suas diferentes esferas, cumpra suas tarefas de maneira inovadora, uma vez que, não é factível esperar, pelo menos no curto e médio prazo, que o setor financeiro privado seja capaz de desempenhar sozinho o papel das agências de fomento ágeis e bem-estruturadas, dadas as especificidades do desenvolvimento econômico e social.

Dadas essas características estruturais do sistema financeiro brasileiro e a necessidade de seu aperfeiçoamento, apresentam-se a seguir diversas sugestões oriundas das entrevistas e presentes em diversos fóruns de debate durante o período de realização desta pesquisa. Em primeiro lugar, alguns instrumentos poderiam ser utilizados para ampliar o volume de recursos disponíveis para o financiamento de longo prazo, como, por exemplo, o direcionamento de uma parte dos depósitos compulsórios do sistema bancário recolhidos junto ao Banco Central para o funding do BNDES. Vale mencionar também que o custo financeiro dos recursos do BNDES precisaria ser reformulado. Uma alternativa possível seria a adoção de índices setoriais, baseada na variação dos preços setoriais.

Em segundo lugar, para atingir as metas de exportação definidas pela Camex há que ampliar suas fontes de financiamento tanto públicas quanto privadas. No âmbito do setor público, em que o volume de recursos disponíveis para o financiamento das exportações em 1999 foi somente de US\$ 4,2 bilhões (US\$ 2,5 bilhões do BNDES-*exim* e US\$ 1,7 bilhão do Proex),<sup>28</sup> várias iniciativas poderiam ser adotadas, dentre as quais destacam-se:

– transformação do Programa BNDES-*exim* numa subsidiária do BNDES, como a Finame e a Bndespar. Assim, seria criada uma área autônoma, que exerceria as funções típicas de um Banco de Comércio Exterior e que aproveitaria os conhecimentos já acumulados pelo BNDES (informações minuciosas sobre os diversos setores e sobre empresas, quadro técnico qualificado, tradição na avaliação financeira de projetos). Essa nova subsidiária, especializada no financiamento ao comércio exterior, poderia contar com agências regionais, nas principais regiões exportadoras, o que amenizaria o problema da baixa capilaridade dos financiamentos do BNDES-*exim*;

---

(28) Em termos comparativos, o *Japan Bank for International Cooperation* (JBIC), resultado da fusão do Eximbank japonês (Jexim) como o *The Overseas Economic Cooperation Fund Japan* (OECF), com ativos totais de US\$ 208 bilhões, entrou em operação em primeiro de outubro de 1999. O novo banco de cooperação financeira internacional do governo japonês terá linhas de financiamento com prazos de até 25 anos e juros entre 1,8% e 4% a.a., dependendo do projeto. As linhas de crédito do JBIC serão voltadas para empréstimos de importação e exportação e apoio financeiro a investimentos diretos de empresas japonesas no exterior. Em termos de ativos, trata-se da segunda maior instituição de fomento do mundo, inferior apenas ao Banco Mundial, com ativos totais de US\$ 255,5 bilhões (Durão, 1999).

- maior integração dos diversos instrumentos de financiamento e de seguro de crédito às exportações, exigindo a coordenação das instituições envolvidas – BNDES, Banco do Brasil, SBCE. Essa coordenação poderia ser realizada no âmbito da Camex;
- criação de uma modalidade de crédito dirigido, com funding nos depósitos bancários.

