

FINANCIAMENTO DAS CORPORAÇÕES

perspectivas do
desenvolvimento
brasileiro



Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra
Edison Benedito da Silva Filho

Livro 3

Claudio Avanian Jacob
Edison Benedito da Silva Filho
Juliana de Paula Filleti
Júlio Sérgio Gomes de Almeida

Luis Fernando Novais
Marcos Antonio Macedo Cintra
Maria Cristina Penido de Freitas
Roberto Alexandre Zanchetta Borghi

Autores

omia Internacional Série Economia Internacional Série Economia Internacional Série
Internacional Série Economia Internacional Série Economia Internacional Série Economia
nal Série Economia Internacional Série Economia Internacional Série Economia

Série Economia Internacional

FINANCIAMENTO DAS CORPORAÇÕES

perspectivas do
desenvolvimento
brasileiro

ipea

Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra
Edison Benedito da Silva Filho

Livro 3

Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República**
Ministro interino Marcelo Côrtes Neri



Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Marcelo Côrtes Neri

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Renato Coelho Baumann das Neves

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Rogério Boueri Miranda

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Rafael Guerreiro Osorio

Chefe de Gabinete

Sergei Suarez Dillon Soares

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

FINANCIAMENTO DAS CORPORAÇÕES

perspectivas do
desenvolvimento
brasileiro

ipea

Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra
Edison Benedito da Silva Filho

Livro 3

Brasília, 2013

Financiamento das corporações : perspectivas do desenvolvimento brasileiro / Organizadores: Marcos Antônio Macedo Cintra, Edison Benedito da Silva Filho. – Brasília : Ipea, 2013.
234 p. : gráfs., tabs.

Inclui bibliografia.
ISBN 978-85-7811-165-6

1. Financiamento de Empresas. 2. Empresas Privadas. 3. Administração Financeira. 4. Brasil. I. Cintra, Marcos Antônio Macedo. II. Silva Filho, Edison Benedito da . III. Título : Perspectivas do desenvolvimento brasileiro. IV. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 658.15

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	7
---------------------------	----------

INTRODUÇÃO	9
-------------------------	----------

CAPÍTULO 1

PADRÕES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS:

A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA.....	15
-------------------------------	----

Júlio Sérgio Gomes de Almeida

Marcos Antonio Macedo Cintra

Claudio Avanian Jacob

Luis Fernando Novais

Juliana de Paula Filleti

CAPÍTULO 2

PADRÃO DE FINANCIAMENTO DAS CORPORAÇÕES AUTOMOBILÍSTICAS....	69
--	----

Roberto Alexandre Zanchetta Borghi

CAPÍTULO 3

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL:

AVANÇOS E DESAFIOS	153
--------------------------	-----

Maria Cristina Penido de Freitas

CAPÍTULO 4

FINANCIAMENTO E EXPOSIÇÃO CAMBIAL DAS FIRMAS BRASILEIRAS

APÓS A CRISE DE 2008: CONDICIONANTES E IMPACTOS SISTÊMICOS.....	193
---	-----

Edison Benedito da Silva Filho

NOTAS BIOGRÁFICAS	233
--------------------------------	------------

APRESENTAÇÃO

Este livro representa mais um esforço do Ipea em sua missão de contribuir para a reflexão sobre os caminhos do desenvolvimento, em geral, e a natureza deste desenvolvimento no Brasil, em particular. A temática do financiamento das corporações, aqui abordada sob diversas perspectivas, constitui um eixo necessário no debate acerca dos rumos de mais longo prazo do país, na busca pelo progresso econômico e social.

É indispensável para o sucesso de nossa economia de mercado, em especial após os recentes desdobramentos da crise econômica internacional, pensar sobre o padrão de financiamento das empresas – tanto de grupos brasileiros como de grandes players internacionais com atuação no país – e a institucionalidade que permeia e condiciona suas decisões de investimento. Trata-se de um aspecto essencial para a elaboração de diretrizes de políticas públicas cujos objetivos sejam promover a geração de emprego e de renda e, por conseguinte, o desenvolvimento nacional.

O desafio de assegurar a retomada do crescimento econômico brasileiro de modo sustentado, com expansão consistente da capacidade produtiva e do progresso técnico, diante da importância crescente do papel desempenhado pelos países em desenvolvimento na dinâmica econômica global, torna ainda mais relevante a questão do padrão de financiamento dos investimentos das corporações. Esta obra, portanto, se insere em um contexto bastante oportuno, que exige uma compreensão mais aprofundada das inter-relações e da necessária articulação entre empresas (nacionais e estrangeiras), sistemas financeiros (doméstico e internacional) e Estados nacionais.

Os ensaios que compõem o livro são resultantes de projetos de pesquisa mais amplos, conduzidos e financiados por diferentes instituições brasileiras.

O Ipea teve o privilégio de realizar a organização desta coletânea, compartilhando da experiência destes centros de pesquisa, e, conseqüentemente, contribuindo para a difusão do conhecimento sobre um tema tão relevante. Registram-se agradecimentos especiais aos autores e às instituições que viabilizaram as pesquisas, a saber, a Fundação de Economia de Campinas (FECAMP), o Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (CECON/IE/UNICAMP), o Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), o Banco

Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a Fundação para o Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo (FUNDAP), o Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), e a Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP).

Apresenta-se ao leitor um conjunto de textos que compõem um rico mosaico a partir das distintas dimensões envolvidas na problemática do financiamento de longo prazo do investimento produtivo. Reitera-se, assim, o compromisso do Ipea em avançar nas discussões econômicas atuais, lançando luzes para o desenvolvimento futuro do país.

Marcelo Côrtes Neri
Presidente do Ipea

INTRODUÇÃO

O alastramento global da crise econômica que eclodiu nos Estados Unidos da América no segundo semestre de 2008, por meio da contração do crédito e dos fluxos de comércio internacional, motivou a adoção de diversas medidas de política econômica anticíclica por parte dos Estados nacionais, buscando evitar uma deterioração ainda maior dos níveis domésticos de renda e emprego. Os efeitos destas medidas têm sido limitados no mundo desenvolvido, onde a fragilização econômica foi agravada por impasses institucionais relacionados à capacidade de endividamento dos governos centrais, sobretudo na zona do euro. Nos países em desenvolvimento, contudo, observou-se uma rápida retomada da trajetória pretérita de dinamismo do mercado interno, reforçando a percepção de que tais economias poderiam constituir novas fontes para o dinamismo da demanda mundial, principalmente diante dos desdobramentos da crise nos países avançados.

Durante a maior parte dos anos 2000 as economias em desenvolvimento apresentaram um forte ritmo de crescimento, constituindo-se em importantes núcleos de expansão das atividades produtivas globais, tanto para as empresas domésticas quanto para as transnacionais instaladas nestes países. No Brasil, o dinamismo do mercado interno foi acompanhado ainda por um vigoroso processo de inclusão social, que permitiu a intensificação do consumo e do investimento a partir de 2004.

Um elemento fundamental de impulso a essa dinâmica – não verificada no Brasil por mais de duas décadas – consistiu na expansão dos canais de financiamento disponíveis às empresas instaladas no país. Em especial, a acumulação de uma ampla reserva de recursos próprios por parte das empresas, o papel crucial desempenhado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no financiamento de longo prazo e o crescente acesso aos mercados financeiros internacionais foram condicionantes decisivos para a concretização dos planos recentes de ampliação e criação de capacidade produtiva. Disso resulta que, dentro de uma perspectiva de desenvolvimento futuro com um horizonte temporal de mais longo prazo, torna-se indispensável compreender os padrões de financiamento das empresas, a fim de delinear políticas públicas para enfrentar os limites da estrutura produtiva presente, e, sobretudo, aperfeiçoar as instituições e os instrumentos de apoio ao financiamento de longo prazo existentes no país.

Este livro possui como objetivo central explicitar diversas facetas atinentes à temática do financiamento ao setor produtivo que contribuam para a reflexão e o aprimoramento das políticas públicas voltadas à área. Isto não se restringe,

no entanto, à análise do padrão de financiamento adotado apenas pelas empresas brasileiras. Entende-se que, em um cenário de crescente interligação entre as economias e forte mobilidade de capitais, constituição de redes globais de produção com estratégias corporativas e interação matriz-filial em âmbito mundial, além de importante participação das finanças na dinâmica das empresas – tanto sob a forma de aplicação como de captação de recursos –, deve-se conceder também atenção especial aos padrões de financiamento das empresas transnacionais. Isto se exprime, nesta obra, mediante um estudo específico sobre o financiamento das corporações da indústria automobilística global, devido ao grau de internacionalização destas firmas e à relevância do setor na economia doméstica. Com isto, evidentemente, não se pretende esgotar a discussão sobre o padrão de financiamento das empresas estrangeiras, mas dela depreender elementos adicionais que possibilitem uma visão mais acurada acerca da problemática do financiamento produtivo global e seus impactos para as estratégias nacionais de desenvolvimento.

Logo, sob distintos enfoques, os ensaios aqui reunidos – derivados de pesquisas mais amplas conduzidas pelos autores – procuram abordar aspectos necessários ao entendimento da dinâmica de financiamento das empresas, com ênfase na década de 2000. Destaca-se na obra a combinação entre as formas de financiamento (recursos internos e externos à empresa, como títulos, ações e empréstimos bancários) e a institucionalidade vigente (o desenvolvimento dos mercados de capitais e de crédito com iniciativa privada e pública). Os seguintes temas são abordados: o padrão de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto no ciclo de crescimento pré-crise; o financiamento das corporações automobilísticas e suas estruturas financeiras nos anos 2000, considerando elementos concernentes à produção, ao investimento e à comercialização; as medidas de política pública visando compor um quadro institucional de financiamento de longo prazo no país direcionado ao fomento do processo de crescimento; e as estratégias de exposição cambial das empresas nacionais e seus reflexos sobre o sistema financeiro do país. Pretende-se que o conjunto de reflexões possíveis que se desdobram destas análises contribua para o debate acerca das perspectivas de desenvolvimento do Brasil para as próximas décadas.

No primeiro capítulo, de autoria de Júlio Sérgio Gomes de Almeida, Marcos Antonio Macedo Cintra, Claudio Avanian Jacob, Luis Fernando Novais e Juliana de Paula Filleti, discutem-se, inicialmente, distintas abordagens teóricas sobre o padrão de financiamento das empresas. Este debate inclui um panorama sobre modelos de estrutura de capital desencadeados pelo teorema de Modigliani e Miller, a tipologia de quadros institucionais elaborada por Zysman e a visão a respeito do financiamento do investimento em uma economia monetária, associada ao pensamento de Keynes, Kalecki e Minsky. A partir deste referencial teórico, analisa-se o padrão de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto no

ciclo de crescimento entre 2004 e 2007, bem como se apontam algumas especificidades observadas em 2008 decorrentes dos efeitos da crise internacional no último trimestre deste ano.

Apresentam-se, ademais, os resultados de entrevistas realizadas com grandes empresas instaladas no país em 2009, a fim de captar as formas de financiamento de seus projetos de investimento e, conseqüentemente, comparar os mecanismos de obtenção de recursos utilizados em anos precedentes com os instrumentos planejados para financiar futuros investimentos em capital fixo. Constata-se que, embora o autofinanciamento e a obtenção de recursos do BNDES ainda constituam os principais canais de financiamento das corporações brasileiras, há indícios de consolidação de uma estrutura de financiamento no Brasil mais baseada em crédito. Contudo, ainda se verifica a existência de sérias lacunas no financiamento bancário privado de longo prazo, bem como entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais no país.

No segundo capítulo, escrito por Roberto Alexandre Zanchetta Borghi, examina-se o padrão de financiamento das corporações do setor automobilístico, retratando características de suas estruturas financeiras na década de 2000 a partir das informações contidas em seus relatórios financeiros anuais em âmbito global. Detalham-se aspectos referentes à produção, ao investimento – incluindo inovação – e à comercialização. Isto remete ao processo de reestruturação produtiva ocorrido na indústria, com a formação de redes globais de produção e a maior participação dos fornecedores nas linhas de montagem, e às transformações verificadas na órbita financeira no sentido de conferir maior mobilidade ao capital.

O trabalho aponta para uma presença marcante das finanças na estrutura dos grupos analisados, ainda que de maneira distinta entre as corporações asiáticas, europeias e americanas. Ademais, reitera-se a importância dos recursos próprios das corporações para financiamento de suas atividades, além da emissão de títulos e da tomada de empréstimos. Sublinha-se também a atuação dos bancos das montadoras na dinâmica de financiamento e no desempenho das companhias, assim como o papel central exercido pelo crédito no funcionamento da cadeia automobilística. Tais conclusões levantam questões adicionais para a discussão mais ampla de perspectivas do desenvolvimento, tais como: a importância da disponibilidade de crédito para as dinâmicas setoriais e de toda a economia; o direcionamento de investimentos para mercados em expansão e suas políticas de atração, incluindo alternativas de financiamento; e os efeitos da intensificação dos fluxos comerciais (exportação e importação de bens finais e intermediários) e financeiros (empréstimos matriz-filial, remessas de lucros e dividendos etc.) intracorporações sobre a dinâmica produtiva e as contas externas do país.

No terceiro capítulo, Maria Cristina Penido de Freitas discute a problemática das fontes de financiamento de longo prazo no Brasil. Mais especificamente, analisa-se o pacote de estímulo do governo federal, lançado ao final de 2010, para o desenvolvimento de um mercado doméstico privado de financiamento de longo prazo, diante da elevada dependência da economia brasileira em relação aos recursos públicos para a promoção do *funding* necessário à expansão dos investimentos produtivos e em infraestruturas. Examinam-se, nesse sentido, as principais medidas implementadas e seus efeitos sobre o mercado de títulos privados de renda fixa e o crédito bancário corporativo.

Enfatizam-se os avanços empreendidos na formatação de um arcabouço institucional mais favorável à canalização dos fundos financeiros acumulados no país como fontes de financiamento privado de longo prazo. Contudo, para o fortalecimento de um sistema privado de crédito de longo prazo, argumenta-se ainda em favor de mudanças no regime macroeconômico que viabilizem uma redução da taxa básica de juros, da separação entre a política monetária e a gestão da dívida pública, da tributação dos ativos financeiros em função dos prazos e da ampliação do prazo mínimo de aplicação dos depósitos a prazo e das cadernetas de poupança. Por fim, reitera-se a importância da preservação das instituições públicas de fomento – com a reconhecida atuação do BNDES – e dos mecanismos de crédito direcionado, enquanto instrumentos para assegurar o financiamento da atividade econômica e da infraestrutura e, portanto, viabilizar uma trajetória sustentada de desenvolvimento socioeconômico no país.

Finalmente, no quarto capítulo, de autoria de Edison Benedito da Silva Filho, retoma-se a questão do financiamento das corporações brasileiras com foco em sua exposição a riscos em moeda estrangeira, sob a égide dos recentes movimentos de financeirização das atividades produtivas e liberalização dos fluxos internacionais de capitais. Analisando a trajetória da exposição cambial do setor privado a partir da crise de 2008, quando grandes companhias nacionais colapsaram diante do agravamento da crise internacional, o autor descreve os mecanismos que permitiram a transmissão da instabilidade nos mercados financeiros para o setor produtivo do país, notadamente por meio dos derivativos cambiais.

O artigo apresenta uma série de indicadores de exposição cambial das grandes corporações brasileiras a partir de 2008, que apontam uma retomada expressiva do uso de derivativos cambiais por parte do setor produtivo no período recente, num contexto de volatilidade dos mercados de câmbio e commodities e incerteza em relação à recuperação das economias centrais. Salienta-se então a importância da regulação governamental sobre os mercados financeiros como instrumento de estabilização de choques externos, bem como de coordenação efetiva das instituições bancárias e industriais visando prevenir a eclosão de crises sistêmicas no sistema financeiro nacional.

Em suma, este livro congrega diferentes abordagens sobre tópicos relacionados à temática do financiamento das empresas, da inovação tecnológica e da infraestrutura produtiva. Revisitam-se antigas questões e introduzem-se novos elementos para a análise de um objeto que merece permanente reflexão, e que se torna ainda mais relevante para o Brasil diante do processo de profunda reestruturação produtiva que ocorre em âmbito mundial por meio das cadeias globais de valor. Assim, apontam-se novos caminhos e desafios para as políticas públicas voltadas ao desenvolvimento de longo prazo do país.

Marcos Antonio Macedo Cintra
Edison Benedito da Silva Filho
Organizadores

PADRÕES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA*

Júlio Sérgio Gomes de Almeida**
Marcos Antonio Macedo Cintra***
Claudio Avanian Jacob****
Luis Fernando Novais*****
Juliana de Paula Filleti*****

1 INTRODUÇÃO

No ciclo de crescimento da economia brasileira ocorrido entre 2003 e 2007, os investimentos realizados pelas corporações nacionais concentraram-se fundamentalmente na adequação e otimização das unidades produtivas existentes. Programas de internacionalização e de implantação de novas plantas industriais para a ampliação de capacidade produtiva à frente da expansão da demanda chegariam às agendas das grandes empresas brasileiras somente a partir de 2007. Ao longo deste período, intensificaram-se ainda os investimentos em participações ou aquisição de outras empresas, em um processo que coincidiu com uma maior internacionalização dos grupos nacionais. Neste processo, as grandes empresas brasileiras também mantiveram em crescimento as aplicações financeiras e os ativos circulantes. Isto indica que uma parcela da capacidade crescente de geração de lucros e liquidez das corporações, além de reduzir seu nível de endividamento, também serviu ao aumento de aplicações financeiras e ao giro de negócios, que se elevaram em função da maior expansão da produção e das vendas. Reservas financeiras e capital de giro, além de “investimentos”, portanto, foram as modalidades de aplicação em

* Este capítulo é uma versão resumida da pesquisa mais ampla realizada pelos autores, *Padrões de financiamento das empresas não financeiras no Brasil*, no âmbito do projeto de pesquisa *Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Fundação Economia de Campinas (FECAMP)/Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON)/Instituto de Economia/Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) e Rio de Janeiro: Instituto de Economia/Universidade Federal do Rio de Janeiro/Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), novembro/2009. Disponível em – <<http://www.ieecon.net/pesquisa.htm>>.

** Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

*** Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômica (Dimac) do Ipea.

**** Economista, doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP).

***** Coordenador do Grupo de Economia da Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP), do estado de São Paulo.

***** Professora do curso de economia das Faculdades de Campinas (FACAMP).

ativos que mais ganharam importância entre as grandes empresas no último ciclo de crescimento econômico do país.

A análise do ciclo recente de investimentos faz emergir uma série de questões acerca da disponibilidade e das estratégias de captação de recursos pelas firmas nacionais. Como as empresas lograram ampliar sua capacidade de mobilização de recursos para além dos lucros retidos:¹ por meio do mercado de capitais ou pela via da contratação de novos financiamentos internos ou externos? Qual o papel desempenhado pelos bancos públicos? Enfim, qual é o atual padrão de financiamento do investimento da grande empresa brasileira?

Este trabalho procura discutir a estrutura de capital das companhias a partir de diferentes perspectivas teóricas e de estudos empíricos sobre as especificidades dos padrões de financiamento das empresas em economias desenvolvidas, em desenvolvimento e em transição. O texto está organizado em mais quatro seções, após esta breve introdução. Na segunda seção, são apresentadas as teorias de estrutura de capital e do financiamento do investimento, resumidas em duas subseções. Primeiramente, realiza-se um panorama dos diferentes modelos de estrutura de capital derivados do teorema de Modigliani e Miller (1958). Apresentam-se ainda os diversos padrões de financiamento dos investimentos corporativos elaborados por Zysman (1983), bem como um estudo sobre o tema divulgado pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD, 2008b). A seguir, discute-se o arcabouço teórico do financiamento do investimento em uma economia monetária, cuja origem está associada ao pensamento de Keynes (1930; 1936), Kalecki (1954) e Minsky (1975; 1986). Na terceira seção, analisa-se o padrão de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto no ciclo recente, assim como as perspectivas de financiamento dos investimentos programados, por meio de informações coletadas em entrevistas realizadas em 2009. Finalmente, na quarta seção, delineiam-se algumas considerações sobre o padrão de financiamento das corporações brasileiras.

2 ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS: TEORIAS DO INVESTIMENTO

2.1 Estrutura de capital e padrões institucionais

Modigliani e Miller (1958), a partir de hipóteses bastante restritivas – concorrência perfeita, plena informação e ausência de custos de transação (inclusive oriundos da incidência de impostos) –, defenderam a perfeita substitutibilidade entre diferentes fontes, internas e externas, de financiamento do investimento

1. Maiores margens de lucro estabelecidas pelas firmas para gerar recursos internamente.

das firmas.² Nestas condições, os autores sustentaram que as estruturas financeiras seriam irrelevantes para o investimento das corporações e, portanto, para o crescimento das empresas e da economia, pois não teriam efeitos sobre o valor das firmas nem sobre o custo e a disponibilidade de capital. Segundo os autores, “*the market value of any firm is independent of its capital structure*” (Modigliani e Miller, 1958, p. 268).

Em condições ideais de mercado – “*perfect capital market*” (Modigliani e Miller, 1958, p. 267) – todo projeto de investimento viável, ou seja, com retorno positivo, também o seria do ponto de vista financeiro. O teorema de Modigliani e Miller (1958) sugeriu, então, que o crescimento da firma e suas decisões de investimento seriam ditados estritamente por variáveis “reais”, tais como a demanda, a produtividade, o progresso técnico e os preços relativos dos fatores produtivos.³ O financiamento – na forma de crédito bancário, bônus, ações, fluxos de caixa ou lucros retidos – constituiria uma variável “passiva”, que facilitaria a realização do investimento, mas não o condicionaria. Ou, nas palavras dos autores: “*the core problems of corporate finance – the problem of the optimal capital structure for a firm – is no problem at all*” (Modigliani e Miller, 1958, p. 291).

Posteriormente, as hipóteses mais irrealistas do modelo de Modigliani e Miller foram paulatinamente relaxadas e mesmo contestadas por outros pesquisadores do próprio arcabouço neoclássico.⁴ Segundo Stiglitz (1988, p. 121, tradução nossa): “é irônico que um artigo que supostamente estabeleceu que não havia necessidade de prestar qualquer atenção à estrutura financeira – que a estrutura financeira era irrelevante – tenha atraído a atenção dos economistas para as finanças”.⁵ Diante de mercados imperfeitos, com assimetria de informações, seleção adversa, risco moral (*moral hazard*), custos de agenciamento e de transação, possibilidade de falência e de tomada hostil do controle acionário das firmas (*takeover*), a disponibilidade de um sistema de financiamento adequado ao investimento passou a ser considerada um fator relevante para a análise econômica, uma vez que afetaria tanto as decisões das empresas como a taxa de crescimento da economia. O nível global de investimento em uma determinada economia não poderia mais ser tomado como uma variável

2. Modigliani e Miller (1958, p. 296, tradução nossa): “A nossa abordagem tem sido estática, análise de equilíbrio parcial. Ela supõe, entre outras coisas, uma concorrência atomizada nos mercados de capital e uma maior facilidade de acesso a estes mercados que apenas um grupo relativamente pequeno (porém importante) das empresas sequer chegou perto de possuir”. (“*Our approach has been that of static, partial equilibrium analysis. It has assumed among other things a state of atomistic competition in the capital markets and an ease of access to those markets which only a relatively small (though important) group of firms even come close to possessing*”).

3. O teorema permitiu o desenvolvimento da teoria neoclássica do investimento, sem referências a fatores financeiros, estabelecida, entre outros, por Hall e Jorgenson (1967).

4. Os próprios autores apresentaram uma versão alternativa da teoria, relaxando algumas hipóteses relativas à cobrança de impostos (Modigliani e Miller, 1963).

5. “*it is ironic that a paper which purportedly established that one need not pay any attention to financial structure – that financial structure was irrelevant – should have focused economists’ attention on finance*”.

independente do padrão de financiamento adotado pelas empresas (Stiglitz, 1973; Stiglitz e Weiss, 1981). Como salientam Fazzari, Hubbard e Petersen (1988, p. 142, tradução nossa):

Modelos de empresas representativas convencionais em que a estrutura financeira é irrelevante para a decisão de investimento podem aplicar-se muito bem a companhias maduras com perspectivas bem conhecidas. Para outras empresas, no entanto, fatores financeiros importam, no sentido de que o capital externo não é um substituto perfeito para os fundos internos, particularmente no curto prazo.⁶

A relevância da dimensão financeira abriu uma ampla discussão sobre qual seria a estrutura ótima de capital para as empresas e os fatores que a condicionariam. Surgiu um extenso conjunto de estudos teóricos e empíricos, com firmas individuais e agregadas, sobre as estruturas de capitais das corporações. Não é objetivo deste trabalho efetuar uma resenha exaustiva destes diferentes estudos, que essencialmente procuram discutir os diversos modelos e aplicá-los, utilizando-se de bases de dados de países desenvolvidos e em desenvolvimento.⁷ Apresenta-se a seguir uma brevíssima síntese das principais teorias e modelos aplicados pela literatura sobre o tema.

Segundo a *pecking order theory of finance*, haveria uma ordem de preferência entre três fontes – ações, dívida ou lucros retidos – para o financiamento da expansão. As corporações prefeririam sempre utilizar recursos próprios (lucros retidos, depreciação do capital fixo) aos capitais de terceiros e, quando estes se tornam necessários, recorreriam primeiro ao endividamento e depois à emissão de ações (Myers, 1984).⁸ No *static trade-off model* ou *target model*, as empresas procurariam sempre uma estrutura de capital “ótima”, que minimizasse seus custos e riscos. Quanto maiores as vantagens de custo associadas ao patamar corrente das taxas de juros e dos impostos, maior a tendência ao uso de endividamento; o inverso ocorreria quanto maior fosse o risco de falência. O resultado seria uma relação endividamento/emissão ótima para a firma (Bradley, Jarrell e Kim, 1984). Por fim, pela estratégia do *market timing*, ou janela de oportunidades, os gestores

6. “Conventional representative firm models in which financial structure is irrelevant to the investment decision may well apply to mature companies with well-known prospects. For others firms, however, financial factors appear to matter in the sense that external capital is not a perfect substitute for internal funds, particularly in the short run”.

7. Ver, por exemplo, Harris e Raviv (1991), que oferecem uma classificação das principais contribuições: modelos baseados em custos de agência, em que uma determinada estrutura de financiamento pode contribuir para reduzir os conflitos de interesse entre gerentes e acionistas; modelos baseados em informação assimétrica, em que uma determinada opção de financiamento revela informações privadas ao mercado; modelos em que a natureza do produto (durável ou não durável) ou da competição (oligopólios versus concorrência perfeita) em determinado mercado desencadeia implicações sobre o padrão de financiamento; e modelos baseados no controle (*control models*), em que a disputa pelo controle da firma – por meio de operações de *takeovers* ou entre credores e acionistas – define a estrutura de capital. Ver também Zonenschain (1998), Rodrigues Júnior e Melo (1999), Moreira e Puga (2000), Basso, Mendes e Kayo (2004) e Sant’anna (2008 e 2009), entre outros que realizam estudos sobre a estrutura financeira das corporações brasileiras.

8. O conjunto das corporações americanas, por exemplo, recorreriam, sobretudo, a lucros retidos para financiar investimentos em capital fixo.

das empresas acompanhariam tanto o mercado de dívidas como o de ações, utilizando o meio de financiamento mais conveniente a cada momento. Se as condições estiverem propícias, buscariam captar os recursos para financiar uma oportunidade de investimento. Por sua vez, se os mercados não estiverem favoráveis, os recursos não seriam tomados e a decisão de investir seria adiada (Baker e Wurgler, 2002).

A partir de modelos institucionais e históricos distintos, Zysman (1983) elaborou uma tipologia dos modelos de sistema financeiro predominantes em diferentes países, os quais favoreceriam determinadas estruturas de capital para as empresas e condicionariam processos distintos de ajustamento e reestruturação do setor produtivo. Para o autor, haveria três tipos de sistemas financeiros: *i)* baseados em mercados de capitais; *ii)* baseados nos mercados de crédito, porém rigorosamente controlados pelos governos; e *iii)* baseados nos mercados de crédito, mas dominados pelas instituições financeiras.

No primeiro modelo, o sistema baseado em mercados de capitais (*capital market-based financial system*), os recursos seriam alocados por intermédio dos preços, formados em mercados competitivos. As principais fontes de financiamento de longo prazo à indústria seriam os bônus e ações emitidos diretamente pelo agente tomador; haveria uma tendência à especialização dos bancos em operações de empréstimos de curto prazo e das demais instituições financeiras em emissões de *securities* (bônus e ações). Estados Unidos e Inglaterra seriam os representantes típicos de sistemas financeiros baseados nos mercados de capitais.

Nesse sistema, a principal função dos empréstimos bancários é atender a propósitos de curto prazo. Em cada um dos diversos mercados os preços são fixados em condições razoavelmente competitivas, situação que implica uma variedade de instrumentos de capital, de mercados monetários e uma grande quantidade de instituições financeiras especializadas. (...) Nesse sistema, o banco central se ocupa principalmente com o controle dos agregados monetários, seja a quantidade da oferta monetária, seja o nível da taxa de juros. Somente de forma secundária influencia a alocação de recursos entre aplicações alternativas. (...) O banco central pode agir como emprestador de última instância, porém apenas de forma muito limitada. Quando intervém num *capital market-based system*, isso ocorre por meio de operações de compra e venda, criando as condições de mercado desejadas; (...). *Esse modelo coloca os bancos, as empresas e o Estado em esferas distintas, fora das quais arriscam e se encontram como parceiros de negócios autônomos* (Zysman, 1983, p. 70, grifo no original, tradução nossa).

O segundo modelo seria baseado no crédito (*credit-based financial system*), com os preços cruciais fixados pelo Estado. Os empréstimos de longo prazo estreitariam as relações entre os bancos, as instituições financeiras e as corporações. Em situação de dificuldade de determinada empresa, os credores tenderiam a reagir, aumentando o grau de controle, de modo a monitorá-la mais de perto. França, Itália e Japão seriam os representantes dos sistemas financeiros baseados no crédito, sob controle do Estado.

O mercado de capitais (ações e de bônus) não é facilmente acessível aos tomadores privados, embora seja frequentemente utilizado pelo governo para levantar recursos para seus projetos. Dada a debilidade dos mercados de capitais, as empresas precisam recorrer a instituições de crédito, tanto especializadas como bancos universais, para obter os fundos de que necessitam. De fato, os bancos universais podem atuar como meios relevantes de acesso ao mercado de capitais, terminando como proprietários ou detentores de grande parte do capital votante de empresas importantes. Porém, como o crédito está no cerne das finanças corporativas, é crucial a capacidade de o sistema bancário ampliar os empréstimos para as empresas. O governo apoia os empréstimos bancários e facilita a criação de moeda (*Government chooses to underpin bank lending and to facilitate money creation*). Por fim, o governo determina os preços em mercados importantes para estruturar as prioridades na economia. (...) Para resumir o segundo modelo, o crédito ampliado pelas instituições torna-se o pivô principal do sistema de financiamento das empresas, sendo o governo atraído para apoiar o sistema e fazer as escolhas administrativas sobre alocação. O papel do governo é aparentemente compensar a fragilidade existente no sistema financeiro privado (Zysman, 1983, p. 71-72, tradução nossa).

O terceiro modelo seria também baseado em crédito (*credit-based financial system*), porém com os preços fixados pelas instituições financeiras com grande poder de mercado, pouco dependentes da assistência estatal. Alemanha e Suécia seriam os representantes típicos desse sistema.

Os mercados, não as ações administrativas (do governo), determinam os preços, mas o movimento dos preços nos mercados reflete essa concentração de poder financeiro. (...) Nesse modelo, o Estado busca objetivos agregados em vez de alocativos, fazendo-o por meio de transações de mercado em vez de técnicas administrativas. Consequentemente, as instituições financeiras exercem influência sobre as questões das empresas por meio de seu poder de mercado nos empréstimos e seu domínio no acesso aos mercados de *securities* (bônus e ações). *O governo não possui o aparelho para ditar escolhas alocativas às instituições financeiras e, portanto, não possui instrumentos independentes no sistema financeiro para exercer influência sobre as companhias. Os bancos, porém, podem atuar como aliados – e de forma negociada – na implementação das políticas públicas* (Zysman, 1983, p. 72, grifo no original, tradução nossa).

Para Zysman (1983, p. 72), o segundo e o terceiro modelo seriam soluções desenvolvidas por países de processo de industrialização atrasada (*late development*), enquanto o primeiro estaria relacionado aos países de industrialização originária (*earlier industrial transformation*). Isto porque os modelos baseados em crédito seriam mais favoráveis à interferência do Estado, que pode utilizar-se do sistema financeiro como instrumento de política industrial e econômica.⁹ Uma das vantagens dos sistemas baseados em mercado seria a possibilidade de o investimento ser

9. Sobre a importância do financiamento bancário para o desenvolvimento econômico e social, ver, por exemplo, Singh (1993). Mayer (1990), a partir de uma análise das diversas teorias sobre os determinantes da estrutura de capital das firmas, também sugere uma superioridade do financiamento bancário sobre as outras fontes de financiamento.

realizado sem que o investidor tenha de reter o título ou a ação por todo o período do investimento. A liquidez resultante, por um lado, amplia a oferta de capital para novos investimentos; por outro, contudo, diminui o horizonte do investimento, podendo dificultar a realização de projetos com retorno de mais longo prazo e gerar maior volatilidade do capital, com prejuízo às inversões em inovações tecnológicas e infraestrutura.¹⁰ Nas economias em que há um mercado secundário desenvolvido e dinâmico, este contribui para definir o preço que norteia a emissão primária, possibilitando a alocação dos recursos. Entretanto, se o Estado precisar atuar de forma direta em algum momento, encontrará as instituições financeiras como potenciais rivais e avessas à interferência.

Essa taxionomia permite que se identifiquem padrões nacionais de financiamento e de organização do capital, que refletem não apenas as estruturas dos mercados de capital e de crédito e as interpenetrações com o Estado, mas também as relações entre empresas e instituições financeiras. Por um lado, as características institucionais e as relações entre bancos e empresas do Japão, da Alemanha, da França e da Itália tenderiam a ampliar os fluxos de informação entre credores e devedores, possibilitando um elevado grau de endividamento das corporações. Estes constituiriam os países de alta alavancagem (*high-leverage countries*). Por outro lado, as empresas americanas, bem como as inglesas e as canadenses, caracterizar-se-iam por uma maior margem de autofinanciamento, o que permite caracterizar estes países como de baixa alavancagem (*low-leverage countries*).¹¹

O cerne desta discussão, em grande parte inconclusa, está nas vantagens e desvantagens do mercado de capitais em relação ao crédito bancário como principal fonte de financiamento externo das empresas e suas implicações sobre o crescimento econômico. A literatura mais recente tem procurado enfatizar que a questão crucial não é a estrutura de financiamento do país em si – se é bancária ou se predomina o mercado de capitais –, mas sim o quão diversificados são os serviços financeiros disponíveis (Moreira e Puga, 2000, p. 11; Levine, 2001). Relatório do Banco de Compensações Internacionais (BIS, 2009, p. 13) aponta para a mesma direção: “*in a modern financial system, bank-based finance and market-based finance should be viewed as complementary rather than as rivals or substitutes*”.

10. Lazonick (2007 e 2008) argumenta que a discussão dominante sobre as finanças corporativas carece de uma teoria para a firma inovadora. Observa que o período recente de prosperidade industrial nos Estados Unidos foi caracterizado por: i) integração organizacional dos gerentes, que propiciou incentivos para as pessoas aplicarem suas habilidades e esforços a fim de gerar produtos de alta qualidade e baixo custo em comparação com os disponíveis; e ii) existência de um conjunto de relações que garantiam a alocação de fundos para sustentar o processo de inovação cumulativo até que este pudesse gerar retornos financeiros. Quando estes dois elementos se combinam, são estabelecidas as condições sociais para o empreendimento inovador. Para uma discussão sobre o financiamento da inovação tecnológica, ver também Kregel e Burlamaqui (2006).

11. Aglietta (2004) enfatiza que nos países com predomínio dos mercados de capitais tende a prevalecer o autofinanciamento. Para uma avaliação crítica da governança corporativa (*corporate governance*), entendida como um conjunto de regras e padrões de comportamento que induzem as companhias a maximizar o valor dos acionistas (*shareholder value*), característica dos sistemas baseados em mercados de capitais, ver Fracalanza, Raimundo e Miranda (2009).

Por sua vez, documento da UNCTAD atualiza essa discussão, ressaltando que: “dadas as dificuldades de os investidores potenciais obterem acesso ao sistema bancário e ao mercado de capitais, não surpreende que os lucros retidos sejam a principal fonte de financiamento do investimento em todas as regiões” (UNCTAD, 2008b, p. 119, tradução nossa). De acordo com evidências empíricas provenientes de estruturas de financiamento médias de mais de 32 mil empresas de cem países desenvolvidos, em desenvolvimento e economias em transição entre 2002 e 2006:

as empresas em âmbito mundial financiam cerca de dois terços de seus investimentos com lucros retidos e uma fração de 16% a 23%, dependendo do tamanho da empresa, com empréstimos bancários. O financiamento acionário é relativamente pouco importante, representando apenas cerca de 3% do financiamento do investimento – uma participação menor que o apoio financeiro das famílias e dos amigos (UNCTAD, 2008b, p. 119, tradução nossa).¹²

Na verdade, o padrão de financiamento das corporações varia substancialmente em termos de tamanho das empresas e regiões em que atuam (tabela 1). O predomínio dos lucros retidos permanece abaixo da média para as empresas dos países desenvolvidos e de economias emergentes – excluindo-se as economias em transição – da América Latina e Caribe e da Ásia. O financiamento bancário prevalece entre as grandes empresas, particularmente na África, enquanto as pequenas utilizam mais os lucros retidos e recursos provenientes de famílias e amigos. As ações adquirem maior importância na Ásia e nas economias emergentes da Europa Central e do Leste. Para as firmas da América Latina e Caribe, o crédito comercial (*trade credit accounts*) assume uma proporção relativa maior no financiamento total. As operações de *leasing*, incluídas na categoria “outros”, são relativamente importantes para as empresas dos países desenvolvidos e das economias emergentes na Europa Central e do Leste. No conjunto, as novas empresas tendem a financiar seus investimentos por meio do crédito bancário em menor proporção que as empresas mais antigas; recorrem mais aos recursos das famílias e amigos, bem como às ações (última linha da tabela 1).

Dados de alguns países salientam as diferenças nas fontes de financiamento do investimento fixo (tabela 2). A estrutura de capital das empresas chinesas em 2003, por exemplo, diferia significativamente da de outros países, uma vez que os lucros retidos assumiam uma participação muito baixa nas fontes de financiamento do investimento, enquanto a categoria “outros” desempenhava um papel relevante (44,5% na média total). Para as empresas estatais, esta classificação inclui recursos provenientes dos governos locais, bem como diversos outros canais, inclusive o mercado de capitais, e pode incluir também lucros retidos mal classificados. De acordo

12. “Firms worldwide finance about two thirds of their investments from retained earnings and another 16 to 23 per cent, depending on the size of the firm, from bank loans. Equity financing is of relatively little importance, accounting for only about 3 per cent of investment financing – a share that is even smaller than financial support from family and friends”.

com os resultados de pesquisa anterior, realizada com dados de 1999, as empresas chinesas financiavam 60% dos seus investimentos fixos com lucros retidos, patamar semelhante ao dos outros países (tabela 2).¹³ Empresas chinesas também fazem uso relativamente extensivo do mercado acionário. Isto reflete, em grande parte, o processo de privatização, parcial ou total, das empresas estatais, dado que o número de corporações domésticas ampliando seu capital por meio da emissão de novas ações é ainda relativamente pequeno (UNCTAD, 2008b, p. 119).

TABELA 1

Fontes de financiamento do investimento, grupos de países selecionados (2002-2006)

	Países	Firmas	Fundos internos e lucros retidos (%)	Bancos comerciais domésticos e estrangeiros (%)	Fundos estatais e de investimento (%)	Crédito comercial (%)	Ações (%)	Família e amigos (%)	Outros (%)
Todos os países									
Todas as firmas	100	32.809	65,5	16,1	1,3	3,2	3,0	3,8	7,1
Pequenas	100	12.388	69,0	12,4	1,1	3,0	3,4	4,7	6,4
Médias	100	11.235	63,1	17,9	1,5	3,4	3,4	3,1	7,7
Grandes	100	9.036	59,7	22,9	2,5	3,4	2,9	1,5	7,1
Países desenvolvidos									
Todas as firmas	5	2.592	59,3	20,0	0,6	3,0	3,8	1,2	12,0
Pequenas	5	1.618	63,2	18,1	0,3	2,7	3,2	1,7	10,9
Médias	5	575	53,4	22,8	0,8	3,0	5,0	0,4	14,5
Grandes	5	399	50,0	25,5	1,5	3,4	5,0	0,5	14,2
Economias emergentes da Europa									
Todas as firmas	8	2.334	59,6	13,9	1,1	2,4	7,4	2,5	13,1
Pequenas	8	1.290	62,8	10,1	0,2	2,8	7,5	4,2	12,3
Médias	8	621	55,3	18,3	1,4	2,4	8,2	0,4	14,0
Grandes	8	423	57,8	18,0	3,0	1,4	6,5	0,1	13,2
América Latina e Caribe									
Todas as firmas	20	7.845	60,6	20,2	1,5	6,8	1,2	2,7	7,0
Pequenas	20	2.622	62,2	18,6	1,1	6,4	0,8	3,2	7,8
Médias	20	3.265	58,9	21,2	1,1	7,6	1,6	2,8	6,9
Grandes	20	1.938	58,8	24,4	2,8	6,3	1,1	1,3	5,3
África									
Todas as firmas	31	6.100	73,8	12,7	1,3	2,1	0,8	3,7	5,6
Pequenas	31	2.642	77,8	8,9	1,1	2,4	0,8	4,3	4,8
Médias	31	2.059	69,9	16,1	2,0	1,9	1,0	2,5	6,6
Grandes	31	1.372	63,4	24,3	2,0	2,3	1,1	0,8	6,1

(Continua)

13. Essa perspectiva é corroborada por Miguel (2009): “o aumento da poupança ocorrido na China se deu em grande medida no setor corporativo, a partir dos lucros retidos das empresas, que cresceram de 2% do PIB [produto interno bruto] em 2002 para 10% do PIB em 2008”. Ver também Chen (2004).

(Continuação)

	Países	Firmas	Fundos internos e lucros retidos (%)	Bancos comerciais domésticos e estrangeiros (%)	Fundos estatais e de investimento (%)	Crédito comercial (%)	Ações (%)	Família e amigos (%)	Outros (%)
Ásia: Sul, Sudeste e Leste									
Todas as firmas	17	9.309	49,3	21,0	1,6	2,8	8,9	7,2	9,3
Pequenas	17	2.055	53,4	14,4	2,1	2,5	11,4	8,3	7,8
Médias	17	3.223	50,2	19,2	1,4	2,8	9,3	7,4	9,7
Grandes	17	3.928	46,4	25,9	2,8	3,1	8,0	5,0	8,8
Economias em transição da Europa									
Todas as firmas	12	3.008	72,5	14,5	1,0	2,3	1,9	3,2	4,6
Pequenas	12	1.448	77,0	10,4	0,4	1,7	2,0	5,0	3,5
Médias	12	915	69,8	16,5	1,0	2,5	2,3	2,5	5,4
Grandes	12	645	65,7	20,6	2,3	4,1	1,2	0,3	5,8
Economias em transição da Ásia Central									
Todas as firmas	7	1.621	81,4	10,1	1,9	1,3	0,2	2,9	2,2
Pequenas	7	713	84,6	7,7	1,0	0,4	0,0	4,5	1,8
Médias	7	577	79,6	11,1	2,0	2,3	0,4	2,5	2,0
Grandes	7	331	77,8	14,0	3,1	1,2	0,1	1,0	2,8
<i>Memo: firm-based averages</i>									
Todas as firmas		32.809	58,9	19,5	1,3	3,7	4,7	3,6	8,2
Pequenas		12.388	67,7	12,5	0,7	3,5	4,2	4,9	6,4
Médias		11.235	56,8	20,6	1,4	4,3	4,8	3,4	8,7
Grandes		9.036	49,6	27,5	2,1	3,3	5,4	2,1	10,0
Novas firmas		1.070	63,9	13,8	1,7	2,7	6,0	6,1	5,8

Fonte: UNCTAD, a partir da base de dados do Banco Mundial, *Enterprise Survey*. Disponível em: <<http://www.enterprisesurveys.org>>.

Obs.: 1. Foram consideradas novas firmas aquelas com dois anos ou menos; pequenas, com menos de vinte empregados; médias, com de vinte a 99 empregados; e grandes, com mais de 99 empregados.

2. Economias emergentes da Europa correspondem a República Tcheca, Estônia, Hungria, Letônia, Lituânia, Polônia, Eslováquia e Eslovênia.

TABELA 2
Fontes de financiamento do investimento – países selecionados (1999-2006)

	Empresas	Fundos internos e lucros retidos (%)	Bancos comerciais domésticos e estrangeiros (%)	Fundos estatais e de investimento (%)	Crédito comercial (%)	Ações (%)	Família e amigos (%)	Outros (%)
Brasil (2003)								
Todas as firmas	1.351	56,3	14,3	8,5	8,7	4,3	1,2	6,7
Pequenas	226	58,0	10,8	5,7	13,0	3,5	2,2	6,7
Médias	736	58,6	14,8	6,4	8,2	3,8	1,4	6,9
Grandes	384	51,2	15,0	14,1	7,4	5,7	0,3	6,2
China (2003)								
Todas as firmas	1.342	15,2	20,4	0,5	1,0	12,4	5,9	44,5
Pequenas	169	13,7	8,6	0,9	0,0	16,7	11,0	49,0
Médias	478	14,6	15,2	0,6	1,1	12,4	8,6	47,5
Grandes	686	16,2	26,8	0,4	1,2	11,4	2,7	41,1
China (1999)								
Todas as firmas	94	59,6	9,7	6,4	2,9	2,8	6,2	12,5
Pequenas	42	64,9	6,8	5,0	1,0	0,3	9,0	13,0
Médias	27	61,6	8,0	10,1	3,9	3,9	3,9	8,6
Grandes	25	48,4	16,3	4,6	5,0	5,6	4,1	15,9
China (2003)								
Estatais	263	11,5	25,3	1,0	0,0	4,7	1,2	56,3
Privadas (domésticas)	831	15,9	18,4	0,3	1,1	14,1	8,7	41,6
Egito (2004)								
Todas as firmas	716	86,1	6,9	0,2	0,8	3,8	0,9	1,3
Pequenas	287	90,1	3,9	0,0	1,2	2,2	1,4	1,2
Médias	275	87,0	6,6	0,4	0,8	3,3	0,7	1,3
Grandes	154	77,4	13,1	0,3	0,0	7,6	0,3	1,2
Índia (2005)								
Todas as firmas	1.476	52,0	32,2	0,0	4,5	1,1	6,9	3,3
Pequenas	612	51,2	25,9	0,0	6,4	1,1	10,9	4,6
Médias	497	54,5	33,2	0,0	4,1	0,8	4,6	2,7
Grandes	284	51,4	41,6	0,0	2,0	1,8	2,1	1,2
Rússia (2005)								
Todas as firmas	431	85,0	6,5	1,2	2,4	0,2	1,1	3,6
Pequenas	183	90,9	3,5	0,0	1,5	0,0	1,5	2,6
Médias	132	82,2	7,3	1,5	3,6	0,0	1,6	3,9
Grandes	116	78,8	10,3	2,8	2,6	0,7	0,1	4,7

Fonte: UNCTAD, a partir das bases de dados do Banco Mundial, *Enterprise Survey*, disponível em: <<http://www.enterprisesurveys.org>>; e Banco Mundial, *World Business Environment Survey*, disponível em: <<http://go.worldbank.org/RV060VBJU0>>.

Obs.: 1. Foram consideradas pequenas firmas aquelas com menos de vinte empregados; médias, com de vinte a 99 empregados; e grandes, com mais de 99 empregados.

2. Para dados sobre a China de 1999, as pequenas firmas correspondem àquelas com menos de cinquenta empregados; as médias, àquelas com de cinquenta a quinhentos empregados; e as grandes, àquelas com mais de quinhentos empregados.

A principal fonte de financiamento do investimento das empresas no Egito e na Rússia consiste nos lucros retidos, enquanto na Índia destacam-se os bancos.¹⁴ No Brasil, mecanismos especiais de financiamento do desenvolvimento desempenham papel relevante,¹⁵ com destaque para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), principal instituição financeira de desenvolvimento do país, que sobreviveu à onda de redução da presença do Estado na atividade bancária na década de 1990. Projetos em infraestrutura e de expansão da indústria de transformação predominam entre os desembolsos desta instituição (UNCTAD, 2008b, p. 121-122).¹⁶

Em resumo, o padrão de financiamento do investimento produtivo – em todos os países – tende a privilegiar as fontes internas em relação às externas, e, em menor proporção, o financiamento acionário. Mas, neste padrão geral, há diferenças substantivas entre os países e entre as empresas. O crédito bancário tende a ter maior expressão nas grandes corporações, enquanto as pequenas e novas firmas recorrem mais aos lucros retidos, bem como a recursos provenientes de famílias e amigos – às vezes, por mecanismos informais –, dadas as dificuldades de acesso às fontes externas de financiamento para seus investimentos.¹⁷

2.2 Financiamento do investimento em uma economia monetária

Outro arcabouço teórico sobre o financiamento do investimento tem origem associada ao pensamento de Keynes, Kalecki e Minsky. Neste paradigma, a acumulação de capital é financiada principalmente pelos lucros retidos das corporações, mas o sistema financeiro desempenha um papel crucial na mobilização dos recursos necessários para a expansão dos investimentos. Isto porque as instituições financeiras, particularmente os bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento, não são intermediários passivos, que apenas facilitam as transações entre os agentes não financeiros (famílias, empresas etc.). São atores dinâmicos que

14. Para uma discussão sobre o sistema financeiro chinês, ver Cintra (2009a). Para um panorama do sistema financeiro indiano, ver Cintra (2007).

15. Para diversas avaliações sobre o sistema de financiamento brasileiro, ver Tavares (1972 e 1983), Silva (1981), Calabi *et al.* (1981), Almeida (1987, 1994), Cruz (1994), Crocco e Santos (2006), Torres Filho (2006, 2008, 2009), Freitas (2007), Cintra (2009b), e Oliveira (2009).

16. Conforme a UNCTAD (2008b, p. 103, tradução nossa): “Em geral, a despeito da elevada participação do governo na reestruturação do sistema bancário e do maior papel dos bancos estrangeiros na maioria dos países que liberalizaram e desregulamentaram seus setores financeiros, as condições de financiamento mantiveram-se desfavoráveis para as corporações e para o financiamento dos investimentos. O acesso ao crédito continuou segmentado, e o custo do financiamento, elevado, embora fosse esperado que as reformas financeiras introduzissem maior concorrência e redução no custo do crédito”. (“*In general, despite heavy government involvement in the restructuring of the banking system and the greater role of foreign banks in most countries that liberalized and deregulated their financial sector, financing conditions have remained unfavourable for corporate and investment finance. Access to credit continues to be segmented and financing costs high, even though financial reforms were expected to introduce more competition and reduce the cost of credit.*”) Para um panorama do financiamento estrangeiro das corporações dos países em desenvolvimento, ver The World Bank (2007). Para as multinacionais, ver UNCTAD (2008a).