No âmbito privado, que cobre a grande maioria das necessidades de financiamento das exportações, mediante contratos de ACC com os bancos privados nacionais e linhas de crédito internacionais (*trade finance*), ambos vulneráveis às mudanças nas condições de liquidez do mercado internacional de capitais, seria fundamental o desenvolvimento de novos instrumentos. Uma das alternativas em estudo é a montagem de operações de securitização de recebíveis no mercado internacional, com o risco do importador. A emissão de um título no mercado internacional pelo importador viabilizaria a produção doméstica e, portanto, a exportação. O título seria resgatado no momento da concretização da operação. Trata-se, portanto, de uma operação semelhante a um ACC, mas que permitiria a ampliação da disponibilidade de crédito devido ao menor custo (taxas de juros e spreads) desse instrumento, o qual não incorporaria o risco país, mas o risco do agente importador. Além disso, como se trata de um crédito a uma empresa internacional (importadora) não estaria sujeito às restrições características dos países em desenvolvimento durante os períodos de escassez de liquidez nos mercados financeiros internacionais.

Em terceiro lugar, impõe-se a necessidade de gestar mecanismos que possam financiar empresas inovadoras. As diferentes esferas do poder público deveriam incentivar a inovação das empresas que não têm capacidade financeira para realizar pesquisa tecnológica, mas apresentam potencial inovativo. O CNPq, em conjunto com a Finep, poderia desempenhar o papel de agente central no financiamento das empresas inovadoras, fornecendo o *seed money*. E, em articulação com o Sistema BNDES, as empresas beneficiárias dos programas poderiam ter acesso ao *venture capital* e ao mercado de capital nas etapas de consolidação. No âmbito dos estados da federação, as Fundações de Amparo à Pesquisa (FAPs) estaduais poderiam, a exemplo da Fapesp, também atuar no processo de seleção de projetos de inovação tecnológica para fornecimento do *seed money*.<sup>29</sup> Para estimular o *venture capital*, incentivos fiscais poderiam ser

---

(29) Nesse sentido, cabe mencionar duas iniciativas efetuadas no primeiro semestre de 2000. O Projeto ALFA do Ministério de Ciência e Tecnologia (MCT) tem por objetivo estimular a inovação tecnológica nas micro e pequenas empresas, mediante o fornecimento de *seed money*, em parceria com as FAPs estaduais e com as agências do Sebrae nos estados (MCT, 2000). O *Projeto Inovar* da Finep procura implementar uma estrutura institucional para a promoção do capital de risco no Brasil, com o intuito de estimular o desenvolvimento das pequenas empresas de base tecnológica, mediante o fomento de incubadoras de empresas tecnológicas, a manutenção de um *website* sobre capital de risco e a disseminação da cultura de *venture capital* no país (Finep, 2000).

concedidos. Práticas como o diferimento do pagamento de Imposto de Renda, a possibilidade de compensação de perdas para pessoas físicas e fundos institucionais de *venture capital* são comuns em outros países, como por exemplo, nos Estados Unidos.

Todavia, depende do setor empresarial optar pelo aprofundamento da Pesquisa & Desenvolvimento. O governo deveria criar instrumentos adequados e incentivos fiscais para o desenvolvimento tecnológico, sem definir áreas prioritárias. Ainda não se dispõe de metodologia adequada para pré-selecionar prioridades. A qualidade e/ou o potencial dos projetos de pesquisa apresentados é que deveriam ser privilegiados.

Em quarto lugar, há que desenvolver novos mecanismos e instrumentos para estimular a expansão do mercado de capitais como um todo. Um instrumento aventado seria o direcionamento de uma parcela dos recursos do FGTS ao mercado de capitais (como foi realizado com as ações da Petrobrás). O desenvolvimento dos Fundos de Previdência Privados Individuais (Fapis) seria outro. O projeto de lei, elaborado pelo BNDES, que se encontra em discussão na Comissão de Finanças da Câmara dos Deputados, após ter sido aprovado no Senado Federal, para se instituir um novo título chamado de TPR – Título de Participação em Receitas – também poderia viabilizar o aprofundamento do mercado de capitais doméstico, consolidando mecanismos de financiamento de longo prazo. Em princípio, os fundos de pensão, seguradoras (enfim, os investidores institucionais) seriam compradores potenciais desses títulos.