17. A pesquisa de Roberto Alexandre Zanchetta Borghi, neste volume, detalha o padrão de financiamento das corporações automobilísticas, em âmbito global.

distribuem recursos (poder de compra) entre os diferentes agentes econômicos e setores com diversos propósitos (consumo, investimento) em consonância com seus objetivos de valorização e acumulação de capital.¹⁸

2.2.1. O circuito keynesiano *finance-investimento-funding*

Para Keynes (1930), em uma economia monetária dotada de um moderno sistema de crédito, a demanda de moeda consiste, fundamentalmente, em uma demanda de depósitos bancários. Nessas condições, a trajetória da economia depende da interação entre: *i*) a esfera “real”, da evolução dos rendimentos dos fatores de produção; e *ii*) a esfera “monetária”, da compatibilidade entre a disposição de os bancos criarem crédito (e, portanto, depósitos) e as avaliações do público – baixista ou altista – quanto ao movimento futuro dos preços das dívidas e dos ativos financeiros. A demanda do público distribui-se entre dois tipos de depósitos: *i*) os depósitos à vista, que servem para financiar o gasto das empresas com a geração do produto e o dispêndio da renda pelas famílias; e *ii*) os depósitos a prazo, que se destinam a manter reservas líquidas, na expectativa de mudança nos preços dos estoques de riqueza.¹⁹

Nessa economia, as decisões dos capitalistas são tomadas a partir de expectativas a respeito da evolução de dois conjuntos de preços: *i*) os preços da produção corrente *vis-à-vis* os dos ativos de capital; e *ii*) as variações esperadas nos preços das dívidas contraídas para sustentar a posse daqueles ativos. O primeiro sistema de preços expressa o conceito de *eficácia marginal do capital*; o segundo relaciona o preço das dívidas e demais compromissos com a disposição dos detentores de riqueza líquida de comprar aqueles títulos que representam direitos contra a riqueza produtiva. São as expectativas sobre a evolução destes dois conjuntos de preços que determinam as decisões quanto à forma de posse da riqueza dos agentes que controlam os meios de produção e o crédito e, portanto, a demanda efetiva.²⁰

Assim, a dinâmica econômica resultará, por um lado, da expectativa dos empresários a respeito dos fluxos de rendimentos prováveis decorrentes das suas decisões de colocar em operação a capacidade produtiva existente, tanto no setor de bens de consumo como no de bens de capital. No entanto, estas decisões de gasto estão subordinadas às expectativas dos possuidores de riqueza líquida – ou

18. Para uma síntese deste paradigma, ver Prates *et al.* (2009).

19. Keynes (1930, p. 191): “essa função dual dos bancos (recebimento de depósitos à vista e a prazo) é a chave para muitas dificuldades na moderna teoria da moeda e do crédito e fonte de sérias confusões.” De um lado, os depósitos à vista nos bancos comerciais proveriam de moeda seus depositantes e, por meio do sistema de reservas fracionadas, de recursos adicionais os tomadores de empréstimos. Os bancos criariam, então, moeda, operando como uma câmara de compensação e transferindo ordens de pagamentos entre os clientes. Neste caso, os “empréstimos criariam depósitos”. De outro lado, os depósitos a prazo atuariam meramente como intermediários nos empréstimos de capital. Receberiam depósitos a prazo do público e os empregariam em investimentos financeiros ou na produção. Aqui, seriam os “depósitos que possibilitariam os empréstimos”. Ver Chick (1986; 1994).

20. Conforme Keynes (1936, p. 121): “a curva da eficiência marginal do capital comanda as condições em que se demandam fundos disponíveis para novos investimentos, enquanto a taxa de juros rege os termos em que esses fundos são correntemente oferecidos”.

seja, do sistema bancário em última instância – de criar liquidez incorporando novos títulos de dívida à sua carteira de ativos (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 40).²¹

A capacidade de o sistema bancário expandir o crédito e, por conseguinte, criar novos depósitos (moeda escritural, que serve como meio de pagamento) depende, em uma economia fechada, da demanda do público e do comportamento das reservas em moeda estatal mantidas junto ao Banco Central. A taxa de redesconto e as operações de mercado aberto, manejadas pelo Banco Central, são a pedra angular deste sistema de pagamentos e de provimento de liquidez. Estes instrumentos refletem a capacidade das autoridades monetárias de, alterando o volume e o custo de obtenção das reservas bancárias, ampliar ou contrair as condições de monetização das dívidas e ativos financeiros existentes e também dos novos fluxos de créditos emitidos para financiar os gastos na economia. Porém, o êxito ou malogro das operações do Banco Central estão condicionados às alterações no “estado de expectativas” dos possuidores de riqueza. Keynes (1936) encontrou uma definição mais precisa para este fenômeno na *teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros*. As taxas de juros representam o prêmio para que as pessoas se desfaçam da moeda em suas formas mais líquidas. A taxa de juros, portanto, é uma medida do grau de incerteza e da preferência pela liquidez. Conforme Keynes (1937c, p. 173):

em parte por motivos razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro. Embora este sentimento em relação ao dinheiro também seja convencional e instintivo, ele atua, por assim dizer, num nível mais profundo de nossa motivação. Ele se enraíza nos momentos em que se enfraquecem as mais elevadas e mais precárias convenções. A posse de dinheiro real tranquiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separarmos dele é a medida do grau de nossa inquietação.

Enfim, a existência de um sistema de bancos comerciais emissores de moeda escritural intermediando os fluxos de financiamento libera os investidores não apenas de qualquer necessidade prévia de poupança, mas também da riqueza acumulada no passado e de sua distribuição. Os bancos financiam o investimento por meio de um fundo rotativo – o fundo *finance* – e, se isto for insuficiente, pela multiplicação de seus depósitos à vista. O investimento é, então, financiado no mercado monetário, independentemente da captação antecipada de capital-moeda, e sem comprometer a autossustentação do processo de acumulação.

21. Quando o investimento é decidido, a economia como um todo se torna menos líquida. Isto se dá independentemente da fonte de financiamento. Se a origem dos recursos são os fundos próprios da acumulação interna das empresas aplicados à vista ou a prazo em depósitos bancários, o banco é forçado a ceder liquidez. Se a fonte são recursos mantidos em caixa pelas empresas, são estas que cedem a si próprias a liquidez. Se a fonte é um empréstimo, o banco cede liquidez em troca de um ativo, uma dívida da empresa. Se os recursos provêm de uma emissão de bônus ou de ações, os investidores aceitam ceder liquidez em troca de um título, de propriedade ou de dívida. Assim, no momento em que se concretiza a decisão de investir, há uma demanda de liquidez, o que pode desencadear uma elevação da taxa de juros, dependendo da disposição dos possuidores de riqueza – entre eles, destacadamente, os bancos – de se tornarem menos líquidos (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 47-48).

Conforme Keynes (1937b, p. 168):

o *finance* constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é “usado”, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. (...) Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento *ex ante* corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento *ex post* corrente.

Desse modo, o *finance* constitui-se de linhas de crédito ou avanços bancários que permitem antecipar recursos futuros (receita futura) com o propósito de financiar o investimento. Portanto, antecede o investimento e não tem nenhuma relação com a poupança prévia ou *ex ante*, mas com a criação de crédito. Como sugerido, demanda por liquidez é o mesmo que demanda por empréstimos bancários. Mas o motivo *finance* não se confunde com os outros motivos de demanda de liquidez (transação, precaução e especulação).

A demanda *finance* de liquidez é delimitada pelo fato de que os fundos avançados pelo sistema bancário são repostos tão logo as decisões de gasto são concretizadas. Neste momento, a iliquidez momentânea é superada, em termos macroeconômicos, não a partir da formação de uma poupança da renda gerada, mas da corrente de gastos monetários que o investimento desencadeia ao ordenar a produção dos bens que formarão o novo capital produtivo. Este fluxo monetário reaparece no sistema bancário sob a forma de novos depósitos. O processo que recompõe o fundo rotativo e repõe a liquidez momentaneamente contraída é o de produção e de geração da renda. A recomposição é estabelecida no âmbito macroeconômico, no sentido de que os fundos avançados pelos bancos a eles retornam. Isto não significa que os devedores originais tenham liquidado suas dívidas, o que só pode ser efetuado pelas empresas a partir da apropriação da renda gerada sob a forma de lucro.²² Os prazos de pagamentos vão depender de muitos fatores, sendo possível imaginar que ocorram em um único período de produção, como na formação de capital circulante ou capital líquido (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 51).

22. Segundo a UNCTAD (2008b, p. 91, tradução nossa): “O crédito é criado *ex nihilo* quando um banco comercial concede a uma empresa um empréstimo que pode ser financiado por uma operação com o Banco Central – por meio do redesconto ou do mercado aberto –, o que implica um aumento da oferta monetária. A empresa expande a capacidade produtiva de bens e de serviços, utilizando-se do crédito adicional, amplia a renda agregada e cria a contrapartida na economia real do aumento da oferta monetária. A entrada de maior fluxo de caixa na empresa permite que o empréstimo seja pago. O aumento nos lucros corporativos e na poupança das famílias resultantes destas atividades adicionais no lado real da economia leva a um equilíbrio *ex post* dos investimentos e das poupanças agregados”. (“Credit is created *ex nihilo* when a commercial bank extends to a firm a loan that can be financed by borrowing from the central bank via the discount window or open market operations, which implies an increase in the money supply. The nominal value of the firm’s expansion of productive capacity and production of additional goods and services, for which the additional credit was used, increases aggregate income and creates the real economy counterpart to an increase in the money supply. The firm’s larger cash inflow allows the loan to be paid back. The increase in corporate profits and household savings resulting from these additional activities on the real side of the economy lead to an *ex post* balancing of aggregate investments and savings”.)

Enfim, a determinação lógica ocorre da criação de crédito para financiar o investimento, que, se bem-sucedido, gera a poupança (lucros) que será usada para o pagamento do empréstimo.

Segundo Belluzzo e Almeida (2002, p. 49):

reproduzindo-se a mesma demanda de *finance*, esta encontrará o fundo anteriormente avançado pelos bancos já reconstituído, de forma que o motivo *finance* passa a ser neutro em seu possível efeito sobre a taxa de juros. Isto decorre, em outras palavras, de ser um “fundo rotativo” o avanço bancário para suprir a demanda de liquidez pelo motivo *finance*. Evidentemente, alterando-se a decisão de formar novo capital real ou ainda a decisão bancária de emprestar, recoloca-se o problema de liquidez/iliquidez do sistema. São os casos, por exemplo, de um aumento dos investimentos em capital fixo, como em um *boom* de investimento; ou de uma decisão empresarial de formar capital de giro ou capital líquido na expectativa de elevação da produção e das vendas.

Nesses casos, o fundo *finance* deveria ser ampliado; caso contrário, recolocar-se-ia o problema da liquidez, com o aumento provável da taxa de juros, concorrendo para neutralizar os desejos de elevação dos investimentos e da produção. A relutância de os bancos criarem crédito novo ou uma deliberada política do Banco Central poderiam ser os responsáveis pela alta nos juros.

O fundamental, do ponto de vista keynesiano, é que as decisões de gasto sejam avalizadas pelo sistema bancário. O administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade avança poder de compra, até então inexistente, a partir da avaliação dos riscos de crédito, sancionando a aposta empresarial na aquisição de novos ativos (capital real). Por sua vez, a execução do gasto sanciona a aposta bancária.²³ Em cada momento, há um conjunto de empresas que está realizando o gasto de investimento e já exerceu a demanda de *finance*. Este conjunto de empresas está realizando um déficit financiado pelos bancos. Simultaneamente, outro conjunto de empresas está colhendo os resultados de suas decisões anteriores de investimento, isto é, realizando um superávit. Este superávit permite às corporações saldar as dívidas do crédito obtido para o financiamento dos ativos que formaram no passado, e acumular fundos que irrigam o sistema bancário como intermediário financeiro para mobilizar recursos. Portanto, “o prosseguimento do processo de aumento do investimento e do endividamento permite servir a dívida no presente para que a dívida passada possa ser honrada. Nesse sentido, o investimento gera um rastro de dívidas” (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 67).

Nada garante, no entanto, que o empresário conseguirá automaticamente converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Há um risco neste

23. De acordo com Plihon (2004, p. 43, tradução nossa): “a criação e a circulação monetária estão diretamente ligadas ao funcionamento da economia: são endógenas à economia. Há, em particular, uma ligação direta entre a oferta de moeda dos bancos e as necessidades de financiamento do setor produtivo (as empresas). A criação monetária é determinada pelo nível de atividade econômica. Nos seus empréstimos, os bancos permitem que as empresas antecipem suas receitas. Eles, portanto, partilham os riscos incorridos pelas empresas, que estão ligados à incerteza sobre o futuro. Os bancos e a criação monetária têm, assim, um papel ativo no desenvolvimento da atividade econômica: a moeda não é neutra”. Dessa forma, o sistema de crédito acelera a acumulação produtiva, mas também cria as condições para a expansão autônoma do capital fictício, matriz dos episódios especulativos e das crises de crédito.

processo, e o empresário toma suas decisões a partir de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, o *finance* possui um componente especulativo. Noutras palavras, na questão da compatibilidade entre prazos e taxas há sempre um risco que faz parte do cálculo especulativo intrínseco a qualquer decisão de investimento capitalista.²⁴

Não obstante, visando reduzir o grau desse risco, simultaneamente à materialização das fontes de crédito de curto prazo, as empresas iniciam negociações junto aos bancos de investimento e a outras instituições do mercado de capitais para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento – processo de *funding*. A consolidação do investimento constitui-se, então, de lançamentos de dívida de longo prazo e/ou de direitos de propriedade no mercado financeiro e de capitais. As dívidas podem ser mantidas pelas próprias unidades de dispêndio, mediante a acumulação interna de lucros ou pelas carteiras dos intermediários financeiros. Nesse caso, uma parcela dos ativos financeiros de longo prazo mantida pelas unidades “poupadoras” adota a forma indireta de depósitos a prazo, cotas de fundos privados de pensão e aposentadoria, apólices de seguro, fundos de ações nos bancos, fundos mútuos de investimento, debêntures e/ou ações em posse dos bancos etc.

Dessa forma, frações do capital utilizado no processo de consolidação do investimento provêm da canalização de poupança real, isto é, renda acumulada, cujo poder de compra foi retardado no tempo. Porém, não basta a existência de um determinado volume de poupança. É preciso que esta poupança financeira seja efetivamente canalizada para atender as necessidades do *funding*. A despeito do papel desempenhado pelo sistema financeiro no funcionamento contínuo dos mercados de títulos de longo prazo, Baer (1993, p. 37) salienta que:

a atuação dos agentes financeiros (...) é de natureza residual, sendo que o grosso do carregamento dos ativos financeiros deve ser de poupadores. Ou seja, a capacidade de *funding* precisa estar presente e o papel dos bancos é estar disposto a cobrir possíveis necessidades da circulação financeira nos mercados de títulos.

Em suma, o financiamento do investimento requer que a economia disponha de instituições e mecanismos que acomodem as mudanças patrimoniais provenientes das decisões de acumulação de capital produtivo. O problema decisivo está na adequação das fontes de financiamento às características do novo capital produtivo. Estas características são diversas, em termos de risco, retorno esperado e prazo de maturação, o que exige uma diversidade correspondente de formas de financiamento – *finance* e *funding* –, seja por meio do sistema bancário, seja mediante o mercado de capitais.

24. Keynes (1963, p. 13, grifo nosso): “o mundo empresarial, como um todo, deve estar sempre em posição de ganhar com uma alta ou perder com uma baixa de preços. Goste ou não, a técnica de produção sob regime de contrato em dinheiro força o mundo empresarial a assumir sempre uma grande posição *especulativa*”.

2.2.2 As estruturas financeiras minskyanas: ativos e passivos

A análise de Minsky está centrada nos agentes capitalistas, sobretudo empresas e bancos, e nas decisões referentes à valorização dos ativos. Destas decisões nascem os fluxos de aquisição de novos ativos, de manutenção dos estoques de riqueza e de seu financiamento. Nas palavras de Minsky (1986, p. 184): “*a decision to acquire capital assets is, basically, a decision to put out liabilities*”. Minsky (1975; 1986) desenvolve, então, uma concepção inteiramente financeira do *corporate finance*. A dimensão “financeira” condiciona a valorização da riqueza e as avaliações patrimoniais de duas formas: primeiro, no setor financeiro são formadas as projeções que guiam a antecipação dos rendimentos futuros dos ativos produtivos; segundo, a formação de posições ativas pressupõe seu financiamento, tornando decisivas as condições definidas pelo sistema bancário e pelo mercado de capitais quanto a prazos, juros, acesso ao crédito e a recursos para novas emissões de ações e dívida. Segundo Minsky (1986, p. 193): “*only a formulation of the investment process that accepts the existence of capitalist financial institutions is capable of explaining the observed instability of investment*”.

Em cada momento, configura-se uma estrutura de ativos resultante das decisões passadas à qual estão se agregando os resultados das decisões presentes quanto à posse de ativos de capital e à forma de financiá-los. De acordo com Minsky (1986, p. 172): “*a company investing has to have a plan for financing the production of investment. A decision to invest – to acquire capital assets – is always a decision about a liability structure*”. Estes ativos estabelecem direitos à renda futura. Tal promessa se realizará ou não dependendo do comportamento do investimento, em âmbito macroeconômico, e das condições particulares a cada ativo produtivo (custos, demanda, margem de lucro etc.), mas nada está garantido *a priori*. Contudo, a posse destes ativos foi obtida mediante contratos de diversas naturezas (prazos, condições e riscos), que não apenas exigem pagamentos certos e fixos, mas também podem incluir pagamentos variáveis de acordo com os resultados da operação corrente dos ativos (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 69).²⁵ Enfim, para Minsky (1975; 1986), é

25. Minsky (1986, p. 185, tradução nossa, grifo nosso): “Considerando-se que a estrutura do balanço patrimonial reflete a combinação de fundos internos (lucros brutos retidos) e de fundos externos (dívidas e ações emitidas) efetivamente utilizados, a decisão de investir baseia-se em fluxos esperados de fundos internos e externos. Mas os fluxos de fundos internos por unidade investida dependem do desempenho da economia durante o período compreendido entre a decisão de investir e a finalização do investimento. Assim, existe um elemento de incerteza na decisão de investir que independe de o investimento ser executado segundo as recomendações técnicas e se o mercado para o produto do investimento ser forte. Este elemento de incerteza está centrado na combinação de financiamento interno e externo que será necessária; e esta combinação depende da extensão em que o financiamento dos bens de investimento será proveniente dos fluxos de lucro”. (“Whereas the structure of balance sheets reflects the mix of internal funds (gross retained earnings) and the external funds (bond or equity issues) actually used, the investment decision is based upon expected flows of internal and external funds. But the flows of internal funds to investing units depend upon the performance of the economy during the period between the decision to invest and the completion of the investment. Thus, there is an element of uncertainty in the decision to invest that has nothing to do with whether the investment will perform as the technologists indicated and whether the market for the product of the investment will be strong. This element of uncertainty centers on the mix of internal and external financing that will be needed; and this mix depends upon the extent to which finance for the investment goods will be forthcoming from profit flows.”)

praticamente impossível que a firma coordene seus fluxos de recebimento e pagamento de forma a assegurar que as saídas nunca excedam as entradas de recursos. Nessa perspectiva, o acesso ao crédito é crucial, seja para garantir os pagamentos relativos à produção corrente, seja para viabilizar a realização dos investimentos que expandem a capacidade produtiva instalada.

A partir desta perspectiva, Minsky (1975; 1986) constrói uma teoria da determinação do investimento como uma teoria de decisão de portfólio baseada na comparação entre o preço de oferta, P_i , e o preço de demanda dos bens de capital, P_k , incorporando a estes os custos do financiamento.²⁶ Isto porque, como sugerido, a decisão de adquirir ativos de capital traz consigo, necessária e simultaneamente, uma decisão a respeito de como financiar esta aquisição. Genericamente, do ponto de vista da empresa, as possíveis fontes de financiamento são: *i*) os recursos líquidos (moeda e quase moedas) disponíveis em seu portfólio, excedentes às necessidades das transações correntes; *ii*) os recursos internos, ou seja, o fluxo de lucros brutos (descontado o pagamento de dividendos e impostos) gerados pelos investimentos anteriores; e *iii*) os recursos externos à firma, obtidos junto aos bancos ou outros intermediários financeiros, bem como por meio da emissão de ações, debêntures ou outros títulos negociáveis nos mercados de capitais.²⁷

Os preços de oferta e de demanda dos bens de capital são determinados de forma a refletirem a necessidade de financiamento externo do investimento. Por isso incorporam, a partir de certo momento, os riscos do credor e do devedor, respectivamente. O risco do devedor implica uma queda no preço de demanda dos bens de capital, quando aumentam a parcela do investimento financiada externamente e o grau de imobilização do portfólio das firmas em ativos instrumentais de capital. O risco do credor, que eleva o preço de oferta dos bens de capital, tem sua expressão objetiva no custo e nos prazos dos contratos de financiamento.

26. Minsky (1986, p. 175, tradução nossa): "Uma característica básica de uma economia capitalista, então, é a existência de dois conjuntos de preços: um conjunto de produção corrente, um conjunto de ativos de capital. Os preços da produção corrente e dos ativos de capital dependem de diferentes variáveis e são determinados em mercados distintos. Os preços, no entanto, estão conectados, a produção de investimento é parte da produção corrente". ("A basic characteristic of a capitalist economy, then, is the existence of two sets of prices: one set for current output, the other set for capital assets. The prices of current output and of capital assets depend upon different variables and are determined in different markets. The prices however are linked, for investment output is part of current output".)

O preço de oferta dos bens de capital, P_i , é formado com base em fatores objetivos: a taxa de salários, a taxa de juros, a produtividade e o *markup* aplicado sobre os custos. Por sua vez, o preço de demanda dos bens de capital, P_k , é igual ao valor presente do retorno esperado dos ativos de capital (Deos, 1997).

27. Conforme Minsky (1986, p. 183, tradução nossa): "uma demanda efetiva por investimento tem financiamento. Existem três fontes de financiamento: dinheiro e ativos financeiros líquidos, fundos internos (lucros brutos após impostos e dividendos) e fundos externos. Os fundos externos provêm de empréstimos ou de emissões de ações. Quando emprestados, levam a compromissos de pagamentos. Os compromissos de pagamentos determinam os fluxos de caixa mínimos necessários para satisfazer as obrigações legais por unidade de financiamento". ("an effective demand for investment takes financing. There are three sources of such finance: cash and financial assets on hand, internal funds (gross profits after taxes and dividends), and external funds. External funds are either borrowed or acquired by issuing equities. When borrowed, their acquisition leads to payment commitments. The payments commitments determine the minimum cash flows required to satisfy the legal obligations of the unit doing the financing".)

À medida que aumenta o grau de endividamento da empresa que investe, o risco do credor se expressa pelo aumento no custo do financiamento e pela redução dos prazos. O investimento deverá ser realizado sempre que P_k for superior – ou, no limite, igual – a P_i ; isto é, sempre que o valor presente do retorno esperado dos ativos de capital for maior, ou igual, ao seu preço de oferta. Nas palavras de Minsky (1986, p. 191-192, tradução nossa, grifo nosso):

se dívidas, bônus ou empréstimos contraídos de bancos ou de mercados de curto prazo são utilizados, então, os compromissos de pagamentos futuros aumentam, enquanto diminui a margem de segurança sobre a gestão e sobre o capital próprio. Em todos os casos – recorrendo a ativos financeiros, emissão de novas ações ordinárias ou empréstimos – o risco do devedor irá aumentar (...). No entanto, o risco do credor transmite um impulso ascendente para as condições de oferta de bens de capital independentemente das condições tecnológicas e de fornecimento. Este impulso crescente toma uma forma concreta nas condições de financiamento estabelecidas pelos banqueiros. Nos contratos de empréstimos e de dívidas (bônus), o risco do credor se expressa em taxas de juros mais elevadas, menores prazos, e em acordos e aditamentos. (...) *O investimento será realizado até o ponto em que a curva de oferta de bens de investimento, que incorpora o risco do credor, cruza-se com a curva de demanda de bens de investimentos, que reflete o risco do devedor.*²⁸

Cabe salientar que os riscos do credor e do devedor se manifestam plenamente a partir do momento em que o investimento deixa de ser financiado por recursos internos, ou seja, pelos fluxos de lucros brutos gerados pelos investimentos anteriores (Deos, 1997). Pressupõe-se, portanto, que uma parcela dos investimentos é autofinanciada (lucros retidos, fluxos líquidos). Mas o investimento também gera, simultaneamente, uma posição passiva. Segundo Minsky (1986, p. 187): “*investment therefore is a financial phenomenon*”. Minsky (1975; 1986) propõe, então, uma tipologia para classificar as unidades econômicas a partir das estruturas financeiras – relação entre ativo e passivo – e, por conseguinte, do grau de fragilidade (riscos financeiros envolvidos). O grau de fragilidade financeira de uma unidade econômica é determinado pela sua capacidade de, para uma dada quase renda esperada da utilização do ativo de capital, fazer frente aos seus compromissos financeiros, tanto nos montantes como nos prazos.

28. “If debts, bonds, or borrowing from banks or short-term markets are used, then future cash-flow commitments rise, which diminishes the margin of safety on management and of equity owners. In every case – running down of financial assets, issuance of new common stocks, or borrowing – borrower’s risk will increase (...). However, lender’s risk imparts a rising thrust to the supply conditions for capital assets independent of technological-supply conditions. This rising thrust takes a concrete form in the financing conditions that bankers set. In loan and bond contracts, lender’s risk is expressed in higher stated interest rates, in terms to maturity, and in covenants and codicils. (...) Investment will be carried to the point where the supply curve of investment, which incorporates lender’s risk, intersects with the demand curve for investment, which reflects borrower’s risk”.

As estruturas financeiras seriam as que seguem.

1. A equilibrada – *hedge financing* –, capaz de honrar seus compromissos com o rendimento corrente de seus ativos, não havendo descolamento nem de prazo nem de montante entre ativos e passivos.
2. A especulativa – *speculative financing* –, capaz de honrar seus compromissos apenas por meio da rolagem da dívida, ou da venda de ativos, pois os compromissos financeiros são maiores que a quase renda esperada da utilização produtiva do ativo de capital. Especula-se, portanto, com a possibilidade de refinarçar seu passivo em condições, pelo menos, idênticas às correntes.²⁹
3. A *Ponzi financing*, que deve aumentar a dívida para saldar os compromissos de dívida – ou vender ativos – uma vez que a quase renda esperada é insuficiente para fazer frente ao serviço da dívida. Nesse caso, capitalizam-se os juros junto com o principal da dívida, com a perspectiva de poder saldá-los no futuro.

Assim, apenas as unidades *hedge* poderiam honrar compromissos financeiros sem variações patrimoniais. As unidades *speculative* e *Ponzi* necessitariam da venda de ativos, da rolagem da dívida ou da contratação de novas dívidas para manter sua solvência.³⁰

Essa tipologia de estruturas financeiras permite compreender por que o sistema capitalista se encontra permanentemente em uma trajetória sujeita à instabilidade e à vulnerabilidade. As forças que empurram o conjunto dos agentes para a fragilidade financeira seriam endógenas, ou seja, inerentes ao processo capitalista de acumulação de riqueza. Na fase de crescimento econômico e expectativas otimistas (*bull*), posturas especulativas viabilizam-se porque reduzem-se os riscos do credor e do devedor. Amplia-se a parcela do investimento financiado com recursos externos, e, com a redução da margem de segurança dos investidores, os lucros aumentam e

29. Financiar o investimento com taxas de juros flutuantes ou por meio de contratos repactuados periodicamente, mesmo com recursos de longo prazo, pode ser considerado uma forma especulativa. Não há necessidade de “rolagem” do débito, uma vez que já se garantiu o *funding* de longo prazo, mas um aumento da taxa de juros eleva as relações entre os compromissos financeiros e os rendimentos esperados. Desencadeia ainda uma queda no preço de demanda dos bens de capital, P_k , e uma elevação no preço de oferta, P_i . Unidades econômicas com compromissos financeiros e retornos esperados denominados em moedas diferentes podem também ser consideradas especulativas, independentemente da composição do passivo. São potencialmente frágeis diante de uma desvalorização cambial, que pode elevar a relação compromissos-rendimentos e diminuir – e no limite reverter – a diferença entre P_k e P_i . Estas posições podem ser alteradas com o uso de derivativos financeiros, que protejam os agentes contra variações nas taxas de juros e câmbio (Deos, 1997). Para uma discussão do papel contraditório dos derivativos, ver Farhi (1998; 1999; 2002).

30. Minsky (1986, p. 180, tradução nossa: “todos ativos financeiros e de capital têm dois fluxos de caixa característicos. Um deles é o dinheiro que irão acumular conforme o contrato seja realizado ou o ativo de capital seja utilizado na produção; o segundo é o dinheiro que pode ser recebido se o ativo for vendido, ou dado em garantia. A capacidade de um ativo gerar rendimento em dinheiro quando necessário e com uma pequena variação do montante é chamada de liquidez.”) (“all financial and capital assets have two cash-flow attributes. One is the money that will accrue as the contract is fulfilled or as the capital asset is used in production; the second is the cash that can be received if the asset is sold or pledged. The ability of an asset to yield cash when needed and with slight variation in the amount is called its liquidity.”.)

realimentam os investimentos. Em geral, esta fase de crescimento econômico está associada a taxas de juros estáveis em um patamar “baixo”. Contudo, ainda que não haja uma ação restritiva por parte das autoridades monetárias, os banqueiros não sancionam, passiva e *indefinidamente*, a maior demanda por crédito dos investidores. Inovações financeiras, ou ações “compensatórias” por parte das autoridades monetárias, ou mesmo uma reavaliação dos níveis de endividamento podem postergá-la, mas os bancos irão elevar as taxas de juros para compensar os riscos associados ao endividamento crescente. A elevação endógena da taxa de juros, incidindo sobre uma estrutura financeira frágil, precipitará a crise. Movimentos generalizados de liquidação de ativos, a fim de gerar recursos para evitar a inadimplência (*default*) das dívidas, obrigam ao ajustamento na margem dos portfólios de riqueza, significando um deslocamento para os ativos de maior liquidez. O aumento da taxa de juros que pode resultar deste deslocamento concorre para a retração da produção de novos ativos de capital produtivo. Os ativos já financiados, cujo valor de negociação se deteriora, têm a rentabilidade esperada também deprimida pelos efeitos dinâmicos da queda do investimento, a despeito da não alteração dos compromissos financeiros (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 70-71).

Privilegiar as relações entre os agentes, seus ativos e a forma de financiá-los apresenta a vantagem de tornar possível a identificação do “momento da mudança” (*Minsky moment*) na trajetória da estrutura financeira das empresas e das instituições financeiras. Se ocorrem mudanças relevantes, capazes de redefinir o valor esperado dos ativos, a expectativa de seus rendimentos ou as condições dos compromissos financeiros assumidos, os desequilíbrios de origem exclusivamente patrimonial e as dificuldades puramente financeiras podem sobrepor-se a quaisquer vantagens da empresa ou banco, como padrão técnico e eficiência. Configura-se, assim, a tendência de geração endógena de fragilidade financeira. Segundo Minsky (1986, p. 173, tradução nossa):

a instabilidade emerge com um período de crescimento relativamente tranquilo se transformando em um *boom* especulativo. (...) As proposições fundamentais da hipótese da instabilidade financeira são: 1. Os mecanismos de mercado capitalista não podem conduzir a um equilíbrio sustentável, com estabilidade de preços e pleno emprego; 2. Os ciclos de negócios graves decorrem de características financeiras essenciais para o capitalismo.³¹

Na origem da instabilidade está a formação de sobreavaliações patrimoniais que expõem os agentes à vulnerabilidade financeira decorrente de mudanças não antecipadas nas condições de financiamento e na preferência pela liquidez dos

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

detentores de riqueza. O ponto essencial é que os agentes capitalistas – empresas, bancos e famílias – constituem posições ativas, com base em expectativas de rendimentos futuros que podem não se realizar, no todo ou em parte. Para sustentar estas posições, celebram contratos e assumem compromissos financeiros que implicam um fluxo de recursos definidos contratualmente (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 206). Tais compromissos podem ser saldados não apenas com recursos do fluxo de caixa da empresa ou do agente, mas também com o aporte de novos recursos por sócios ou acionistas, a venda ou aluguel de ativos, inclusive ativos financeiros, e o refinanciamento das posições. Estas formas adicionais de obtenção de fundos devem ser consideradas nas avaliações e decisões dos agentes.

2.2.3 A capacidade de autofinanciamento do setor produtivo

Se é verdade que não se potencializa o investimento produtivo, nem o consumo de bens duráveis, em uma economia capitalista em que o sistema de crédito é incapaz de promover a antecipação do gasto em relação à capacidade de dispêndio derivado da renda corrente, a principal fonte de financiamento da formação de capital das empresas públicas e privadas continua, entretanto, advindo da acumulação interna de lucros.³²

O acesso ao capital de terceiros é normalmente regulado pelo “princípio do risco crescente” e pela flexibilidade dos mercados bancário e de capitais. Para Kalecki (1954, p. 132):

as decisões de investimento acham-se intimamente ligadas à acumulação interna de capital, isto é, à poupança bruta das firmas. Haverá uma tendência a empregar essa poupança em investimento, e, além disso, o investimento pode ser financiado por dinheiro vindo de fora, atraído pela acumulação do capital da empresa. A poupança bruta das firmas, portanto, expande os limites impostos aos planos de investimento pelas restrições do mercado de capitais e pelo fator do “risco crescente”.

O “risco crescente” é mais apropriadamente um “risco do tomador”, ou do empresário que deseja aumentar os investimentos em relação ao capital da empresa, por intermédio do crédito ou do lançamento de títulos no mercado de capitais. O risco é que a empresa acumule perdas líquidas – correspondentes aos compromissos financeiros assumidos – no caso de frustração do rendimento do negócio. Há, portanto, limites de ordem financeira ao investimento das empresas, dado o risco inerente a uma ampliação excessiva do grau de endividamento caso

32. O montante de capitais próprios disponíveis para o investimento (autofinanciamento) depende do poder de geração e retenção de excedente, que, por sua vez, é determinado pelo volume dos investimentos anteriores, pelas margens brutas de lucro e pela distribuição do lucro gerado entre diversas categorias de despesas indiretas (impostos, juros, dividendos etc.). Diferentes pesquisas atualizam esta discussão em diversas perspectivas e métodos para a economia brasileira. Ver, por exemplo, Belluzzo e Almeida (1987), Ortega e Almeida (1988), Novais (1989), Almeida e Novais (1990), Rodrigues Júnior e Melo (1999), Bielschowsky (1999), Moreira e Puga (2000), Jacob (2003; 2008), Iedi (2005), FUNDAP (2008a; 2008b; 2008c) e Sant’anna (2009).

as expectativas relacionadas ao investimento programado não se concretizem, constituindo uma possibilidade de descapitalização ou de falência. Por sua vez, o aumento dos investimentos produz uma elevação dos lucros, induzindo uma valorização do patrimônio líquido das empresas, o que pode refletir em valorização das ações, no caso de uma companhia com capital aberto. O aumento do valor de mercado da empresa amplia sua capacidade de endividamento, reforçando um círculo virtuoso em que o sistema de crédito, com elevados níveis de liquidez, ajusta-se para atender de forma elástica a demanda por novos empréstimos.³³

Além disso, cabe considerar o efeito depressivo da acumulação financeira sobre a produtiva, destacado por Minsky (1982). Diante da redução progressiva da capacidade das unidades endividadas em atender o serviço crescente de suas dívidas, a acumulação financeira, a partir de certo momento, retroage sobre a acumulação produtiva, pois torna a estrutura financeira progressivamente mais frágil.

Do ponto de vista das instituições financeiras, dado o “risco de crédito”, o acesso aos recursos está associado a critérios de rentabilidades privadas e de garantias oferecidas pelo solicitante. O que significa que tendem a ser favorecidas as empresas já instaladas nos setores de maior produtividade e que oferecem aplicações “seguras”. Vale dizer, as instituições financeiras possuem uma carteira de clientes preferenciais. Malgrado os bancos obterem informações sobre os clientes – como situação patrimonial, grau de endividamento, posição de mercado e tecnológica, comportamento em relação aos contratos anteriores –, tanto o risco do credor como o do devedor se baseiam em expectativas sobre os rendimentos esperados. Portanto, incorporam avaliações subjetivas e convencionais com precária sustentabilidade, o que os deixam sujeitos a fortes flutuações, mesmo no curto prazo. Caso se cumpram as previsões sobre os rendimentos esperados, tanto empresários como banqueiros tenderão a um estado de maior confiança e, paralelamente à redução da incerteza, diminuirão os riscos do devedor e do credor. Assim, as expectativas melhoram endogenamente ao longo do ciclo econômico, e com elas se eleva também o grau de endividamento dos agentes, aumentando, em contrapartida, a fragilidade financeira do sistema. Se, ao contrário, as expectativas se inverterem, a estrutura herdada de ativos e passivos resulta incompatível com as novas pautas e critérios que passam a vigorar na comunidade de banqueiros e empresários, sobretudo no que concerne às margens de segurança aceitáveis nas operações de contratação de créditos. A deterioração das expectativas paralisa tanto o financiamento de novos investimentos como as possibilidades de refinanciamento das dívidas de curto prazo, que deixam de ser validadas pelas novas expectativas sobre a geração de fundos próprios do devedor. Esta interrupção no circuito financeiro pode conduzir a um processo generalizado de liquidação de ativos, degenerando ainda mais as condições de investimento no momento seguinte.

33. Para uma síntese da dinâmica dos ciclos de crescimento impulsionados pelo efeito-riqueza apoiado na expansão do crédito farto, ver Coutinho e Belluzzo (1996), Aglietta (2004), Kregel (2007), Cintra e Cagnin (2007a; 2007b), Guttmann e Plihon (2008) e Freitas e Cintra (2008).

Apreende-se que uma regra típica do funcionamento bancário é acompanhar o comportamento da maioria – o comportamento da “manada”, como classificou Keynes.³⁴ Quando as expectativas são otimistas, os bancos apressam-se em gerar endogenamente novas fontes de liquidez para não perderem a oportunidade de efetuar negócios rentáveis e, assim, fortalecerem suas posições e fatias no mercado (*market share*). Mas, uma vez revertidas as expectativas ante a elevação do grau de incerteza, os bancos mostram a mesma capacidade para retrainir a oferta de crédito.

Todos os argumentos arrolados corroboram que a expansão das empresas tem como âncora primordial o capital próprio, acumulado a partir dos lucros, o qual ainda regula os referidos limites de acesso e de risco junto aos mercados de empréstimos e de capitais. Dentro destas condições, a intervenção nos mercados financeiros pelas autoridades monetárias pode deslocar, mas nunca suprimir, o grau de aversão ao risco dos empresários e dos bancos, permitindo que o sistema bancário amplie sua participação nos fluxos de capital da economia.

3 PADRÃO DE FINANCIAMENTO DAS CORPORAÇÕES BRASILEIRAS

3.1 O padrão de financiamento das empresas de capital aberto no ciclo recente

Segundo Singh (1995), o padrão de financiamento referente a cem empresas industriais brasileiras para os anos de 1985 a 1991 tinha preponderância da fonte interna de financiamento, com mediana de 46%, um índice superior à mediana de dez países emergentes (36%).³⁵ Mas o aporte de recursos obtidos por meio de dívidas apresentava apenas 5,6% como mediana, ante 14,9% para o conjunto das empresas de países emergentes, o que foi avaliado como um nível muito baixo. Ao mesmo tempo, montava a 37,2% a contribuição dos fundos provenientes da emissão de ações, ante mediana de 41,1% para os emergentes.

A concepção de que as empresas brasileiras possuíam um financiamento baseado no mercado de capitais, assim como outros países emergentes, teve origem nesse estudo. Moreira e Puga (2000) chegaram a uma conclusão semelhante, analisando um grande número de empresas industriais (4.312) para o período 1995-1997. Para o conjunto das empresas, os autores apuraram uma média de autofinanciamento ou financiamento interno de 55%; de financiamento por meio de dívidas de 25%; e por meio de ações de 20%. Para as empresas de grande porte, a média de 671 empresas revelou um padrão menos dependente de autofinanciamento e mais vinculado a financiamento por dívidas e ações: 44% de autofinanciamento, 30% de dívidas e 26% de ações. Uma das conclusões do estudo foi:

34. De acordo com Keynes (1936, p. 114): “empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral”.

35. Ver também Leal (2008) e Rodrigues Júnior e Melo (1999).

os resultados sugerem um padrão de financiamento *market-based*, apesar do caráter ainda incipiente do nosso mercado de capitais e do porte relativamente reduzido das nossas firmas. Essa característica, aliada às evidências apresentadas em outros estudos (...) sugere um quadro de constrangimento financeiro ao crescimento, onde os limitados recursos internos das firmas dificultam investimentos mais ambiciosos em expansão da capacidade ou em desenvolvimento tecnológico. Não há dúvida, no entanto, que qualquer afirmação mais categórica nesse sentido depende de novas pesquisas que consigam combinar a utilização de amostras abrangentes, por períodos suficientemente longos de tempo, com uma metodologia especialmente desenhada para medir o grau efetivo da restrição financeira ao crescimento (Moreira e Puga, 2000, p. 84).

Esta presente pesquisa, que reuniu informações para 104 empresas industriais de grande porte para 2004-2007 e utilizou uma metodologia próxima à adotada por esses autores, estimou em 51% a contribuição de lucros retidos (autofinanciamento). A contribuição das fontes de dívidas alcançou uma porcentagem de 41%, muito superior às porcentagens das pesquisas mencionadas. A fonte ações totalizou 8% das contribuições, seja em ofertas primárias – recursos obtidos no mercado representaram 2,6% –, seja pela captação privada – recursos dos sócios, 5%. Sobre a metodologia da pesquisa, ver box 1.

Esses índices – detalhados e complementados a seguir – mostram que, ao lado da preservação do eixo que vinha definindo o padrão de financiamento das empresas brasileiras, vale dizer, a destacada relevância dos lucros retidos, constata-se uma elevação expressiva da fonte de financiamento por aumento de dívidas, com aumento do endividamento geral e de longo prazo nas décadas de 1990 e 2000. Os resultados desta pesquisa colocam em termos mais próprios a importância do aporte de recursos por emissão de ações – nas suas duas modalidades, mercado e aportes de sócios – no padrão atual de financiamento das empresas brasileiras. Permitem aventar a hipótese de que a estrutura de financiamento das grandes empresas brasileiras está muito mais próxima de um padrão com base no crédito. E, pelo menos no caso *destas empresas*, o constrangimento financeiro ao crescimento seria menor hoje que no passado, embora se mantenham graves lacunas no financiamento bancário privado de longo prazo e no desenvolvimento do mercado de capitais.

Este trabalho procedeu a uma pesquisa paralela das emissões primárias de ações mediante oferta pública das 153 empresas da seleção de companhias de capital aberto no período 2003-2008, calculando dessa forma, independentemente das informações dos demonstrativos das empresas, a contribuição da emissão de ações no mercado como meio de financiamento das corporações. Com isso se evitou a estimativa de recursos provenientes de emissões de ações por diferença das demais fontes de financiamento, método adotado pelas pesquisas anteriormente citadas e que pode ser causa de distorções. De resto,

seguiram-se os procedimentos descritos no box 1. Foi estimada a “captação privada”, ou seja, o aporte de recursos dos sócios, como sendo igual a:

$$\text{variação do PL (-) lucro líquido (+) proventos (-) oferta pública de ações}$$

Os lucros retidos foram obtidos pela diferença entre o lucro líquido e os “proventos”, vale dizer, a soma dos pagamentos de dividendos e de juros sobre o capital próprio. A contribuição das dívidas ao financiamento empresarial foi estabelecida por meio da diferença entre os saldos de final de ano com discriminação para a dívida bancária, dívida por emissão de debêntures e outros tipos de dívidas. Nas *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras* das empresas foram obtidas informações sobre o endividamento junto ao BNDES.

BOX 1

Metodologia do levantamento de dados e entrevistas sobre o padrão de financiamento

Para a estimativa do padrão de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto, foram levantadas informações sobre as fontes de financiamento por meio de retenção de lucro (geração interna de recursos), endividamento, emissão de ações por ofertas públicas e aumento de capital privado, ou seja, com recursos dos sócios originais.

Para tanto, foram coletadas informações das *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras* de 153 empresas para as quais as informações estavam disponíveis em todos os anos entre 2003 e 2008.

Os dados coletados estão listados a seguir.

- Proventos: formados pelos dividendos e juros sobre capital próprio declarados pelas empresas em cada período; tais informações foram obtidas nas *Demonstrações de Mutações no Patrimônio Líquido* e nas *Notas Explicativas*, que são consideradas no cálculo do dividendo obrigatório.
- Captação de recursos por meio de distribuição pública de ações: formado pelas captações de recursos via emissão de novas ações. Não foram consideradas as emissões secundárias de ações, cujos recursos têm como destino os acionistas originais da companhia. Estes dados foram coletados junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e também em atos societários.
- Empréstimos de longo prazo junto ao BNDES: foram obtidos os valores das posições em empréstimo junto ao BNDES.

Para algumas empresas não foi possível identificar se os empréstimos eram de curto ou de longo prazo. Nestes casos, foi aplicada a mesma proporção de curto e longo prazo do endividamento total das companhias. Ainda, algumas empresas não indicavam se possuíam linhas de financiamento junto ao BNDES, de forma que para estes casos foram consideradas como empréstimos junto ao BNDES as linhas de financiamento indexadas à taxa de juros de longo prazo (TJLP), quando esta informação estava disponível.

(Continua)

(Continuação)

Também foram utilizados dados coletados nas *Demonstrações Financeiras* das empresas, para identificar em que medida as corporações se financiam com recursos dos sócios originais, por meio de emissões privadas de ações. Para isso, foram subtraídos da variação anual do patrimônio líquido as captações por meio de ofertas públicas primárias de ações e os lucros retidos (resultado da subtração do lucro líquido da companhia pela sua distribuição dos proventos). O aumento de capital também pode ocorrer por outros meios, como os reconhecimentos contábeis, a incorporação de ações de outra companhia e a reavaliação de ativos. Em resumo, uma estimativa da captação privada é:

captação privada de recursos = variação do patrimônio líquido (-) lucro líquido (+) proventos (-) oferta pública de ações

Finalmente, foram obtidos dados referentes às adições no ativo imobilizado e adições em investimento para 2007 e 2008 junto às *Demonstrações do Fluxo de Caixa* (DFC) e às *Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos* (Doar).

Entrevistas com empresas

Com o objetivo de estimar as estruturas de financiamento do investimento no período recente e apresentar a expectativa das empresas em relação ao padrão desejado de financiamento do investimento programado para os próximos anos, foram entrevistados representantes de alto nível das companhias por membros da equipe de pesquisa. As 24 corporações entrevistadas entre maio e junho de 2009 foram: AMBEV; ARTEB; Bardella; Grupo Camargo Correa; CONFAB; Coteminas; CPFL; Brinquedos Estrela; General Shopping; J. A. Macedo Alimentos; Mangels; Marcopolo; Maxion; Natura; Nova América; Grupo Odebrecht; Oi/Telemar; Lojas Riachuelo; SABESP; Satipel; Suzano Papel e Celulose; Grupo Ultrapar; Grupo Votorantim; e Weg.

Para se evitar a identificação das empresas, os resultados individuais não serão apresentados, e as companhias serão mencionadas como pertencentes aos setores da indústria ou comércio e serviços. As entrevistas tiveram ainda o propósito de obter informações acerca dos principais entraves e possíveis soluções na estruturação de um padrão de financiamento de melhor qualidade e de menor custo, e procurou captar também as alterações nas decisões de investir a partir do agravamento da crise internacional.

O questionário obedeceu a três ordens de interesse. Em primeiro lugar, buscou-se captar a estrutura de financiamento de projetos de investimento, traçando um paralelo entre os mecanismos de financiamento já utilizados e os instrumentos que as empresas esperam utilizar para financiar os projetos futuros, além de avaliar os principais objetivos dos projetos em foco. Estas informações não podem ser captadas pelas demonstrações financeiras. Em segundo lugar, tratou-se de apreender as repercussões da crise internacional sobre o investimento e seu financiamento. As empresas foram indagadas acerca dos impactos da crise percebidos nos seus investimentos e acerca da estrutura de financiamento dos investimentos programados. Também se perguntou se tiveram perdas significativas em mercados de derivativos de câmbio e se tais perdas prejudicaram seus planos de investimento. Em terceiro lugar, procurou-se identificar a percepção do custo do financiamento para os empresários entrevistados, principalmente dos recursos do BNDES. Dentro deste último conjunto de questões, foram obtidas também informações sobre os obstáculos para uma maior competitividade das empresas.

Dessa forma foram calculadas estimativas do padrão de financiamento das companhias de capital aberto com dados anuais. A partir destes dados foram obtidas médias para o total das empresas (153 empresas) e empresas industriais (104 empresas) para o quadriênio 2004-2007, correspondendo ao período do último e mais intenso ciclo de expansão da economia brasileira das últimas décadas. Foi também estimado o perfil de financiamento empresarial para 2008, que já refletiu o impacto da crise internacional sobre as contas das corporações e deprimiu, particularmente, os lucros retidos.

Mais uma consideração se faz necessária. A participação de cada uma das fontes de financiamento foi calculada sobre a variação do “capital de longo prazo”, um conceito aplicado no trabalho de Singh (1995) e seguido pelo de Moreira e Puga (2000, p. 5). A variação do “capital de longo prazo” foi obtida pela diferença dos saldos anuais do ativo total e do passivo de curto prazo. Também se apresenta o padrão de financiamento calculado sobre a variação do ativo total.

TABELA 3

Padrão de financiamento: participação sobre a variação do ativo total menos a variação do passivo circulante (2004-2007 e 2008)
(Em %)

Fontes de financiamento	Empresas industriais		Todas as empresas	
	2004-2007	2008	2004-2007	2008
Lucros retidos	50,9	25,0	46,4	23,6
Distribuição pública de ações (ofertas primárias)	2,6	15,7	3,9	12,2
Captação privada	5,0	0,6	14,6	-3,7
Dívidas de longo prazo	41,4	58,7	35,1	68,0
Financiamento de longo prazo	16,9	48,5	9,7	50,0
Empréstimo do BNDES de longo prazo	4,5	6,7	4,9	7,2
Debêntures de longo prazo	1,1	1,0	5,0	0,6
Outros itens	23,5	9,2	20,4	17,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras das empresas.

Elaboração dos autores.

Obs.: incluem 153 empresas, sendo 104 industriais.

Os dados básicos estão resumidos na tabela 3, na qual o padrão de financiamento é estimado sobre a variação do “capital de longo prazo”, e na tabela 4, em que o financiamento é calculado sobre a variação do ativo total. Para o total de empresas no período 2004-2007, a participação de lucros retidos (46%) é menor que entre as empresas industriais, assim como é inferior a fonte de dívidas (35%), sendo maior neste caso a “distribuição pública de ações” (mercado, 3,9%)

e a “captação privada” (recursos dos sócios, 14,6%). Os recursos de longo prazo do BNDES participam com 4,5% (empresas industriais) e 5% (total das empresas), em média. Uma das fontes mais importantes do financiamento são os “outros itens” (23,5% e 20,4% para as empresas industriais e total de empresas, respectivamente), vale dizer, componentes de financiamento de curto prazo junto a fontes bancárias e não bancárias, bem como compromissos superiores a um ano junto a fornecedores e clientela. Uma elevada porcentagem de “outras fontes” tem sido apontada como uma característica do financiamento das empresas em países emergentes (UNCTAD, 2008b).