Poder-se-ia ainda desenvolver algum mecanismo que possibilitasse o estímulo fiscal aos investidores institucionais para manter em carteira os títulos de longo prazo, porém os títulos precisariam garantir uma rentabilidade de acordo com o risco, não apenas impondo a obrigatoriedade. A compulsoriedade não seria relevante, mas a qualidade do título sim. Se os títulos garantissem uma boa rentabilidade em face do risco, os fundos de pensão iriam encarteirá-los, defende a maioria dos entrevistados. De qualquer forma, os papéis (os novos títulos para financiar a indústria e a infra-estrutura) precisariam ser atrativos em termos de oferecer garantias, risco e rentabilidade compatíveis. Essa parece ser a única forma de viabilizar a participação do setor financeiro privado nos investimentos brasileiros. Enfim, incentivos fiscais, mercado secundário desenvolvido, produtos e instrumentos adequados e de qualidade são necessários para o aprofundamento do mercado de capitais brasileiro.

Em quinto lugar, as grandes concessionárias de telecomunicações, energia elétrica e transporte rodoviário estão conseguindo estruturar os projetos e viabilizar os instrumentos de financiamento, sobretudo com fontes externas de

financiamento ou com o apoio do BNDES.<sup>30</sup> Porém, a expansão dos investimentos na magnitude requerida impõe a gestação de novos mecanismos de financiamento públicos, sobretudo, no setor rodoviário.

O programa de concessões rodoviárias federais e estaduais à iniciativa privada atinge apenas um pequeno percentual das rodovias pavimentadas do país, em seus trechos de maior densidade de tráfego. A entrada dos capitais privados no financiamento da expansão e/ou na gestão dos segmentos existentes, diante da crise financeira e gerencial do setor público, pode ser benéfica, porém não será suficiente. O setor enfrentará sérias dificuldades para ampliar os investimentos. A primeira delas reside no fato de que, mesmo na rede asfaltada, apenas 20% do total apresenta os requerimentos de densidade de tráfego suficiente para a privatização. Para o restante da malha rodoviária, o aumento do investimento dependerá de recursos fiscais ou, mais propriamente, da capacidade de investimento do Estado nos seus vários níveis, que foi bastante comprometida ao longo da década de 90. Assim, o financiamento do setor de transporte rodoviário – que responde por cerca de 60% do movimento de carga no país –, dificilmente será ampliado na magnitude necessária sem um aumento dos gastos estatais, o que torna premente aprofundar a discussão dos mecanismos públicos de financiamento, dada a situação das contas públicas. A iniciativa privada não vai entrar em nenhum projeto sem rentabilidade adequada. Nesses casos, será necessário que o setor público estruture um esquema para aqueles projetos com alto risco e baixa rentabilidade, inclusive utilizando recursos orçamentários. A redefinição do modelo financeiro do setor deverá envolver um conjunto de recursos provenientes de pedágio, remunerações diversas ao setor público, linhas de financiamento e fundos fiscais.

Em sexto lugar, a fim de reduzir o custo dos financiamentos de longo prazo, outra solução vislumbrada seria a criação de agências privadas de seguro de risco, que avaliam a performance esperada das empresas ao invés da sua capacidade financeira presente. Com esse instrumento, as empresas não teriam de oferecer garantias reais, que praticamente correspondem ao dobro do valor financiado. No caso do setor de infra-estrutura, com projetos de longa maturação, as agências de risco viabilizariam a securitização e a montagem de *project finance*, apoiados nas emissões de papéis com rentabilidade baseada no desempenho esperado dos investimentos. Acredita-se que o mercado de capitais absorveria esses papéis se existisse seguro de risco. A existência de um sistema de garantia também viabilizaria os instrumentos de debêntures conversíveis ou os títulos de