TABELA 4

Padrão de financiamento: participação sobre a variação do ativo total (2004-2007 e 2008)
(Em %)

Fontes de financiamento	Empresas industriais		Todas as empresas	
	2004-2007	2008	2004-2007	2008
Lucros retidos	43,0	19,3	38,8	18,0
Distribuição pública de ações (ofertas primárias)	2,2	12,1	3,2	9,3
Captação privada	4,2	0,5	12,2	-2,8
Dívidas de longo e de curto prazo	50,5	68,1	45,7	75,6
Financiamento de longo prazo	14,3	37,5	8,1	38,2
Empréstimo do BNDES de longo prazo	3,8	5,2	4,1	5,5
Debêntures de longo prazo	0,9	0,8	4,2	0,5
Financiamento de curto prazo	-1,4	10,2	-4,5	9,8
Outros itens	36,8	19,5	37,9	27,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras das empresas.

Elaboração dos autores.

Obs.: incluem 153 empresas, sendo 104 industriais.

Os resultados da pesquisa permitem identificar ainda características setoriais quanto aos itens de financiamento: em especial, a participação média de cada modalidade de captação no padrão de financiamento dos segmentos industriais e sua evolução no período compreendido entre 2004 e 2008 (tabela 5).

TABELA 5

Itens do financiamento: participação sobre a variação do ativo total menos a variação do passivo circulante (2004-2007 e 2008)

(Em %)

Segmento	Lucros retidos		Empréstimos do BNDES de longo prazo		Ações (ofertas públicas)		Debêntures de longo prazo		Mercado (debêntures de longo prazo e ações)	
	2004-2007	2008	2004-2007	2008	2004-2007	2008	2004-2007	2008	2004-2007	2008
Total	46,4	23,6	4,9	7,2	3,9	12,2	5,0	0,6	8,9	12,8
Indústria	50,9	25,0	4,5	6,7	2,6	15,7	1,1	1,0	3,7	16,7
Indústria de consumo	54,1	-90,4	6,7	36,2	32,7	0,0	36,2	-27,0	68,9	-27,0
Indústria de meios de produção	52,0	28,3	4,7	6,5	0,7	16,8	-0,2	1,1	0,5	17,9
Indústria de construção e material de construção	12,3	11,2	-0,1	0,0	42,6	0,0	15,2	22,5	57,7	22,5
Indústria (exclusive petróleo e mineração)	38,5	-3,1	6,8	7,3	7,5	8,4	3,0	3,0	10,5	11,4
Serviços	25,8	17,8	5,7	9,4	9,1	0,0	22,6	-1,7	31,7	-1,7
Serviços (exclusive energia)	12,8	5,3	14,7	11,6	6,0	0,0	22,1	-0,3	28,2	-0,3
Energia	41,9	37,4	-5,5	5,9	13,0	0,0	23,2	-3,9	36,1	-3,9
Serviços de utilidade pública	28,5	25,0	4,1	10,6	7,0	0,0	23,4	-2,9	30,4	-2,9
Infraestrutura	24,9	24,3	5,9	10,8	8,2	0,0	22,6	-2,0	30,8	-2,0
Comércio	41,2	31,2	14,0	0,3	10,3	0,0	13,8	13,3	24,1	13,3
Bens comercializáveis	52,1	25,3	4,7	6,9	1,5	16,0	0,7	0,5	2,2	16,6
Bens não comercializáveis	25,2	18,2	5,8	8,2	12,7	0,0	21,2	0,9	33,8	0,9
Comércio de medicamentos	24,7	607,6	11,2	117,2	69,8	0,0	0,0	0,0	69,8	0,0
Comércio (diversos)	103,6	106,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Comércio varejista	43,1	32,1	12,2	0,0	5,6	0,0	12,6	12,8	18,2	12,8
Alimentos, bebidas e fumo	51,8	-75,4	2,2	17,1	21,1	0,0	24,5	-24,0	45,6	-24,0
Brinquedos e lazer	108,3	-168,3	-2,4	96,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Calçados, têxtil, vestuário e couro	26,0	23,6	-7,5	-96,9	-10,1	0,0	-9,3	-7,3	-19,4	-7,3
Construção e material de construção	12,3	11,2	-0,1	0,0	42,6	0,0	15,2	22,5	57,7	22,5
Editoras	51,4	96,3	12,3	-16,8	33,5	0,0	0,0	0,0	33,5	0,0

(Continua)

(Continuação)

Segmento	Lucros retidos		Empréstimos do BNDES de longo prazo		Ações (ofertas públicas)		Debêntures de longo prazo		Mercado (debêntures de longo prazo e ações)	
	2004-2007	2008	2004-2007	2008	2004-2007	2008	2004-2007	2008	2004-2007	2008
Embalagens	42,2	0,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indústria (diversos)	41,2	-2,2	-4,4	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,7	0,0
Madeira	36,3	50,2	-3,5	13,9	16,7	0,0	-6,0	0,0	10,7	0,0
Máquinas e equipamentos	51,7	49,8	1,6	32,0	7,4	0,0	1,6	0,6	9,0	0,6
Material aeronáutico	51,8	5,7	22,6	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Material de transporte	52,2	51,7	31,1	25,8	5,5	0,0	-1,4	0,0	4,1	0,0
Mineração	41,1	30,7	2,6	4,9	0,0	36,3	0,0	0,0	0,0	36,3
Papel e celulose	38,6	-331,2	16,3	2,4	0,0	0,0	4,1	4,7	4,1	4,7
Petróleo	74,1	50,2	4,0	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produtos de limpeza	194,4	-226,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Química	21,1	-34,3	4,8	23,7	9,5	0,0	-2,0	-5,6	7,5	-5,6
Siderurgia e metalurgia	44,0	31,5	3,2	0,4	0,0	16,3	-2,7	7,1	-2,7	23,4
Utilidades domésticas	11,7	-36,0	10,5	52,6	0,0	0,0	7,8	9,5	7,8	9,5
Energia	41,9	37,4	-5,5	5,9	13,0	0,0	23,2	-3,9	36,1	-3,9
Logística	3,6	11,0	17,0	14,4	15,6	0,0	17,8	14,8	33,4	14,8
Saneamento	108,7	47,8	2,5	2,2	0,0	0,0	32,2	-28,4	32,2	-28,4
Telefonia e comunicação	-0,5	10,3	17,0	16,3	0,0	0,0	22,5	0,8	22,5	0,8
Transporte aéreo	49,5	-25,1	0,0	0,0	33,4	0,0	22,1	0,0	55,5	0,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras das empresas.
Elaboração dos autores.

Verifica-se nos dados constantes na tabela 5 que, no período 2004-2007, os lucros retidos foram elevados em maior nível para os setores industriais: saneamento (108,7%); petróleo (74,1%); material de transporte (52,2%); alimentos, bebidas e fumo (51,8%); material aeronáutico (51,8%); máquinas e equipamentos (51,7%); e editoras (51,4%).

Por sua vez, os empréstimos do BNDES em 2008, quando a instituição acelerou o aumento dos desembolsos para investimentos no país, foram maiores para os seguintes segmentos: comércio de medicamentos (117,2%); utilidades domésticas (52,6%); máquinas e equipamentos (32,0%); material de transporte (25,8%); química (23,7%); alimentos, bebidas e fumo (17,1%); telefonia e comunicação (16,3%); logística (14,4%); e madeira (13,9%).

A captação no mercado de ações foi relevante no período 2004-2007 para os segmentos: comércio de medicamentos (69,8%); construção e material de construção (42,6%); editoras (33,5%); transporte aéreo (33,4%); alimentos, bebidas e fumo (21,1%); madeira (16,7%); logística (15,6%); energia (13,0%); e química (9,5%).

Finalmente, a captação por meio de debêntures de longo prazo foi mais acentuada no período 2004-2007 para os seguintes setores: saneamento (32,2%); alimentos, bebidas e fumo (24,5%); energia (23,2%); telefonia e comunicação (22,5%); transporte aéreo (22,1%); logística (17,8%); construção e material de construção (15,2%); logística (14,8%); comércio varejista (12,6%); e utilidades domésticas (7,8%).

3.1.1 O boom de investimento em 2008 e o financiamento do BNDES

A tabela 6 apresenta os fluxos de investimento real das empresas brasileiras no período de 2004 a 2008, classificados de acordo com a origem de seu financiamento. Salvo no que diz respeito aos terrenos e aos ativos anteriormente produzidos e adquiridos no período corrente, as “adições ao imobilizado” correspondem ao fluxo de novos investimentos realizados pelas empresas. No âmbito deste trabalho, seus valores foram levantados junto às *Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras* para as mesmas 153 empresas do levantamento do padrão de financiamento para 2007 e 2008.

TABELA 6

Fluxos de investimento real (adições no imobilizado) – financiamento de longo prazo do BNDES e lucros retidos (2007-2008)

(Em %)

Segmento	Variação nominal de adições ao imobilizado	Variação nominal de empréstimos de longo prazo do BNDES	Lucros retidos/adições no imobilizado		Aumento de empréstimos de longo prazo do BNDES/adições no imobilizado		Lucros retidos + empréstimos do BNDES/adições no imobilizado		Lucros retidos (2007) + aumento de empréstimos de longo prazo do BNDES (2008)/adições no imobilizado
	2007-2008	2007-2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007-2008
Total	23,9	45,8	46,6	35,4	5,3	10,8	51,9	46,2	57,4
Indústria	23,0	57,5	53,7	40,5	3,8	11,0	57,5	51,5	64,7
Indústria de consumo	32,0	60,8	31,4	-48,1	5,0	19,3	36,4	-28,9	50,6
Indústria de meios de produção	22,7	57,1	54,5	45,9	3,8	10,5	58,3	56,4	65,0
Indústria de construção e material de construção	-31,2	-38,4	139,7	140,4	-0,5	-0,1	139,2	140,3	139,6
Indústria (exclusive petróleo e mineração)	23,7	32,3	57,6	-7,0	11,1	16,6	68,7	9,6	74,2
Serviços	29,7	33,1	26,5	20,7	8,4	11,0	34,9	31,6	37,5
Serviços (exclusive energia)	46,4	32,1	20,9	6,2	10,8	13,6	31,8	19,8	34,5
Energia	10,0	36,7	33,1	43,3	5,5	6,9	38,6	50,1	40,0
Serviços de utilidade pública	29,7	35,2	27,1	25,1	8,5	10,7	35,5	35,8	37,8
Infraestrutura	28,6	33,1	26,6	25,0	8,5	11,2	35,1	36,2	37,8
Comércio	-20,3	0,6	47,7	61,1	22,4	0,6	70,1	61,7	48,2
Bens comercializáveis	23,2	57,5	53,2	40,3	3,8	11,0	57,0	51,3	64,2
Bens não comercializáveis	25,7	29,8	29,7	23,2	9,1	10,4	38,8	33,6	40,1
Comércio de medicamentos	27,7	19,0	55,7	75,6	47,6	14,6	103,3	90,1	70,3
Comércio varejista	-17,6	0,1	48,7	57,7	19,6	0,1	68,3	57,8	48,8
Alimentos, bebidas e fumo	38,7	46,3	42,6	-53,4	1,8	12,1	44,4	-41,3	54,7
Calçados, têxtil, vestuário e couro	-12,6	126,7	-51,2	-22,9	20,0	94,0	-31,2	71,0	42,7
Construção e material de construção	-31,2	-38,4	139,7	140,4	-0,5	-0,1	139,2	140,3	139,6
Editoras	52,1	-30,5	223,1	150,4	26,8	-26,3	249,8	124,2	196,8

(Continua)

(Continuação)

Segmento	Variação nominal de adições ao imobilizado	Variação nominal de empréstimos de longo prazo do BNDES	Lucros retidos/adições no imobilizado		Aumento de empréstimos de longo prazo do BNDES/adições no imobilizado		Lucros retidos + empréstimos do BNDES/adições no imobilizado		Lucros retidos (2007) + aumento de empréstimos de longo prazo do BNDES (2008)/adições no imobilizado
	2007-2008	2007-2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007-2008
Embalagens	134,8	0,0	42,1	0,3	-22,1	0,0	20,0	0,3	42,1
Indústria (diversos)	89,7	0,0	79,0	-67,2	0,0	0,0	79,0	-67,2	79,0
Madeira	147,0	60,0	69,6	31,8	5,8	8,8	75,4	40,7	78,4
Máquinas e equipamentos	27,1	47,2	115,0	45,7	20,1	29,4	135,0	75,1	144,3
Material aeronáutico	16,6	52,1	50,4	42,4	66,8	71,7	117,1	114,1	122,0
Material de transporte	29,6	34,8	60,5	56,7	64,4	28,3	125,0	85,0	88,8
Mineração	42,2	117,5	115,9	87,9	7,7	14,1	123,7	101,9	130,0
Papel e celulose	-16,4	1,0	33,2	-148,3	19,0	1,1	52,2	-147,2	34,3
Petróleo	17,0	99,4	33,6	44,4	-0,4	7,3	33,2	51,8	41,0
Produtos de limpeza	150,6	0,0	585,1	22,6	0,0	0,0	585,1	22,6	585,1
Química	38,7	129,3	15,5	-62,3	11,5	43,1	27,1	-19,2	58,6
Siderurgia e metalurgia	54,1	5,1	142,1	162,5	-8,1	2,0	134,1	164,5	144,2
Utilidades domésticas	81,4	-56,9	35,0	34,3	56,9	-50,1	91,9	-15,9	-15,1
Energia	10,0	36,7	33,1	43,3	5,5	6,9	38,6	50,1	40,0
Logística	2,9	18,5	14,9	20,8	8,4	27,2	23,3	48,0	42,0
Saneamento	44,7	23,0	74,5	46,6	0,9	2,1	75,5	48,8	76,7
Telefonia e comunicação	48,2	35,0	16,1	9,1	12,3	14,5	28,4	23,6	30,6
Transporte aéreo	120,4	0,0	17,9	-194,7	0,0	0,0	17,9	-194,7	17,9

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras das empresas.
Elaboração dos autores.

A primeira e destacada conclusão do levantamento é que, de fato, no ano de 2008 desenvolvia-se um *boom* de investimentos no Brasil. Neste ano transcorreram mudanças significativas nas contas-correntes e patrimoniais das empresas devido ao impacto da crise no último trimestre, mas as “adições no imobilizado” em 2008 ainda refletiram com integridade o dinamismo das inversões na economia brasileira no período “pré-crise” da economia mundial. Isto se explica porque os fluxos de investimentos correntes são fruto de decisões empresariais passadas de constituir novos ativos de capital. Em termos nominais, os valores dos novos fluxos de investimento aumentaram 23,4% entre 2007 e 2008. As empresas do setor *comércio* reduziram seu fluxo de novos investimentos reais (-20,3%), mas nos demais grupos os aumentos foram muito elevados: as empresas da *indústria* registraram incremento de 23,0%, tendo sido maior o aumento entre as empresas industriais sem a Petrobras e a Vale, 23,7%. Em *serviços*, a variação chegou a 29,7%, com aumento de 28,6% em *infraestrutura*. Nas companhias de *serviços*, excluídas as empresas de energia, o crescimento chegou a 46,4% (tabela 5).

Quanto aos financiamentos de longo prazo do BNDES – os quais precisamente se voltam ao apoio dos investimentos fixos –, os aumentos de seus recursos para as empresas da seleção de 2008, relativamente a 2007, superaram em geral as elevações das “adições no imobilizado”. Dessa forma, na aceleração das inversões que transcorria em 2008, foi crescente a participação desta fonte de financiamento. Em 2008 em relação a 2007, na média de todas as empresas, o aumento foi de 45,8%, fazendo com que a participação da fonte de financiamento do BNDES no fluxo de investimentos chegasse a 10,8% em 2008, contra 5,3% no ano anterior. Na *indústria*, sua participação no total investido cresceu de 3,8% para 11,0%, e, sem considerar as empresas Vale e Petrobras, passou de 11,0% para 16,6%, denotando que a aceleração generalizada dos investimentos em curso naquele ano foi amparada em seu financiamento pelo BNDES. Cabe notar ainda que, entre as empresas de *infraestrutura* e de *serviços*, a participação do BNDES também se elevou: de cerca de 8,5% do investimento total para 11,0% entre 2007 e 2008.

Pode ser conveniente ainda levar em conta o perfil típico de contribuição do autofinanciamento (lucros retidos) no financiamento dos investimentos em um ano “normal” como 2007, e não em 2008, visto que os lucros gerados pelas empresas declinaram sobremaneira no último trimestre de 2008, como consequência da crise internacional. Tem-se, então, o seguinte quadro aproximado do padrão de financiamento de investimentos no limiar de um ciclo de inversões de grande vulto, como se apresentava no Brasil antes que a crise internacional o interrompesse. Considerando-se o conjunto de empresas, as fontes de lucros retidos e empréstimos de longo prazo do BNDES cobrem cerca de 60,0% do investimento total. Uma porcentagem maior, como 65,0%, seria adequada para aferir a participação destas duas fontes nas empresas da indústria, e talvez uma porcentagem ainda mais elevada, superando os 70,0%, corresponderia às empresas industriais sem considerar as gigantes Petrobras e Vale.

3.2 O financiamento dos planos empresariais de investimento

A realização de entrevistas junto a representantes de alto nível de 24 empresas teve por principal objetivo identificar o modelo de financiamento de projetos de investimento das grandes corporações brasileiras. As companhias foram indagadas acerca do perfil de financiamento de seus projetos de investimento nos últimos anos e, ainda, sobre as fontes de recursos de que pretendem lançar mão para os seus investimentos fixos nos próximos três anos. Um objetivo particular foi estimar a contribuição que as empresas estavam projetando obter dos recursos do BNDES para o financiamento de seus investimentos futuros.

Cabe sublinhar que a referência para a definição de um padrão médio de financiamento pelas empresas é, nesta subseção, diferente da adotada na subseção 3.1. Naquela oportunidade foram estimadas as contribuições das fontes de recursos para o aumento contábil dos ativos das empresas. Nesta subseção, o objetivo, com base em entrevistas, é estimar a participação de diversas fontes de financiamento para os projetos de investimento – que não se confundem com variação de ativos – que as empresas pretendem realizar no próximo triênio. Neste caso, portanto, trata-se mais propriamente de um padrão de financiamento dos investimentos desejados ou programados.

Em suma, com as entrevistas se procurou captar a estrutura de financiamento de projetos de investimento das grandes empresas, traçando um paralelo entre os mecanismos de obtenção de recursos já utilizados e os instrumentos que as empresas pretendem utilizar para financiar os projetos futuros de inversão em capital fixo. Foram avaliados também os objetivos dos projetos de investimento das corporações no momento, entre novas plantas, aumento de capacidade, modernização etc.

As entrevistas com as empresas tiveram ainda dois blocos de objetivos complementares. Em primeiro lugar, procurou-se avaliar os impactos da crise internacional sobre os planos de investimento das companhias e as alterações que podem ser identificadas na estrutura do financiamento empresarial. Foi indagado também se as empresas realizaram operações no mercado de derivativos de câmbio; se sofreram perdas significativas nestas operações; e se os eventuais prejuízos impactaram seus planos de investimento. Em segundo lugar, buscou-se apreender a percepção de custo do financiamento pelas empresas entrevistadas, principalmente dos recursos captados junto ao BNDES. Cabe notar que a pesquisa foi realizada antes das reduções promovidas pelo governo na TJLP e nas taxas de juros em linhas de financiamento do BNDES no final de junho de 2009. Foram obtidas também informações sobre os obstáculos que as empresas avaliam como relevantes freios para uma maior competitividade.

3.2.1 O financiamento dos projetos de investimento

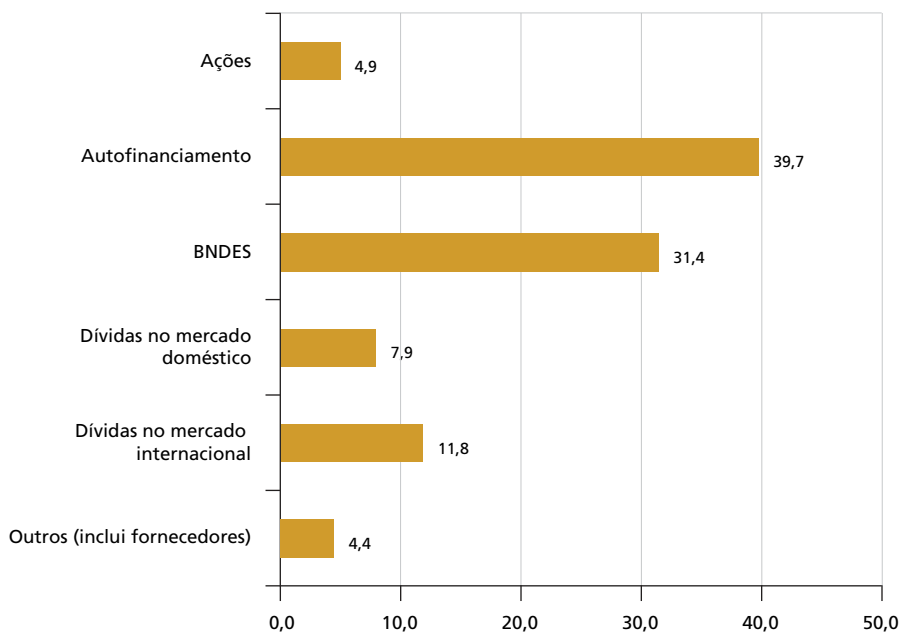
Nos últimos anos, segundo as empresas, o financiamento dos seus investimentos fixos teve como eixo a geração própria de recursos e os financiamentos obtidos junto ao BNDES. As proporções sobre o total chegam a 39,7% e 31,4%, respectivamente (gráfico 1). Este resultado precisa ser salientado. Para as grandes corporações brasileiras, as duas principais fontes de financiamento – o autofinanciamento e os recursos oriundos do principal banco de desenvolvimento do país – respondem por 70,0% do financiamento de projetos estruturados de inversões. Um levantamento do BNDES, utilizando outra metodologia, estimou em 71,0% a participação das fontes “lucros retidos” e “BNDES” no financiamento de investimentos de empresas industriais e de infraestrutura de 2001 a 2007 (Puga e Nascimento, 2008, p. 3).

Apenas três empresas de um total de 24 empresas entrevistadas declararam não utilizar recursos próprios para o financiamento de seus programas de investimento fixo, e somente uma, dentro das 21 restantes, obtém no autofinanciamento a totalidade dos recursos de suas inversões. Quanto aos financiamentos do BNDES, apenas quatro empresas afirmaram não ter recorrido a esta instituição nos últimos anos.

GRÁFICO 1

Fontes de financiamento de projetos de investimento (2007-2009)

(Em %)



Elaboração dos autores, a partir das entrevistas.

Outros 7,9% dos investimentos foram obtidos no mercado bancário e de dívidas doméstico e 11,8% no mercado internacional. Os resultados mostram uma importância reduzida do financiamento por meio de ações – apenas 4,9% dos investimentos totais –, o que pode indicar que não somente as grandes corporações de fato contam pouco com este mecanismo para o seu financiamento de um modo geral, mas, em particular, dele se utilizam de forma modesta como instrumento de financiamento para seus programas de investimento. Isto pode ser indicativo de que as companhias brasileiras veem o mercado acionário dentro de uma estratégia de *market timing* ou janela de oportunidades (como visto na seção 2), utilizando os recursos daí provenientes se as condições forem propícias, sem necessariamente prever como fonte esta forma de financiamento no seu programa de inversão. Uma hipótese a ser considerada é que, salvo em casos específicos como o financiamento das empresas de construção e material de construção, o mercado de capitais, os empréstimos bancários internos e até as fontes de financiamento externas – nesse caso, em virtude da instabilidade frequente – seriam tomados pelas empresas brasileiras, mesmo as de maior porte, como “janela de oportunidade”. Fontes estruturadas de financiamento para projetos de investimento fixo seriam, sobretudo, o autofinanciamento e o BNDES, possivelmente acrescidos das fontes de financiamento externas por parte das empresas mais internacionalizadas.

No contexto dos investimentos projetados para os próximos três anos, as empresas declararam ter por objetivo a expansão mediante novas plantas (33,0% das 52 respostas), o aumento de capacidade por meio de compra de novos equipamentos (27,0%) e a modernização da estrutura produtiva (23,0%). À compra de novas empresas³⁶ correspondeu uma porcentagem menor de respostas (17,0%).

Com relação às faixas de valores de inversões para o próximo triênio, 33,3% dos empresários responderam que ficarão entre US\$ 100 milhões e US\$ 500 milhões; 25,0%, entre US\$ 10 milhões e US\$ 100 milhões; 25,0%, acima de US\$ 1 bilhão; 12,5%, entre US\$ 500 milhões e US\$ 1 bilhão; e 4,2%, entre US\$ 1 milhão e US\$ 10 milhões.

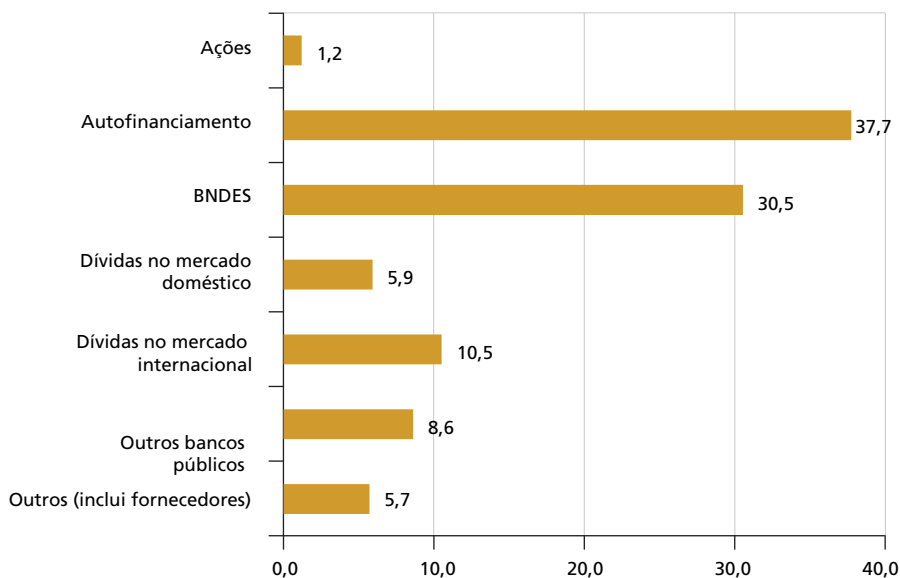
Quanto ao financiamento projetado das inversões, a crise não alterou significativamente o seu perfil: 37,7% é a porcentagem referente à geração de caixa próprio, e 30,5%, ao financiamento pelo BNDES, totalizando um índice que continua próximo a 70,0% do total de investimento. Duas empresas mantiveram a posição de não utilizar caixa próprio para o seu financiamento de projetos e apenas três declararam não ter intenção de captar recursos no BNDES. Das três empresas que não captaram junto ao BNDES no passado, apenas uma pretende manter a condição.

36. Vários entrevistados declararam estar dispostos a comprar novas empresas no país ou no exterior, dependendo das oportunidades geradas pela crise internacional. Para alguns, já há negociações adiantadas para a aquisição de novas empresas.

No padrão *ex ante* de financiamento dos investimentos, o financiamento via mercado internacional cai um pouco (para 10,5%), certamente em função das dificuldades de acesso ao crédito externo após o agravamento da crise internacional, mas ainda é mantido como a terceira fonte mais relevante. Cai também a expectativa quanto ao mercado acionário interno para apenas 1,2%, seguramente uma percepção de piora associada à crise. Ainda possivelmente sob a mesma ordem de influência, diminuiu proporcionalmente o endividamento no mercado doméstico (5,9%), com o encurtamento e encarecimento do crédito bancário. O fato novo é a atribuição de relevância ao financiamento por meio de bancos públicos excluindo o BNDES (8,6%), cujo papel no financiamento ao setor privado aumentou com o agravamento da crise de crédito no país. Renova-se a observação de que, de forma estrutural, as empresas brasileiras de maior porte contam para os seus planos de investimentos futuros com as fontes do BNDES e do autofinanciamento em uma proporção muito elevada.

GRÁFICO 2

Fontes de financiamento de projetos de investimento – próximos três anos (2010-2012)
(Em %)



Elaboração dos autores, a partir das entrevistas.

3.2.2 O impacto da crise internacional e o custo do financiamento

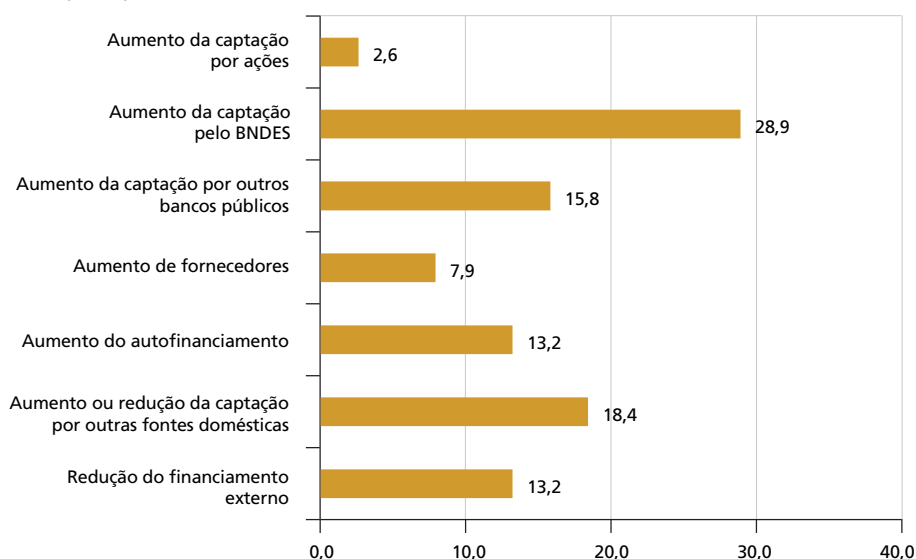
Praticamente todas as empresas entrevistadas foram atingidas pela crise internacional, com resultados divididos em partes iguais entre “impacto alto” e “impacto baixo”. Apenas uma minoria alegou não ter sofrido impacto algum. As restrições identificadas pelas empresas em seu financiamento corrente devido à crise foram

compensadas, para 28,9% dos respondentes, com aumentos dos financiamentos junto ao BNDES, e, para 15,8%, com aumento dos financiamentos junto a outros bancos públicos (gráfico 3). Sobre o tema cambial, a maioria das empresas fez de fato algum tipo de proteção de suas operações, mas a esmagadora maioria (21 empresas) ou não fez operações desse tipo ou não teve prejuízos. Apenas uma empresa afirmou ter tido prejuízo sem, contudo, que isto tenha prejudicado os seus planos de investimento; duas outras tiveram grandes prejuízos que afetaram negativamente suas decisões de investimento.³⁷

GRÁFICO 3

Mudança na estrutura de financiamento com a crise internacional

(Em %)



Elaboração dos autores, a partir das entrevistas.

As empresas foram praticamente unânimes na afirmação de que consideram elevados os custos dos financiamentos do BNDES. Apenas duas julgam este custo adequado, sem ressalvas. Não obstante, o custo do financiamento do BNDES, de acordo com a grande maioria dos empresários, ainda é o melhor encontrado do mercado de crédito, além de ser a única fonte de recursos de longo prazo em reais. Ademais do custo do financiamento – o qual viria a ser reduzido no pacote de medidas do governo naquele ano para incentivar o investimento –, as principais críticas ao BNDES são a morosidade na liberação do crédito e a dificuldade de acesso direto ao banco.

37. O trabalho de Edison Benedito da Silva Filho, neste volume, detalha as estratégias de exposição das firmas brasileiras ao risco cambial após a crise de 2008.

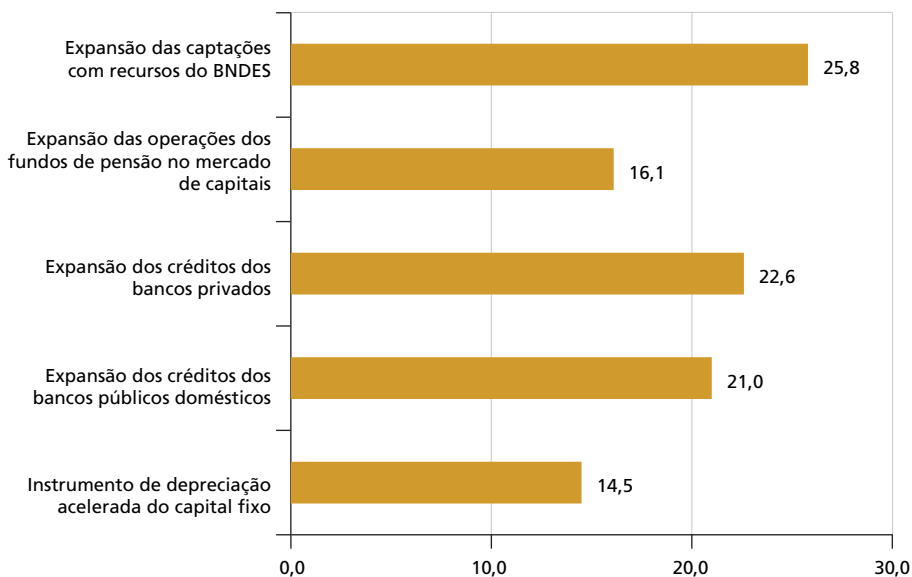
Indagadas sobre o custo de capital adequado para as expectativas de lucratividade, as empresas, em sua maioria, apontaram valores próximos aos internacionais. Muitas responderam que o ideal seriam valores próximos a 5% ao ano (a.a.), enquanto outras comentaram que o custo adequado seria inferior a um dígito.

A entrevista também procurou saber das empresas a importância atribuída ao financiamento para efeito de redução de seu custo de capital e aumento de competitividade. A maior parte das respostas, 26%, conferiu grande relevância para a expansão da captação de recursos junto ao BNDES (gráfico 4). Em seguida, aparece o aumento dos créditos de bancos privados ou públicos, com 23% e 21%, respectivamente. A expansão dos fundos de pensão e o instrumento de depreciação acelerada ficaram em terceiro lugar, com 16% e 15%, respectivamente, das respostas. Outros itens foram ainda citados pelos entrevistados, tais como a redução dos custos dos financiamentos da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e o aumento dos recursos disponibilizados por esta; a necessidade de um mercado secundário de títulos privados de longo prazo; e a redução dos juros de curto prazo (Selic)³⁸ e dos juros na ponta do crédito para viabilizar investimentos de longo prazo.

GRÁFICO 4

Itens para melhorar a competitividade e o custo de capital

(Em %)



Elaboração dos autores, a partir das entrevistas.

Obs.: porcentagens calculadas sobre um total de 62 respostas.

38. Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

Indagou-se, ainda, a quais obstáculos as empresas atribuem relevância para seus objetivos de expansão, incluindo itens não financeiros. Para 45 respostas (44,4%) a principal barreira seria a carga tributária. Outros 29,0% das respostas atribuíram ao acesso ao financiamento a custos compatíveis um papel decisivo nesta questão. Dos demais obstáculos sugeridos, nenhum outro apresentou destaque similar a estes. Apenas cinco empresários alegaram dificuldade de acesso ao mercado externo; quatro elencaram como entrave para o desenvolvimento de seus projetos o acesso a mão de obra qualificada; dois citaram a dificuldade de acesso ao mercado de capitais como empecilho para o desenvolvimento adequado da empresa; e apenas um apontou dificuldades de acesso a tecnologia como entrave para sua corporação.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os dados apresentados neste capítulo sugerem que, ao lado da preservação do eixo que vinha definindo o padrão de financiamento das empresas brasileiras (vale dizer, a destacada relevância dos lucros retidos), constata-se uma elevação expressiva da fonte de financiamento por aumento de dívidas no período recente. Esta conclusão é compatível com a constatação deste e de outros estudos de que foi crescente o endividamento das corporações brasileiras na perspectiva de longo prazo. Ademais, os resultados desta pesquisa colocam em termos mais próprios a importância relativa do aporte de recursos por emissão de ações – nas suas duas modalidades, mercado e aportes de sócios – no padrão de financiamento das empresas brasileiras. Permitem aventar a hipótese de que a estrutura de financiamento das grandes companhias brasileiras está mais próxima a um padrão com base no crédito. Pelo menos no caso *das grandes empresas*, o constrangimento financeiro ao crescimento seria menor hoje que no passado, embora persistam graves lacunas no financiamento bancário privado de longo prazo e no desenvolvimento do mercado de capitais.

Nos últimos anos, segundo as corporações, o financiamento dos seus investimentos fixos teve como eixo a geração própria de recursos e os financiamentos obtidos junto ao BNDES. As proporções sobre o total investido chegaram a 40% e 31%, respectivamente, totalizando mais de 70% dos investimentos. Bem inferiores foram as contribuições dos recursos obtidos no mercado bancário e de dívidas doméstico e no mercado internacional, sendo menor ainda a participação do financiamento por meio de ações.

No contexto dos investimentos projetados para os próximos três anos (2010-2012), a crise não alterou significativamente o seu perfil de financiamento: 38% deste montante terão origem na geração de caixa próprio e 31% no BNDES, perfazendo estes canais um total que continua próximo a 70% do total de investimento do setor produtivo nacional. Certamente devido ao agravamento da crise

internacional, o padrão planejado de financiamento dos investimentos das empresas brasileiras verificará uma queda no financiamento via mercado internacional, mercado acionário e mercado de crédito e de dívida doméstico. Em virtude do enxugamento destes canais, o fato novo a partir da crise de 2008 é a crescente relevância do financiamento por meio de outros bancos públicos, para além do BNDES, que, não obstante, permanece como o principal agente financiador de projetos industriais de longo prazo no país. Estes resultados sugerem como hipótese a ser considerada que o mercado de capitais, os empréstimos bancários internos e até as fontes de financiamento externas são vistos pelas grandes empresas brasileiras como “janelas de oportunidade”. Fontes estruturadas de financiamento para projetos de investimento fixo seriam, sobretudo, o autofinanciamento e o BNDES, possivelmente acrescidas das fontes de financiamento externas por parte das empresas mais internacionalizadas.

Diante do papel de destaque do BNDES no financiamento de longo prazo, o Tesouro Nacional foi forçado a realizar diversos aportes de recursos – R\$ 100 bilhões em 2009, R\$ 80 bilhões em 2010, R\$ 55 bilhões em 2011 e R\$ 45 bilhões em 2012, totalizando R\$ 280 bilhões – para permitir o enfrentamento da crise e sustentar o fluxo de investimentos produtivo e de infraestrutura necessário à manutenção do ritmo de crescimento da economia.³⁹ Estas operações do Tesouro Nacional explicitam, simultaneamente, as limitações dos mecanismos de financiamento de longo prazo e dos mecanismos de poupança compulsória existentes no país. Em particular, por um lado, observa-se que o principal banco de fomento brasileiro não dispõe de outros instrumentos de captação de recursos para suas operações que não por meio de uma emissão de títulos do Tesouro, com impactos substanciais sobre a dívida pública interna. Por outro lado, evidencia-se que os atuais instrumentos de poupança compulsória que compõem o *funding* dos bancos públicos, sobretudo, do BNDES (por meio do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT), também se mostram insuficientes em face de uma expansão da demanda de recursos de longo prazo em um ciclo sustentado de investimento (Cintra e Prates, 2010).

Essas questões explicitam a necessidade de novos debates em torno da operacionalização dos instrumentos públicos de apoio ao financiamento de longo prazo, tais como os depósitos compulsórios, o Fundo Social (instituído pela Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010), o Fundo Soberano do Brasil (criado pela Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008), o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do

39. Nestas operações, o Tesouro terá de absorver a diferença entre a taxa de captação (Selic) e a taxa de remuneração pelo BNDES (TJLP acrescida de 1% a.a.). Sobre os possíveis impactos desta política, ver Pereira e Simões (2010). Coutinho (2011) descreve também o papel de coordenação com os bancos privados desempenhado pelo BNDES no processo de renegociação das dívidas das corporações brasileiras durante a crise (2008-2009).

Tempo de Serviço (FI-FGTS). Nesse sentido, também são úteis as experiências internacionais para o aperfeiçoamento destes canais de financiamento, a exemplo do imposto anticíclico sobre o lucro das grandes empresas exportadoras de *commodities*, adotado por países como Austrália e Rússia.

A análise do padrão recente de financiamento das empresas nacionais repõe também a necessidade de aperfeiçoamentos nos instrumentos e nas instituições de fomento ao crédito de longo prazo no país, tanto os públicos – notadamente os fundos de pensão dos servidores, autorizados pela Lei nº 12.618, de 30 de abril de 2012 –⁴⁰ quanto os privados – bancos universais, fundos de investimento, fundos de previdência, mercado de capitais. Esta discussão se faz ainda mais premente no contexto econômico do país, em que se vislumbra um período de manutenção das taxas de juros em patamares significativamente menores que aqueles observados nas décadas anteriores, após o ciclo de reduções da Selic promovido pelo Banco Central do Brasil entre agosto de 2011 e outubro de 2012.⁴¹

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. **Macroeconomia financeira**. São Paulo: Loyola, 2004. v. 1-2.
- ALMEIDA, J. S. G.; NOVAIS, L. F. **A empresa líder na economia brasileira: ajuste patrimonial e tendências de *mark-up* (1984 – 1989)**. São Paulo: Fundap, dez. 1990. (Texto para Discussão).
- ALMEIDA, J. S. G. **Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais**. São Paulo: Finep/Fundap, jul. 1987. (Relatório Técnico).
- _____. **Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80**. 1994. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1994.
- BAER, M. **O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro**. São Paulo: Paz e Terra, 1993.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure, **The journal of finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, Feb. 2002. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2697832>>.
- BASSO, L. F. C.; MENDES, E. A.; KAYO, E. K. **Estrutura de capital e janelas**

40. Fixa o limite máximo para a concessão de aposentadorias e pensões pelo regime de previdência de que trata o Artigo 40 da Constituição Federal; e autoriza a criação de três entidades fechadas de previdência complementar, denominadas Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo (FUNPRESP-Exe), Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Legislativo (FUNPRESP-Leg) e Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário (FUNPRESP-Jud).

41. As medidas de estímulo à consolidação de um mercado privado de financiamento de longo prazo – Medida Provisória nº 517/2010 e Lei nº 12.431/2011 – são discutidas no capítulo de Maria Cristina Penido de Freitas neste volume.

de oportunidade: testes no mercado brasileiro. *In*: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., Rio de Janeiro, jul. 2004. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1343/fincorp27.pdf?sequence=1>>.

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. S. G. **Depois da queda:** a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BELLUZZO, L. G. M. **A grande empresa durante o Cruzado.** São Paulo: FUNDAP, 1987. (Texto para Discussão, n. 11).

BIELSCHOWSKY, R. **Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do real:** o miniciclo de modernizações, 1995-1997. Brasília, nov. 1999. (Série Reformas Econômicas, n. 44). Disponível em: <<http://www.rrojasdatabank.info/eclaca/lcl1289.pdf>>.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **79th Annual Report.** Basel: BIS, 29 June 2009.

BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **The journal of finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, July 1984. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28198407%2939%3A3%3C857%3AOTEOAO%3E2.0.CO%3B2-0>>.

CALABI, A. *et al.* **Geração de poupança e estrutura de capital das empresas no Brasil.** São Paulo: Editora da USP, 1981. (Relatório de Pesquisa, n. 6).

CHEN, J. J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. **Journal of business research**, 2004.

CHICK, V. The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. **Economies et Sociétés**, Série Monnaie et Production, n. 3, p. 111-126, Août-Sept. 1986. (Tradução em português – CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros, **Ensaio FEE**, Ano 15, n. 1, Porto Alegre, p. 9-23, 1994).

CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, p. 89-131, dez. 2007a. Disponível em: <<http://www.uff.br/revistaeconomica/v9n2/cintra92.pdf>>.

_____. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982. **Revista novos estudos**, São Paulo, n. 79, nov. 2007b. Disponível em: <<http://novosestudos.uol.com.br>>.

CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. Fundos de poupança compulsória como instrumentos de *funding* na economia brasileira. *In*: JAYME JUNIOR, F. G.; CROCCO, M. (Orgs.). **Bancos públicos e desenvolvimento.** Rio de Janeiro: Ipea, 2010. p. 289-327.

CINTRA, M. A. M. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. In: BIANCARELI, A. M. *et al.* **O Brasil na era da globalização**: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Campinas; Rio de Janeiro: Cecon/IE/Unicamp; BNDES, jul. 2007. (Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos. Relatório do projeto de pesquisa, n. 1). Disponível em: <<http://www.iececon.net/pesquisa.htm>>.

_____. As instituições financeiras de fomento e o desenvolvimento econômico: as experiências dos EUA e da China. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009a. p. 109-149.

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

COUTINHO, L. Desenvolvimento, instituições e atores sociais. **Cadernos do desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, jul.-dez. 2011. p. 406-419.

COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e sociedade**, Campinas, n. 7, p. 129-154, 1996.

CROCCO, M.; SANTOS, F. Financiamento e desenvolvimento sob novas óticas. **Observatório da cidadania**, Rio de Janeiro, n. 10, p. 48-58, 2006.

CRUZ, P. R. D. C. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 3, n. 3, p. 65-81, dez. 1994.

DEOS, S. S. **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais**. _____. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1997.

FARHI, M. **Novos instrumentos e práticas na finança internacional**. 2002. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

_____. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 8, n. 2, p. 172-372, jan. 1999.

_____. **O futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. 1998. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Financing constraints and corporate investment. **Brooking papers on economic activity**, Washington, n. 1, p. 141-206, 1988.

FRACALANZA, P. S.; RAIMUNDO, L. C.; MIRANDA, T. **A corporação contemporânea e o regime de acumulação liderado pela finança**. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14., São Paulo: SEP; Editora da PUC, 9-12 jun. 2009.

FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 28, n. 3, 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v28n3/a03v28n3.pdf>>.

FREITAS, M. C. P. Transformações institucionais do sistema bancário brasileiro. In: _____. **O Brasil na era da globalização**: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. (Relatório do Projeto de Pesquisa). Campinas; Rio de Janeiro: Unicamp; BNDES, 2007.

FUNDAP – FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO . **Análise patrimonial e financeira das grandes empresas brasileiras – 2002-2007**. (Projeto de pesquisa análise econômico-financeira das companhias abertas). São Paulo: FUNDAP, jun. 2008a.

_____. **O desempenho econômico-financeiro das companhias abertas no primeiro trimestre de 2008**. São Paulo: FUNDAP, jun. 2008b. (Nota Técnica). Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/desempenho_companhias_abertas_1%20trimestre_2008.pdf>.

_____. **Análise patrimonial e financeira das grandes empresas brasileiras nos primeiros nove meses de 2008**. (Projeto de pesquisa análise econômico-financeira das companhias abertas). São Paulo: FUNDAP, nov. 2008c.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. **Consumer debt at the center of finance-led capitalism**. Paris: CEPN, Jan. 2008.

HALL, R. E.; JORGENSEN, D. W. Tax policy and investment behavior. **American economic review**, v. 57, p. 391-414, June 1967.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The journal of finance**, v. 46, n. 1, Mar. 1991.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Endividamento e resultado das empresas industriais no primeiro semestre de 2005**. São Paulo: Iedi, 2005. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br>>.

JACOB, C. A. **Crédito bancário no Brasil**: uma interpretação heterodoxa. 2003. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2003.

_____. **Endividamento e rentabilidade das grandes empresas industriais brasileiras e estrangeiras no primeiro semestre de 2006**. São Paulo: Iedi, 2006. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20060922_empind.pdf>.

JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. **Capital structure around the world: the roles of firm – and country-specific determinants**. Oct. 2006.

KALECKI, M. **Theory of economic dynamics: an essay on ciclical and long-run changes in capitalist economy**. London: George Allen & Unwin, 1954.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. Londres: Macmillan, 1936.

_____. Alternative theories of the rate of interest. **Economic journal**, v. 47, June 1937a.

_____. The “ex-ante” theory of the rate of interest. **Economic journal**, v. 47, Dec. 1937b.

_____. The general theory of employment. **The quarterly journal of economics**, v. 51, n. 2, p. 209-223, Feb. 1937c.

_____. **Essays in persuasion**. Part II. Inflation and Deflation. New York: W. Norton & Co. Inc., 1963. p. 77-178.

_____. A further elucidation of the distinction between savings and investment. 1930. In: _____. **A treatise on money: the applied theory of money**. Londres: Macmillan; Cambridge University Press, 1973a. cap. 12, v. 5, p. 154-165. (The Collected Writings of John Maynard Keynes).

_____. **A treatise on money**. London: Macmillan; Cambridge University Press, 1973b. v. 5-6. (The Collected Writings of John Maynard Keynes).

_____. **Inflação e deflação**. Tradução de Rolf Kuntz e Paulo Almeida. São Paulo: Abril Cultural, 1978. (Coleção Os Pensadores).

_____. A distinção entre poupança e investimento. In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.) **Keynes**. Tradução de Bresser Pereira. São Paulo: Ática, 1984a. p.127-137.

_____. A teoria geral do emprego. In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.). **Keynes**. Tradução de Bresser Pereira. São Paulo: Ática, 1984b. p.167-179.

_____. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Coleção Os Economistas).

_____. Teorias alternativas da taxa de juros. Tradução de e Mauro Boianovsky. **Literatura econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, 1987a.

_____. A teoria *ex ante* da taxa de juros. Tradução de Mary Cardoso. **Literatura econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, 1987b.

KREGEL, J. **The natural instability of financial markets**. New York: The Levy Economics Institute of Bard College, Dec. 2007. (Working Paper, n. 523).

KREGEL, J.; BURLAMAQUI, L. **Finance, competition, instability and development**. 2006. (Working Papers in Technology Governance and Economic Dynamics, Tallinn, n. 4).

LAZONICK, W. The US stock market and the governance of innovative enterprise. **Industrial and corporate change**, v. 16, n. 6, p. 983-1.035, 21 Nov. 2007.

_____. **The quest for shareholder value**: stock repurchases in the US Economy. Massachusetts: University of Massachusetts Lowell; Stockholm School of Economics, 2008.

LEAL, R. P. C. Estrutura de capitais comparada – Brasil e mercados emergentes. **Revista de administração de empresas**, v. 48, n. 4, p. 67-78, 2008.

LEVINE, R. **Bank-based or market-based financial systems**. Which is better? Minnesota: University of Minnesota. Oct. 2001.

MAYER, C. Financial systems, corporate finance and economic development. In: HUBBARD, R. G. (Ed.). **Asymmetric information, corporate finance and investment**. Chicago: University of Chicago Press, 1990.

MIGUEL, P. P. **Globalização na década de 2000**: de ônus a bônus para o mundo em desenvolvimento. São Paulo, 2009.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

_____. **Can 'it' happen again?** Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe, 1982.

_____. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American economic review**, v. 48, p. 201-297, 1958.

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American economic review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. **Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real**. Rio de Janeiro: BNDES, out. 2000. (Texto para Discussão, n. 84).