---

(30) No primeiro semestre de 2000, algumas empresas do setor elétrico e de telecomunicações captaram recursos externos mediante empréstimos sindicalizados. Por exemplo, a Light captou US\$ 200 milhões com prazo de cinco anos; a Eletropaulo Metropolitana, US\$ 200 milhões em dois anos com taxa *Libor* mais 200 pontos básicos; a Telebahia Celular, US\$ 14 milhões em oito anos com taxa *Libor* mais 15 pontos básicos (equivalente a 7,22% a. a.); a Telergipe Celular, US\$ 38 milhões em oito anos com taxa *Libor* mais 15 pontos básicos; a CRT Celular, US\$ 50 milhões em cinco anos com taxa *Libor* mais 165 pontos básicos (equivalente a 8,72% a.a.) (Lucchesi, 2000).

participação nas receitas esperadas. Lentamente, grandes seguradoras estrangeiras estão introduzindo novos produtos no mercado brasileiro, como o seguro-garantia. Por enquanto, a oferta dessas garantias a custos aceitáveis pelas empresas ainda é pequena e o mercado tem-se mostrado reticente na sua aceitação, pois não apresentam a liquidez das fianças bancárias.

Em sétimo lugar, o acesso das micro e pequenas empresas ao crédito público e privado e ao mercado de capitais precisaria ser estimulado e induzido. Para que os recursos efetivamente chegassem aos empresários seria necessário criar estímulos diretos. Isso exigiria uma ação orientadora, direta e empenhada, por parte do Banco Central e do Ministério da Fazenda. Não bastaria a criação de linhas de crédito e fundos de aval, dado que inexistente uma cultura de apoio às micro e pequenas empresas. Esse estímulo poderia ser realizado de diversas formas, tais como induzindo os bancos públicos e privados a destinarem uma parcela dos seus empréstimos às micro e pequenas empresas em troca de um prêmio, um incentivo fiscal (redução do Imposto de Renda ou do Imposto sobre Operações Financeiras).

Além disso, o Sebrae, através de parcerias com o sistema bancário, poderia expandir o crédito para micro e pequenas empresas, a exemplo da *Small Business Administration* americana, contribuindo para criar uma cultura positiva em relação a essas empresas. Seria importante ainda criar um sistema de crédito paralelo ao sistema financeiro tradicional, com entidades não financeiras, tais como fundos de crédito, bancos do povo, cooperativas de crédito, incubadoras de empresas, etc., que desenvolvesse sistemas de microcrédito, por meio de organizações especializadas, com mecanismos de aval comunitário.

Daniela Magalhães Prates é pesquisadora da Fundap e professora da Universidade Paulista (Unip).  
Marcos Antonio Macedo Cintra é pesquisador da Fundap e professor da Universidade Ibirapuera (Unib).  
Maria Cristina Penido de Freitas é pesquisadora sênior da Fundap e professora da Universidade Paulista (Unip).

#### Referências bibliográficas

- BARROS, J. R. Mendonça de, GOLDENSTEIN, Lúcia. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 2 (66), abr./jun. 1997.
- BEDÊ, Marco Aurélio, HUAI, Hao Min, SAES, Sylvia, TONETO JR., Rudinei. *Características da demanda por empréstimos das MPE paulistas*. São Paulo: Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas, 1998. (Relatório de Pesquisa).
- BIELSCHOWSKY, Ricardo. *Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97*. Rio de Janeiro: Cepal/CNI, 1998. <<http://www.cepal.org>>.