MYERS, S. The Capital structure puzzle. **The journal of finance**, v. 39, n. 3, July 1984.

NAKAMURA, W. **Estrutura de capital das empresas no Brasil**: evidências empíricas. 1992. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1992.

NOVAIS, L. F. **A trajetória da grande empresa privada e pública**: 1978 a 1987. São Paulo: Fundap, 1989. (Texto para Discussão, n. 27).

OLIVEIRA, G. C. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades. 2009. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009.

ORTEGA, J. A.; ALMEIDA, J. S. G. **Financiamento e desempenho financeiro das empresas industriais no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea; Inpe, 1988. (Série de estudos de política industrial e comércio exterior, n. 12).

PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 33, jun. 2010.

PLIHON, Dominique. **La Monnaie e ses mecanismes**. Paris: La Decouverte, 2004. (Coleção Repère, n. 295).

PUGA, N.; NASCIMENTO, M. Como as empresas financiam investimentos em meio à crise financeira internacional. **BNDES**: visão do desenvolvimento, n. 58, dez. 2008.

RODRIGUES JÚNIOR, W.; MELO, G. M. **Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea, jun. 1999. (Texto para Discussão, n. 653). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/td/1999/td_0653.pdf>.

SANT'ANNA, A. A. Decisões de financiamento via mercado de capitais no período 2004-2006. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 161-179, dez. 2008.

_____. Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2007. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 173-198.

SILVA, A. M. **A intermediação financeira no Brasil**: origens, estrutura e problemas. São Paulo: USP; Fipe, 1981.

SINGH, A. The stock-market and economic development: should developing countries encourage stock-markets? **Unctad review**, Geneva, 1993.

_____. **Corporate financial patterns in industrializing economies**. Washington: Word Bank, Apr. 1995.

STIGLITZ, J. E. Corporate financial policy and the cost of capital. **Journal of public economics**, v. 2, p. 1-34, Feb. 1973.

_____. Why financial structure matters. **The journal of economic perspectives**, v. 2, n. 4, p. 121-126, Autumn 1988. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0895-3309%28198823%292%3A4%3C121%3AWFSM%3E2.0.CO%3B2-A>>.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information, **American economic review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, June 1981. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1802787>>.

TAVARES, M. C. Notas sobre o problema do financiamento numa economia em desenvolvimento: o caso do Brasil. In: _____. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1972. p. 125-52.

_____. O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In: BELLUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. (Orgs.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. São Paulo: Brasiliense, 1983. p. 107-138. v. 2.

THE WORLD BANK. **Global development finance**: the globalization of corporate finance in developing countries. Washington, 2007.

TORRES FILHO, E. T. BNDES: o papel dos bancos públicos no desenvolvimento. In: CENTRO INTERNACIONAL CELSO FURTADO DE POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Financiamento do desenvolvimento brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: BNDES, 28 abr. 2006. p. 1-8. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/primeiro_seminario/Financiamento%20do%20Desenvolvimento.pdf>.

_____. Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, p. 11-56, 2009.

TORRES FILHO, E. T. *et al.* Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil. **BNDES: visão do desenvolvimento**, n. 42, ago. 2008.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **World investment report 2008**. Geneva: Unctad, 2008a. Disponível em: <http://unctad.org/en/Docs/wir2008_en.pdf>.

_____. **Trade and development report 2008**. Geneva: Unctad, 2008b. Disponível em: <http://unctad.org/en/docs/tdr2008ch4_en.pdf>.

ZYSMAN, J. **Government, markets and growth**. Ithaca: Cornell University Press, 1983.

ZONENSCHAIN, C. N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, 1998.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ALDRIGHI, D. M. **Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil**. São Paulo: FEA/USP, 13 maio 2004. (Seminário, n. 9).

BAER, M.; CINTRA, M. A. M. **Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais**. Santiago: Cepal, set. 2004.

BOOTH, L. *et al.* Capital Structures in developing countries. **The journal of finance**, v. 61, n. 1, Feb. 2001.

CEPAL – COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. La inversión extranjera: en América Latina y el Caribe. *In: _____*. **Brasil: inversión extranjera directa y estrategias**. Santiago: Cepal, 2004. p. 85-140. Disponível em: <http://www.ambito.com/diario/aw_documentos/archivos-pdf/2005/id_doc_3499.pdf>.

_____. **La transformación productiva 20 años después**. Santiago: Cepal, 2008. Disponível em: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/7/33277/2008-117-SES.32-Latransformacion-WEB_OK.pdf>.

CHESNAIS, F. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. *In: _____*. (Org.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998.

COUTINHO, L. G.; BORGES, B. L. La consolidación de la estabilización y el desarrollo financiero del Brasil. *In: COUTINHO, L. G.; PRATES, D. M.; BICHARA, J. S. (Orgs.). La dinámica de la economía brasileña*. Madrid: Embaixada do Brasil na Espanha, 2008.

COUTINHO, L. G.; FERRAZ, J. C. (Coords.). **Estudo da competitividade da indústria brasileira**. Campinas: Papirus; Editora da Unicamp, 1994.

ELSAS, R.; FLORYSIK, D. **Empirical capital structure research: new ideas, recent evidence, a methodological issues**. Munich: University of Munich, July 2008. (Discussion Paper).

GLEN, J.; SINGH, A. Comparing capital structures and rates of return in developed and emerging markets. **Emerging markets review**, 2004.

JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. **Capital structure around the world: the roles of firm – and country-specific determinants**. Oct. 2006.

KALECKI, M. **Teoria da dinâmica econômica**. São Paulo: Abril Cultural, 1978. (Coleção Os Pensadores).

KUPFER, D. **A indústria brasileira após 10 anos de liberalização econômica**. *In: SEMINÁRIO BRASIL EM DESENVOLVIMENTO*. Rio de Janeiro: Editora da UFRJ, 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/a_industria_brasileira_apos_10_anos_de_liberalizacao_comercial.pdf>.

LAPLANE, M. F.; SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 6, n. 1, p. 1-261, jun. 1997.

_____. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 90. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1, p. 1-192, jun. 2002.

_____. Prometeu acorrentado: o Brasil na indústria mundial no início do século XXI. In: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Editora da UNESP, 2006, p. 299-319.

LAPLANE, M. F.; COUTINHO, L. G.; HIRATUKA, C. (Orgs.). **Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil**. São Paulo: Editora da UNESP; UNICAMP, 2003.

LEAL, R. P. C.; PRATES, C. P. T. Algumas considerações sobre os determinantes da estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, p. 201-2.018, jun. 2005.

LEANDRO, J. C. **Determinantes da estrutura de capital no Brasil para empresas de capital aberto e fechado**. 2006. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006.

MAYER, C. New issues in corporate finance. **European economic review**, n. 32, p. 1.167-1.189, 1988.

SILVA, M. L. A inserção internacional das grandes empresas nacionais. In: LAPLANE, M.; COUTINHO, L. G.; HIRATUKA, C. (Orgs.). **Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil**. São Paulo: Editora UNESP; UNICAMP, 2003.

PADRÃO DE FINANCIAMENTO DAS CORPORAÇÕES AUTOMOBILÍSTICAS*

Roberto Alexandre Zanchetta Borghi**

1 INTRODUÇÃO

A indústria automobilística apresenta elevada importância, econômica e setorial, decorrente do forte encadeamento existente junto a outros setores na cadeia produtiva, bem como seu alto grau de internacionalização. Estima-se que esta indústria corresponda a 10% do produto interno bruto (PIB) dos países desenvolvidos e, incluindo o setor de autopeças, gere mais de 8 milhões de empregos diretos no mundo (Casotti e Goldenstein, 2008). Caracteriza-se por ampla descentralização produtiva, com papel relevante de fornecedores nas linhas de montagem, e pelo desenvolvimento de novas tecnologias e modelos de gestão produtiva – como a produção em massa e a produção enxuta –, que posteriormente se difundem para outros setores. Trata-se também de um setor bastante concentrado, marcado pelo processo de fusões, aquisições e formação de alianças estratégicas. Contudo, as elevadas barreiras à entrada não impossibilitam a emergência e consolidação de novos *players*, haja vista o poder de mercado conquistado pelas empresas japonesas e sul-coreanas, além da recente ascensão de produtores chineses e indianos.

A partir dessas considerações, procura-se delinear neste capítulo o padrão de financiamento das corporações do setor automobilístico, considerando aspectos relacionados à produção, ao investimento (incluindo inovação) e à comercialização. Para isto, buscou-se sistematizar as informações contidas nos relatórios financeiros anuais. Construíram-se, para cada corporação, tabelas referentes ao demonstrativo de resultados, balanço patrimonial e fluxos de caixa com base em seus resultados consolidados em âmbito global e com a abertura das principais contas de interesse. Foram selecionadas oito companhias: Daimler, Fiat, Ford, General Motors, Honda, Hyundai, Toyota e Volkswagen, em virtude de sua importância na indústria e

* Com base no segundo capítulo da dissertação de mestrado em economia do autor intitulada *Economia financeira e economia produtiva: o padrão de financiamento da indústria automobilística*, orientada pelo professor Fernando Sarti e financiada pela Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP).

** Pesquisador do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais da Universidade de Campinas (Ceri/UNICAMP).

da diversidade em relação às regiões de origem – Estados Unidos, Europa e Ásia. O período para esta análise compreende uma década (2000-2009) e foi escolhido devido à disponibilidade de dados para a maioria das corporações. Cabe ressaltar que os dados de Honda e Toyota se iniciam apenas em 2003, porém optou-se por trabalhar com informações a partir de 2000 para as demais companhias, evitando perdas de informação.¹ Os dados padronizados para os grupos mencionados, expressos em milhões de dólares, estão no anexo A. Por sua vez, no anexo B, apresenta-se a distribuição percentual dos ativos e passivos destes grupos.

Quando necessário, abrem-se as contas do consolidado entre o segmento automotivo e o segmento de serviços financeiros. Este primeiro refere-se, sobretudo, às atividades produtivas do grupo, ou seja, aos registros de produção e venda de unidades de veículos ao redor do mundo. O segundo concerne às operações realizadas pelo braço financeiro da montadora. Estas operações compreendem, geralmente, serviços vinculados às vendas dos veículos, como financiamento, *leasing* e seguros, além de hipotecas imobiliárias e outros ativos financeiros em alguns casos.

Essa fonte sistematizada de informações é complementada por dados de produção, vendas, comércio, participação de mercado, gastos e parcerias para o desenvolvimento de tecnologias, entre outros. Estes fatores permitem captar as alterações no cenário setorial das últimas décadas. Este capítulo encontra-se dividido em cinco seções, incluídas esta introdução e as considerações finais. Na seção seguinte, analisam-se as mudanças ocorridas no padrão produtivo a fim de visualizar movimentos que afetam a dinâmica do financiamento. A partir disso, caracteriza-se o financiamento da produção. Na seção 3, aborda-se a presença da lógica financeira nas corporações e o financiamento do investimento. Procura-se delinear, ainda, as formas de financiamento da inovação. Deve-se ter em conta aspectos financeiros de institucionalidade e de competitividade que se refletem nas diferenças observadas entre as corporações. Na quarta seção, destaca-se o financiamento da comercialização, reforçando a importância do crédito e dos bancos das montadoras para a dinâmica da corporação.

2 AS TRANSFORMAÇÕES NO PADRÃO PRODUTIVO E O FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO

A fim de compreender a estrutura de financiamento da indústria automobilística, sobretudo no que concerne à produção e ao investimento, é importante analisar algumas transformações ocorridas no padrão produtivo do setor. Isto é, explicitar elementos do fordismo e do toyotismo, no sentido de captar movimentos como de formação de redes globais de produção e participação de fornecedores nas linhas de montagem.²

1. Para as empresas japonesas, dados relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano. Para as demais, anos fiscais findam em 31 de dezembro do respectivo ano.

2. A respeito dos diferentes modelos e trajetórias produtivos, incluindo aspectos tecnológicos e financeiros, dos diversos grupos automobilísticos, ver Freyssenet *et al.* (2000). Para uma abordagem mais recente, sobretudo da década de 2000, ver Freyssenet (2009).

O modo de produção em massa, ou fordismo, foi implementado, pela primeira vez, nos Estados Unidos por Henry Ford na fabricação do modelo T da Ford em 1908. A estrutura da divisão do trabalho baseava-se em hierarquia e especialização, sendo o trabalho desmembrado em uma sucessão de atividades complementares realizadas sucessivas vezes por operários ao longo de sua jornada. Isto caracterizava a linha de montagem em série, alicerçada na padronização e rigidez da produção (Womack, Roos e Jones, 1992).

Tal padrão se difundiu após a Segunda Guerra Mundial, durante a denominada “era de ouro” do capitalismo, caracterizada por políticas nacionais de cunho keynesiano, época em que ocorreu a primeira onda de internacionalização das corporações americanas. Como forma de saltar as barreiras tarifárias existentes entre os países, estas corporações estabeleceram filiais na Europa, disseminando o padrão de produção fordista. Consequentemente, as corporações europeias reagiram, adotando também uma política de expansão para novos mercados (Teixeira, 1983). Até a década de 1950, a produção mundial de veículos era majoritariamente concentrada na América do Norte, sobretudo nos Estados Unidos, denotando o poderio das grandes empresas americanas. Com seu movimento de internacionalização, a participação da produção na Europa Ocidental aumentou, em especial, na década de 1960, até se tornar a principal região produtora no início da década seguinte (tabela 1).

Naquele momento, a atuação das filiais em relação à matriz baseava-se em uma estratégia classificada como *stand alone*, ou seja, suas estruturas produtivas eram semelhantes às da matriz e de outras filiais, porém, em menores escalas. Em geral, o vínculo matriz-filial limitava-se à transferência de tecnologia e ao uso de marcas comerciais. Dado que a concorrência em determinado espaço nacional era relativamente independente do que se passava em outros países e regiões e dependia fortemente das circunstâncias dos mercados locais, ocorria, segundo classificação de Porter (1986), uma concorrência multidoméstica.

A partir dos anos 1970, as grandes empresas enfrentaram um processo de reestruturação, visando assegurar vantagens competitivas, tendo em vista o acirramento da concorrência entre os oligopólios mundiais em condições de maior instabilidade econômica, o fim do regime de Bretton Woods, a crise do petróleo e também as modificações na esfera financeira. O toyotismo ou produção enxuta, desenvolvido pelas empresas japonesas, buscava possibilitar um atendimento flexível à demanda, incorporar suas súbitas variações em substituição ao modelo de produção rígida, proporcionar ganhos de competitividade, inclusive mediante redução de custos, e ter maior preocupação com a qualidade,³ bem como uma menor verticalização das empresas (Cepal, 2004). Procurava-se, assim, estabelecer

3. Apesar de problemas recentes generalizados de *recall* por parte das montadoras (com destaque da própria Toyota), o que tende a afetar ou até comprometer a imagem de marcas consolidadas, ainda que em muitos casos a medida tenha um caráter preventivo, sempre se constituiu um princípio básico adotado pelas empresas japonesas o controle de qualidade de seus produtos. Conforme Womack, Roos e Jones (1992, p. 26), “somente 50 anos depois [do estabelecimento da produção em massa por Ford], tornou-se possível fábricas organizadas dentro dos princípios da produção enxuta produzirem com qualidade próxima da perfeição, sem precisarem de exaustivas inspeções ao final da linha, ou grande volume de retrabalho”.

relações de longo prazo entre produtores, fornecedores e distribuidores, impulsionando a subcontratação (*outsourcing*) e a terceirização. Este processo significava uma subdivisão da produção, com maior participação dos fornecedores de partes, peças e componentes, responsáveis por determinadas etapas na linha de montagem, dinamizando o processo produtivo e inovativo. No período, a produção de veículos no Japão cresceu significativamente, alcançando, no início da década de 1980, participação semelhante à verificada na América do Norte.

TABELA 1

Distribuição regional da produção de automóveis (vários anos)

(Em %)

Ano	América do Norte	Europa Ocidental	Japão	Leste Europeu	Resto do mundo	Total	Total (em mil unidades)
1929	89,5	10,3	- ¹	0,2	- ¹	100,0	5.354,7
1938	69,7	28,6	- ¹	1,7	- ¹	100,0	3.073,9
1950	85,1	13,6	0,0	1,2	0,1	100,0	8.167,8
1955	75,3	22,6	0,2	1,4	0,5	100,0	11.014,6
1960	53,9	39,4	1,3	2,1	3,3	100,0	12.985,2
1965	51,9	39,0	3,6	2,1	3,3	100,0	19.281,5
1970	32,9	45,6	14,0	3,1	4,4	100,0	22.755,5
1971	36,7	41,5	14,1	3,5	4,2	100,0	26.372,8
1972	36,3	40,6	14,6	4,2	4,3	100,0	27.482,4
1973	36,8	38,7	15,1	4,7	4,7	100,0	29.609,0
1974	33,2	38,9	15,4	6,4	6,1	100,0	25.551,5
1975	31,1	37,4	18,3	7,1	6,1	100,0	24.956,7
1976	33,3	37,3	17,4	6,5	5,6	100,0	28.915,1
1977	33,9	36,7	17,8	6,4	5,2	100,0	30.577,6
1978	33,0	36,3	18,4	6,6	5,7	100,0	31.225,8
1979	30,4	36,6	19,9	6,7	6,4	100,0	31.012,8
1980	25,2	36,2	24,6	7,4	6,6	100,0	28.639,2
1981	25,8	35,9	25,5	7,3	5,5	100,0	27.352,7
1982	22,0	38,6	25,9	7,4	6,1	100,0	26.605,4

Fonte: Altshuler *et al.* (1986, p.19-20).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Menos de 500 unidades.

Obs.: a tabela inclui a produção de automóveis em países com ao menos 75% de valor adicionado. Em decorrência disto, alguns países como México, África do Sul e Nigéria não foram incluídos. Os países compreendidos nas regiões da tabela são: América do Norte: Estados Unidos e Canadá; Europa Ocidental: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Itália, Reino Unido e Suécia; Leste Europeu: Alemanha Oriental, Polônia, Romênia, ex-Tchecoslováquia e ex-URSS; Resto do mundo: Argentina, Austrália, Brasil, Coreia do Sul, Índia, ex-Iugoslávia e Turquia.

Isso era compatível com a descentralização das atividades produtivas das grandes empresas ao redor do globo e a constituição de redes de produção, ocasionando alterações nas relações entre matriz e filiais.

Com a formação de um sistema de produção na forma de redes que abarca, além da matriz, as filiais com plantas produtivas ou representações comerciais espalhadas em vários países, passou a existir um maior grau de articulação e de integração dentro da corporação, intensificando os fluxos produtivos, financeiros e tecnológicos (Sarti, 2002, p.28).

Observou-se a passagem de uma estratégia *stand alone* para um padrão mais integrado dentro da corporação, com maior subordinação das filiais às matrizes no concernente às decisões estratégicas (UNCTAD, 1993). Tal alteração condizia com a mudança, nos termos de Porter (1986), de uma concorrência multidoméstica para global, no sentido que a posição competitiva da empresa em um país era largamente afetada por sua posição em outras localidades e vice-versa. Logo, as filiais passaram a cumprir um papel mais importante na estratégia competitiva, crescentemente coordenada e internacionalmente irradiada, da corporação (Borghi e Cintra, 2009).

Com a disseminação do toyotismo na década de 1980 e a descentralização produtiva ao redor do mundo, transitou-se “para uma indústria formada por redes, com cada grande firma produzindo dentro de cada grande mercado” (Sturgeon e Florida, 2000, p. 92, tradução nossa).⁴ Iniciava-se uma nova era na indústria automobilística, marcada por uma competição mais acirrada e no âmbito global.

Com a possibilidade de uma produção fragmentada internacionalmente, aproveitando-se de vantagens locais dos países receptores dos investimentos, como acesso à mão de obra mais barata e matérias-primas, fortaleceu-se o conceito de “carro mundial” (Shimokawa, 1996). Ou seja, um veículo montado em determinada localidade e composto de inúmeras peças, partes e componentes produzidos nas mais distintas regiões. Frente ao avanço japonês, inclusive nos Estados Unidos, no bojo de um forte processo de internacionalização produtiva em busca de mercados, as montadoras americanas e europeias direcionaram suas estratégias para a modularização da produção.⁵ Isto significava reduzir o grau de verticalização destas corporações por meio de maior especialização e uso de *outsourcing*. “GM e Ford, produtores que se caracterizavam por forte integração vertical, elevaram notavelmente o uso da subcontratação para reduzir custos, aumentaram a utilização de fornecedores externos e transformaram suas subsidiárias em empresas independentes (Delphi e Visteon, respectivamente)” (Cepal, 2004, p. 112, tradução nossa).⁶

Essa tendência intensificou-se, principalmente, ao longo da década de 1990, com a consolidação de uma rede global de fornecedores. A participação de fornecedores e sistematistas diretamente na produção promoveu uma maior integração entre toda a cadeia produtiva em âmbito internacional, o que foi ainda motivado por alianças estratégicas estabelecidas entre as montadoras, sobretudo no desenvolvimento de produtos, componentes e novas tecnologias (Freyssenet e Lung, 1999, p. 10). Em meio a este processo, a fim de reduzir custos e incrementar a competitividade, estas montadoras também passaram a adotar a denominada *platform strategy* ou *commonalization*, isto é, a utilização, sempre que possível,

4. “(...) to a network-led industry with each major firm producing within each major market”.

5. Sobre vantagens desse padrão, ver McAlinden, Smith e Swiecki (1999).

6. “GM y Ford, productores que se han caracterizado por una marcada integración vertical, han elevado notablemente el uso de la subcontratación para reducir costos, incrementado la utilización de proveedores externos y transformado sus subsidiarias internas en empresas independientes (Delphi y Visteon, respectivamente)”.

de componentes e plataformas comuns à produção de diferentes veículos. Conforme afirma Sarti (2002, p. 9), “a difusão dos novos processos produtivos e a relativa padronização dos fornecedores, ou seja, um mesmo grupo de sistematistas fornecendo para diferentes empresas, têm tornado as técnicas de produção e os componentes utilizados cada vez mais semelhantes.”

A modificação descrita no padrão produtivo possibilitou a formação de redes globais de produção, isto é, a expansão internacional da produção, muito mais fragmentada do que anteriormente. Isto significou, em um cenário de menores restrições à mobilidade dos fluxos de capitais e de bens, uma forte realização de investimentos no exterior em diversas regiões. Na década de 1980, houve forte entrada de montadoras japonesas em território americano com implantação de fábricas⁷ em busca de mercado, uma estratégia *market seeking* de acordo com classificação de Dunning (1994).⁸ Em especial, a partir da década de 1990, acentuaram-se os investimentos no Sudeste Asiático direcionados aos países recentemente industrializados (NICs) de segunda geração – Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas –, com uma motivação *resource seeking*. Esta região tornou-se mais importante na fabricação de produtos automotivos do que na montagem final do veículo. Uma vez lá estabelecidos, os novos investimentos dos fornecedores também seguiram uma orientação *efficiency seeking*. No caso das montadoras, esta estratégia foi verificada nos anos 1990 entre Brasil e Argentina, haja vista a proximidade e a complementaridade destes mercados, aproveitando-se de economias de escala e de escopo.⁹ Também naquela década e, sobretudo, nos anos 2000, foi maciça a realização de investimentos diretos externos (IDE) na China, em uma combinação de estratégias *resource* e *market seeking*. Houve ainda um direcionamento de investimentos, principalmente de montadoras europeias, para o Leste Europeu, aumentando a produção na região.

Esses movimentos podem ser percebidos na atual configuração da distribuição mundial da produção (tabela 2). Nota-se como a produção – que em 2007 ultrapassou 73 milhões de unidades e que em decorrência da crise reduziu-se em

7. Resultado também de outras ações, como as restrições voluntárias americanas às exportações japonesas (Hollanda Filho, 1998).

8. O autor classifica o IDE em quatro tipos, de acordo com a motivação das empresas em direção à internacionalização: *resource seeking*, *market seeking*, *efficiency seeking* e *strategic asset seeking*. O primeiro tipo está orientado para a exploração de recursos naturais ou mão de obra barata. A segunda modalidade está voltada à exploração do mercado doméstico do país receptor. A terceira estratégia se dirige à racionalização da produção para explorar economias de escala e de escopo. O último tipo objetiva alcançar ativos estratégicos, ou seja, proporcionar à firma investidora recursos e capacidades que mantenham ou aumentem sua competitividade nuclear em mercados regionais ou globais. O processo de fusões e aquisições constitui uma forma típica de realização dessa estratégia.

9. Conforme notado em diversos casos, há uma forte regulamentação estatal do setor e regras institucionais que condicionam as estratégias das empresas. Para detalhes do caso brasileiro e argentino, inclusive com o estabelecimento dos regimes automotivos de cada país e comum, ver Sarti (2001) e Baer e Cintra (2004).

mais de 10 milhões de unidades em 2009 – era concentrada, visto que os vinte países listados respondiam por mais de 90% do total de veículos fabricados globalmente. Ao longo dos anos 2000, a Ásia tornou-se a principal região produtora, ultrapassando a Europa, cuja trajetória, assim como a da América do Norte, mostrou-se declinante. Em 2009, mais da metade da produção mundial de veículos foi realizada na Ásia-Oceania. Apenas China e Japão, os dois principais produtores de 2009, foram responsáveis por mais de um terço da produção total. Indubitavelmente, o fenômeno de maior destaque foi o crescimento da participação chinesa, que, em apenas dez anos, saltou de 3,5% para 22,3% da produção mundial.