- BNDES. A expansão do setor elétrico 1998/2007. *Informe de Infra-estrutura*, Rio de Janeiro, n. 25, ago. 1998.
- \_\_\_\_\_. *Informe BNDES*. Rio de Janeiro, jul. 2000.
- CURRALERO, Cláudia Regina Baddini. *A atuação do Sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952/1996*. Campinas: Unicamp. IE, 1998. (Dissertação, Mestrado).
- DURÃO, Vera Saavedra. Novo banco japonês deve ampliar crédito ao Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 1 out. 1999. p. B-2.
- FAPESP. *Inovação tecnológica*. São Paulo. [on line]. [citada em 1999]. Disponível na Internet: <<http://www.fapesp.br/fap007.htm>>.
- FINEP. *Projeto Inovar*. mar. 2000. (Mimeogr.).
- FRANCO, Gustavo H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 18, n. 3 (71), jul./set. 1998.
- IEDI *Políticas industriais em países selecionados - 2ª parte: Economias em desenvolvimento/industrialização recente*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 1998.
- JABUR, M. Ângela. Transmissão de energia atrai iniciativa privada. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 ago. 2000. p. C-1.
- LAPLANE, Mariano F., SARTI, Fernando. *Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90*. Brasília, D.F.: Ipea, 1999. (Texto para Discussão, n. 629).
- LUCCHESI, Cristiane P. Empresas alongam captações externas. *Valor Econômico*, São Paulo, 3 ago. 2000. p. C-3.
- MCT. *Programa de Apoio a Empresas – Projeto Alfa*. [on line]. [citada em 2000]. Disponível na Internet: <<http://www.mct.gov.br/prog/mpresas/alfa.htm>>.
- MONTAGNON, Peter. Bird relativiza benefícios de privatizações na Ásia. *Reuters*, republicado na *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 jul. 1999. p. A-10.
- NUNES, Vicente. Programa revê dívidas com União. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 6 out. 1999. p. A-6.
- OCDE. *Venture capital and innovation*. Paris, 1996.
- OPIC. *Overseas private investment corporation program handbook*. [on line]. [citada em 1999]. Disponível na Internet: <<http://www.opic.gov>>.
- PEREIRA, Vicente de Brito. O subsector de infra-estrutura rodoviária. In: REZENDE, Fernando, PAULA, Tomás Bruginski de (Coord.). *Infra-estrutura: perspectivas de reorganização. Transportes*. Brasília, D.F.: IPEA, 1998. v. 1, p. 89-214.
- PRATES, Daniela. Abertura financeira e vulnerabilidade externa. In: CARNEIRO, R. et al. *Gestão Estatal no Brasil: armadilhas da estabilização (1995-1998)*. São Paulo: Fundap, 2000. p.19-69.

RODRIGUES JR., Waldery. *A participação privada do investimento no Brasil e o papel do project finance*. Brasília, D.F.: IPEA, jul. 1997. (Texto para Discussão, n. 495).

SBCE. *Seguro de crédito à exportação: riscos comerciais de curto prazo*. Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação, Manual. 1998. (Mimeogr.).

WOHLERS DE ALMEIDA, Márcio, CROSSETTI, Pedro. Telecomunicações. In: REZENDE, Fernando, PAULA, Tomás Bruginski de (Coord.). *Infra-estrutura: perspectivas de reorganização*. Brasília, D. F.: IPEA, 1997.

### **Resumo**

O artigo procura identificar as principais transformações no papel exercido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) como instituição financeira de fomento, bem como nas suas principais linhas de financiamento. Busca ainda apresentar algumas iniciativas de articulação pública e privada de financiamento de longo prazo na economia brasileira durante os anos 90. A partir da carência de mecanismos de diversificação e alongamento dos prazos das operações de crédito, defende-se a importância da definição de políticas financeiras ativas por parte do setor público.

**Palavras-chave:** BNDES; Financiamento de longo prazo; *Project finance*; Financiamento de inovações tecnológicas; Financiamento de pequenas e médias empresas.

### **Abstract**

The author describes major changes to the role played by BNDES – National Bank for Economic and Social Development – as a fostering financial institution as well as its chief financing lines. This article also describes a few joint initiatives from the public and private sectors for long-term financing in the Brazilian economy during the 90's. The relevance of implementing active financial policies by the public sector is advocated based on the absence of diversification mechanisms and long-term credit operations.

**Key words:** BNDES; Long term financing; Project finance; Technological innovations; Small and medium enterprises.