Outros mercados emergentes, como Brasil e Índia, também expandiram sua participação na produção mundial. Nota-se que a América do Sul, representada majoritariamente por Brasil e Argentina, cresceu relativamente às demais regiões produtoras. A América do Norte, em contrapartida, sofreu forte retração com as participações de Estados Unidos, outrora o principal país produtor, e Canadá, reduzindo-se a menos da metade do início do período. Na Europa, apesar da redução de participação relativa na produção mundial, foi possível verificar duas trajetórias distintas: a primeira concernente à diminuição da proporção de veículos fabricados no grupo de quinze países da União Europeia (UE) que, dado seu peso significativo na produção do continente, contribuiu para o declínio de sua participação; a segunda referente a um crescimento mais do que proporcional no montante de veículos produzidos no Leste Europeu, com destaque para República Tcheca e Polônia, pertencentes ao grupo de 27 países da UE.

Além da distribuição de acordo com países e regiões, pode-se avaliar a quantidade de veículos mundialmente produzida por meio da participação relativa das principais montadoras no montante total (gráfico 1). As seis companhias listadas responderam por mais da metade da produção global, sinalizando uma concentração não apenas de mercados, mas também de empresas. A Toyota tornou-se a maior produtora mundial de veículos em 2008, suplantando a General Motors (GM), cuja participação na produção total declinou nos últimos anos. Observou-se movimento semelhante pela Ford. Em 2009, as participações destas montadoras americanas figuraram em torno de 10% e 7,5%, respectivamente, semelhantes às da Volkswagen e Hyundai, cujas trajetórias foram ascendentes. Apesar de um leve crescimento, a Honda foi a montadora que apresentou maior estabilidade na participação relativa. De modo geral, estes resultados apontavam para um ganho relativo de participação na produção mundial pelas empresas asiáticas e perda significativa pelas empresas americanas.

TABELA 2
Produção mundial de veículos por países e regiões (2000-2009)
(Em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Europa	34,8	35,7	33,8	33,0	32,5	31,3	30,9	31,2	30,9	27,6
UE-15	29,4	30,6	28,8	27,7	26,3	24,7	23,5	22,8	21,5	19,8
Bélgica	1,8	2,1	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
França	5,7	6,4	6,3	6,0	5,7	5,3	4,6	4,1	3,6	3,3
Alemanha	9,5	10,1	9,3	9,1	8,7	8,7	8,4	8,5	8,6	8,4
Itália	3,0	2,8	2,4	2,2	1,8	1,6	1,7	1,8	1,5	1,4
Espanha	5,2	5,1	4,9	5,0	4,7	4,1	4,0	4,0	3,6	3,5
Reino Unido	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,7	2,4	2,4	2,3	1,8
Outros da Europa ¹	5,4	5,1	5,0	5,3	6,2	6,6	7,4	8,4	9,4	7,7
República Tcheca	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,9	1,2	1,3	1,3	1,6
Polônia	1,0	0,7	0,5	0,5	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4
Rússia	2,1	2,2	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,3	2,5	1,2
Turquia	0,7	0,5	0,6	0,9	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,4
América do Norte	30,4	28,1	28,4	26,7	25,3	24,6	22,9	21,1	18,4	14,2
Canadá	5,1	4,5	4,5	4,2	4,2	4,0	3,7	3,5	2,9	2,4
México	3,3	3,3	3,1	2,6	2,4	2,5	3,0	2,9	3,1	2,5
Estados Unidos	22,0	20,3	20,9	19,9	18,7	18,0	16,3	14,7	12,3	9,3
América do Sul	3,6	3,7	3,4	3,4	4,0	4,5	4,6	5,0	5,6	6,1
Argentina	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8
Brasil	2,9	3,2	3,0	3,0	3,4	3,8	3,8	4,1	4,6	5,2
Ásia-Oceania	30,8	31,8	33,9	36,2	37,5	38,8	40,7	41,9	44,3	51,5
China	3,5	4,1	5,5	7,3	7,9	8,6	10,4	12,1	13,3	22,3
Índia	1,4	1,5	1,5	1,9	2,4	2,4	2,9	3,2	3,3	4,3
Japão	17,4	17,4	17,4	17,0	16,4	16,2	16,6	15,9	16,4	12,9
Coreia do Sul	5,3	5,2	5,3	5,2	5,4	5,6	5,5	5,6	5,4	5,7
Tailândia	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	1,7	1,8	2,0	1,6
África	0,5	0,7	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7
Total	94,9	94,5	94,3	93,7	92,9	92,4	92,8	92,4	91,6	91,8
Total (em unidades)	58.295.557	56.325.267	58.840.299	60.618.600	64.165.255	66.465.408	69.257.914	73.152.696	70.526.531	61.714.689

Fonte: International Organization of Motor Vehicle Manufacturers (Oica, vários anos). Disponível em: <<http://www.oica.net/>>. Elaboração do autor.

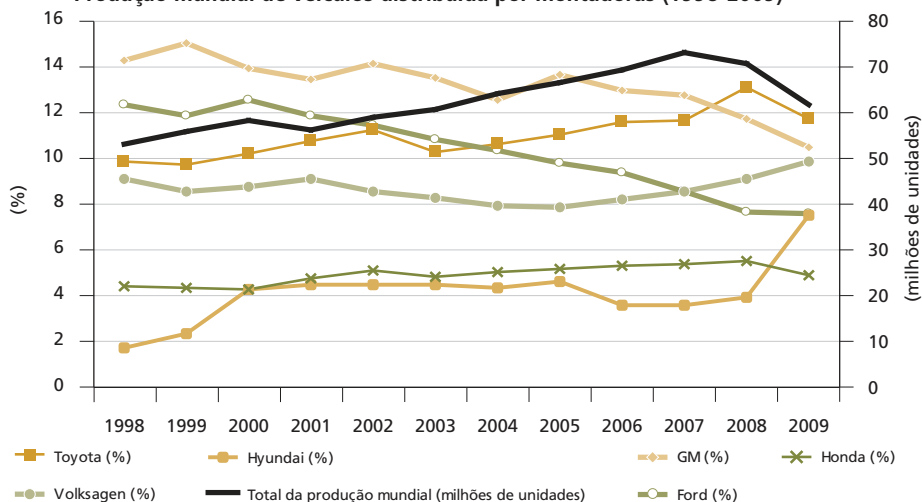
Nota: ¹ Inclui tanto novos membros da União Europeia, conformando o grupo dos 27 países, como outros países do continente não pertencentes à UE.

Obs.: países não listados com continuidade da produção nos anos considerados: Áustria, Finlândia, Holanda, Portugal, Suécia, Hungria, Romênia, Eslováquia, Eslovênia, Sérvia, Bielorrússia, Ucrânia, Uzbequistão, Chile, Colômbia, Equador, Venezuela, Austrália, Indonésia, Irã, Malásia, Paquistão, Filipinas, Taiwan, Vietnã, Egito, Marrocos, Nigéria, África do Sul e Zimbábue.

Com a maior participação dos fornecedores e sistemistas na linha de montagem, tinha-se um impacto no financiamento da produção, dadas as relações estabelecidas entre montadoras e fornecedores. Muitas vezes, esses vínculos se fortaleciam de modo que as parcerias entre determinadas companhias se tornassem recorrentes, isto é, algumas montadoras eram atendidas frequentemente pelos mesmos fornecedores, geralmente empresas também de grande porte, o que favorecia uma relação mais estreita de longo prazo entre eles. As montadoras poderiam ainda, utilizando-se de seu maior poder de barganha, condicionar o pagamento dos fornecedores menores e empresas subcontratadas à venda do veículo acabado, dada a própria flexibilidade, em algum grau, do processo produtivo à demanda.

GRÁFICO 1

Produção mundial de veículos distribuída por montadoras (1998-2009)



Fonte: Oica (vários anos).

Elaboração do autor.

Como aproximação do que seria o financiamento da produção corrente de uma corporação do setor automobilístico, tomou-se a composição de seu passivo circulante, correspondente às dívidas vincendas em determinado ano.¹⁰ Obviamente, recursos próprios das empresas foram empregados nas atividades de produção, porém não eram passíveis de mensuração. Observa-se a distribuição dos recursos externos (figura 1) entre os quais as parcelas devidas aos fornecedores foram geralmente elevadas, notoriamente na Daimler (no período da

10. Não foram apresentadas todas as contas do passivo circulante (anexos A e B), mas as principais para a maioria das corporações ao longo do tempo. As categorias mostradas representavam, em geral, mais da metade das dívidas de curto prazo das corporações e, por diversas vezes, superavam 70% deste montante.

fusão DaimlerChrysler, desfeita em 2007),¹¹ na Fiat, na GM (após a venda da General Motors Acceptance Corporation – GMAC –, em 30 de novembro de 2006), na Honda, na Hyundai e na Toyota. Outra forma importante de captação de recursos como crédito de circulação correspondeu aos *commercial papers* ou demais notas e títulos de dívida de curto prazo. Tal como os empréstimos de curto prazo, isto variou de acordo com a empresa e a institucionalidade à qual estava submetida em sua origem e mercados de atuação.

Antes de expor a composição do passivo circulante por corporação, cabe destacar que, para as companhias que distinguiram o passivo do setor automotivo e do setor de serviços financeiros, as dívidas com fornecedores foram, quase todas, provenientes da atividade produtiva, enquanto as demais opções de financiamento não necessariamente se restringiam a estas operações.¹² Isto significava, por um lado, que a importância dos fornecedores na produção em relação às outras fontes poderia ser ainda maior do que o constatado e, por outro, que as formas de captação financeira (títulos, *commercial papers* etc.) impulsionavam as atividades financeiras da corporação em vez da produção, isto é, representavam um canal de financiamento dos bancos das montadoras para comercializarem, por exemplo, veículos, embora fosse preponderante para isso a captação de longo prazo. Notas e títulos de curto prazo – incluindo *commercial papers* – representaram, em média, para as corporações analisadas, cerca de um terço do total desta modalidade de dívida.

Do passivo circulante na Daimler, destaque para as notas e títulos de curto prazo e para o crescimento dos empréstimos de curto prazo. Para a Fiat, importância da dívida com fornecedores. Para Ford e GM, parcela expressiva da dívida corrente representada por notas e títulos de curto prazo – que, no caso destas companhias, também incluíam os empréstimos – na primeira metade da década de 2000. Na Ford, crescimento dos *commercial papers* entre 2002 e 2005 e, na GM, a partir de 2006, da participação relativa da dívida com fornecedores. Esta, inclusive, sempre foi expressiva na Honda, seguida pela emissão de *commercial papers* que se elevou nos últimos anos. Para a Toyota, este não era um padrão muito distinto, dada a mescla de dívidas com fornecedores e os *commercial papers*. Os empréstimos de curto prazo, embora importantes, não constituíam a principal forma de endividamento no prazo inferior a um ano. Diferentemente das companhias japonesas, Hyundai e Volkswagen apresentavam elevada parcela de empréstimos de curto prazo. Enquanto na primeira também era expressiva a dívida com fornecedores, na segunda, diversas fontes de financiamento se combinavam a partir de 2004 em torno de 15%.

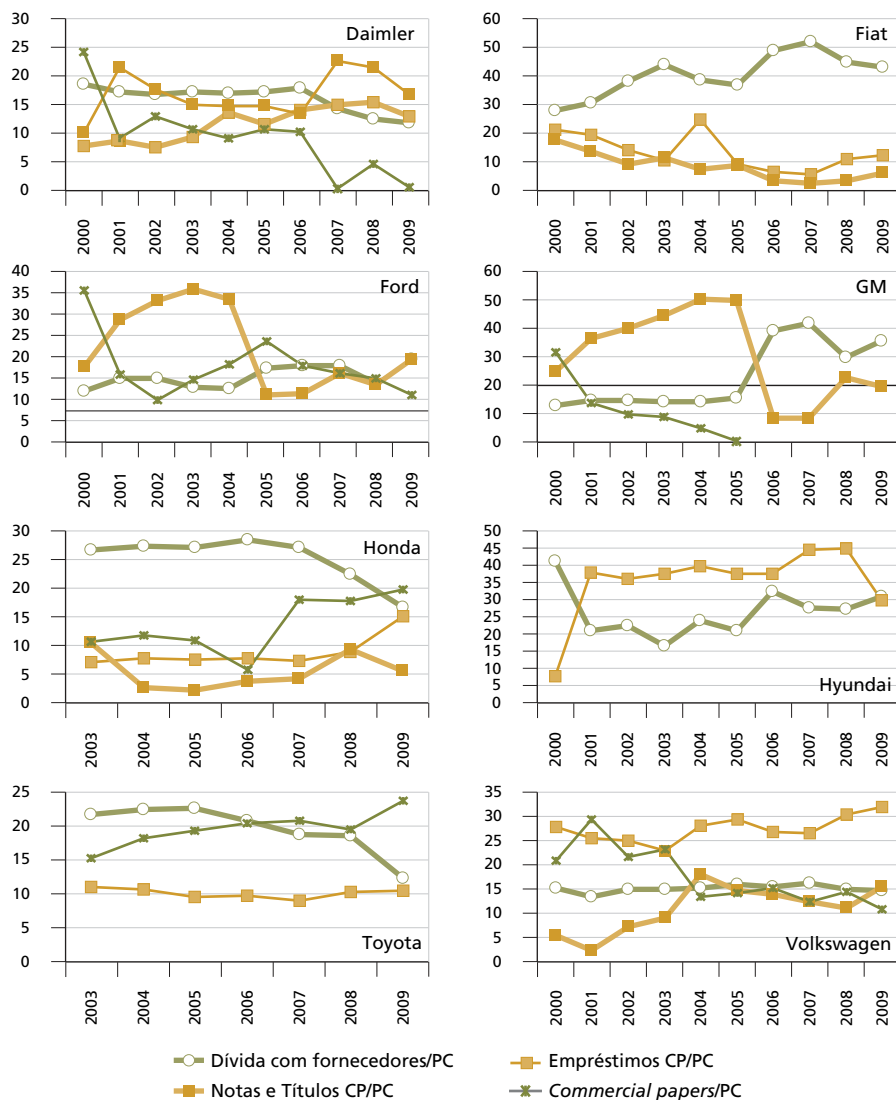
11. A fusão, uma das maiores do setor, terminou com a venda, em 2007, da Chrysler por US\$ 7,4 bilhões para a Cerberus Capital Management, que adquiriu 80,1% de sua participação acionária e suas operações de serviços financeiros. Com isso, a Daimler se desvencilhou dos compromissos financeiros com aposentadorias (US\$ 19 bilhões), um dos desafios enfrentados pelas montadoras americanas (*Valor Econômico*, 2007). Sobre os problemas da controversa fusão, ver Köhler (2009).

12. Para Ford, GM e Toyota, por exemplo, a tomada de empréstimos e a emissão de notas e títulos de curto prazo foram majoritariamente realizadas pelo segmento financeiro, ainda que tivesse se reduzido no período mais recente, isto é, a parcela referente ao setor automotivo tivesse crescido. Com a venda da GMAC, praticamente todas as dívidas de curto prazo registradas pela GM vinculavam-se ao segmento produtivo.

FIGURA 1

Composição do passivo circulante: principais contas de grupos automobilísticos selecionados (vários anos)

(Em %)



Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Obs.: 1. Para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler.

2. Fiat não apresenta discriminação para a rubrica de *commercial papers*.

3. Para Ford e GM, empréstimos de curto prazo contabilizados na categoria "notas e títulos de curto prazo".

4. Descontinuidade da série de *commercial papers* da GM a partir de 2006, haja vista a venda de seu braço financeiro GMAC em 30 de novembro de 2006, responsável pela totalidade da emissão dessa dívida.

5. Não constam "notas e títulos de curto prazo" e *commercial papers* para a Hyundai.

6. Para a Toyota, não constam "notas e títulos de curto prazo" (que não os próprios *commercial papers*).

Constata-se, portanto, que a relação com os fornecedores foi importante na condução das atividades produtivas, inclusive pelo lado do financiamento, à medida que foi, em geral, elevada a parcela da dívida de curto prazo devida a esses parceiros que participavam ativamente na linha de montagem. Verifica-se, ainda, que, em países cujas instituições bancárias foram historicamente relevantes no processo de desenvolvimento, como Alemanha e Coreia do Sul, a tomada de empréstimos de curto prazo pelas empresas tendeu a ser maior que em companhias originárias de outras localidades.¹³ Por fim, a emissão de notas e títulos de curto prazo, com destaque aos *commercial papers*, também mostrou significância entre as diversas empresas, como americanas, japonesas e algumas europeias, refletindo mercados de capitais desenvolvidos nestes países, assim como acesso ampliado de estrangeiros. Por se tratarem de companhias geralmente bem avaliadas por agências de classificação de risco, conseguiam emitir títulos de dívida de curto prazo em condições mais favoráveis e com taxas de juros menores que se captassem via empréstimos bancários, podendo destinar recursos à produção ou ao financiamento de suas atividades financeiras.

3 A DINÂMICA FINANCEIRA DA CORPORAÇÃO E O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO

Com as transformações na órbita financeira a partir da década de 1970, as finanças tornaram-se um elemento central na lógica de atuação das corporações, que se lançaram aos mercados financeiros de inúmeras formas, seja para captarem, seja para aplicarem recursos. Logo, este papel crescente desempenhado pelas finanças constitui peça essencial no entendimento do padrão de financiamento das corporações automobilísticas. Primeiro, porque permite compreender a estrutura de capital – provavelmente mais alavancada – das empresas, afetada pela ampla gama de aplicações e fontes de recursos disponíveis nos mercados de crédito e de capitais. Segundo, devido ao peso das operações financeiras nas atividades corporativas, do que decorre a possibilidade de ganhos não operacionais significativos. Terceiro, porque pode significar maior fragilidade financeira da corporação, à medida que compromete parte de seus fluxos de caixa com o pagamento de juros, dividendos e recompra de ações.

Esta seção discute tais aspectos e o financiamento do investimento, incluindo o das atividades inovadoras. Encontra-se dividida em três partes. Na primeira parte, caracteriza-se a dimensão financeira, sob três perspectivas: a estrutura de ativos e de capital, a participação do segmento financeiro (resgatada na seção sobre comercialização) e o grau de exposição financeira dos grupos. Na segunda parte, considerando

13. No Japão, o sistema bancário também foi extremamente importante, porém Honda e Toyota caracterizaram-se durante sua formação mais como conglomerados (*keiretsu*) “verticais” ou “independentes” que “horizontais”, os quais possuíam, em geral, uma estrutura mais diversificada, com atuação em diversos ramos produtivos, e gravitavam em torno de um banco (Torres Filho, 1991).

estes elementos, busca-se apontar as modalidades de financiamento do investimento em capital fixo. Na terceira parte, a abordagem centra-se na inovação, importante fator de competitividade da indústria.

3.1 A dinâmica financeira da corporação

A presença das finanças no funcionamento das corporações se manifesta de diversos modos. Procura-se retratá-la por meio da estrutura de ativos e de capital, do peso das atividades do segmento financeiro e do grau de exposição dos grupos. Para tanto, foram utilizados ao longo das subseções alguns indicadores, para a década de 2000, resumidos no box 1, construídos a partir das demonstrações financeiras divulgadas anualmente pelas companhias e sistematizadas no anexo A (contas do demonstrativo de resultados, balanço patrimonial e fluxos de caixa). São complementados pela distribuição percentual de ativos e passivos, por corporação, presente no anexo B.

BOX 1

Resumo dos indicadores apresentados por subseção

3.1.1 Estrutura de ativos e de capital (indicadores de estrutura patrimonial)

- Alavancagem: relaciona o capital de terceiros (passivo total, PT = passivo circulante + passivo exigível a longo prazo) com o capital próprio, apontando para o grau de endividamento e exposição da corporação;
- Relação entre passivo circulante (PC) e patrimônio líquido (PL): relaciona a dívida de curto prazo (inferior a um ano) com o capital próprio. Junto ao indicador de alavancagem, permite dimensionar o peso da dívida de longo prazo (superior a um ano) sobre o capital próprio, bem como a exposição da estrutura financeira;
- Endividamento geral: relaciona o passivo total (PT) com o ativo total (AT = ativo circulante + ativo realizável a longo prazo e ativo permanente). Mostra a dependência de recursos de terceiros no financiamento dos ativos; e
- Composição do endividamento: verifica o peso do passivo circulante (PC) no passivo total (PT), isto é, se o vencimento da dívida se concentra dentro de um ano ou mais.

3.1.2 Participação do segmento financeiro (indicadores para retratar o peso desse segmento na estrutura e no desempenho da corporação)

- Composição percentual de ativos entre segmentos produtivo e financeiro; e
- Lucro líquido por segmento.

3.1.3 Exposição e fragilidade financeira (indicadores de liquidez/solvência, rentabilidade e comprometimento das receitas, complementam a análise da estrutura financeira)

- Liquidez/solvência (avaliação sob critério de "quanto maior, melhor"; indicadores refletem capacidade de solvência e possíveis descasamentos patrimoniais):

- Liquidez geral: relaciona o ativo total (AT) com o passivo total (PT); e
- Liquidez corrente: relaciona o ativo circulante (AC) com o passivo circulante (PC).

- Rentabilidade (indicadores refletem os resultados da empresa a partir da utilização de seus ativos, o que tende a impactar sua condição financeira e as possibilidades de captação futura de recursos):

- Margem bruta: relaciona o lucro bruto (LB) com as receitas;
- Margem líquida: relaciona o lucro líquido (LL) com as receitas;
- Retorno sobre o ativo (ROA): relaciona o lucro líquido (LL) com o ativo total (AT);
- Retorno sobre o capital próprio (ROE): relaciona o lucro líquido (LL) com o patrimônio líquido (PL); e
- Lucro por ação (LPA): relaciona o lucro líquido (LL) com o número de ações emitidas, constituindo uma preocupação direta dos acionistas.

- Comprometimento das receitas: participação dos juros líquidos (receitas menos despesas financeiras) e dos dividendos no total de receitas. Aponta para a exposição e fragilidade da empresa, a partir do comprometimento de seus fluxos de caixa com gastos de origem financeira.

3.1.1 Estrutura de ativos e de capital

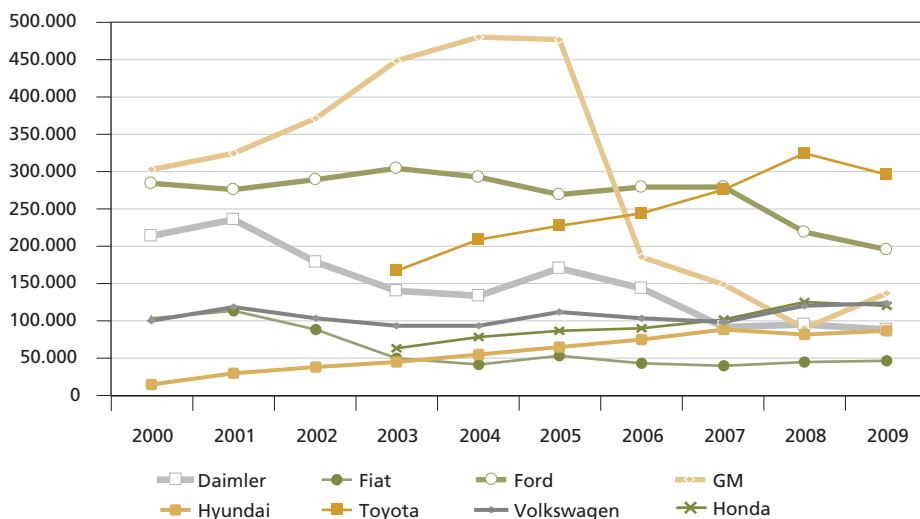
A análise da estrutura de ativos e passivos dos grupos permite identificar suas principais aplicações e fontes de recursos. Também fornece elementos para compreender o grau de imobilização e exposição financeira das companhias, na medida em que possibilita a comparação entre curto e longo prazo e sua dependência em relação a recursos externos.

O gráfico 2 mostra a evolução do tamanho das corporações, medido pelo volume de ativos, na década de 2000. Percebe-se, durante a primeira metade da década, o predomínio das denominadas *Big Three* americanas, a saber, General Motors, Ford e DaimlerChrysler. A GM, por exemplo, acumulou um estoque de ativos de quase US\$ 480 bilhões em 2004. A riqueza da Ford ultrapassou US\$ 300 bilhões em 2003.

GRÁFICO 2

Evolução dos ativos de grupos automobilísticos (2000-2009)

(Em US\$ milhões)



Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Obs.: 1. Para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler. Isso explica a redução dos ativos de 2006 para 2007.

2. Venda da GMAC em 30 de novembro de 2006, provocando forte redução dos ativos da GM entre 2005 e 2006.

3. Reestruturação da GM em 2009, apresentando naquele ano apenas os dados de balanço da companhia sucessora, de 10 de julho de 2009 em diante.

No entanto, essas condições se deterioraram progressivamente não só como expressão da perda de competitividade, mas também com a crescente fragilização financeira desses grupos. A emergência de novos concorrentes, sobretudo

japoneses, catapultados pelo toyotismo nas décadas precedentes e também pela preocupação constante com o desenvolvimento das chamadas tecnologias limpas como formas alternativas de propulsão, de menor degradação ambiental e de menor consumo de combustível, desafiou o padrão hegemônico presente no setor, dominado pelas montadoras americanas. À concorrência das empresas asiáticas cada vez mais acirrada, inclusive no próprio território americano, somou-se a dificuldade de lidar com elevados custos trabalhistas de aposentadorias e pensões,¹⁴ ainda que suas dívidas com os funcionários aposentados representassem um canal de *funding* para as companhias. Junto à maior debilidade da estrutura financeira, tais fatores conduziram montadoras, em especial as americanas, a um processo de reestruturação produtiva, buscando redução de custos, mediante demissão de funcionários, disputas com o sindicato dos metalúrgicos nos Estados Unidos (United Auto Workers – UAW), realocização da produção ou mesmo encerramento de fábricas.¹⁵ Desta forma, configurava-se, ao longo da década, antes mesmo da recente crise econômica internacional, uma situação de fragilidade das corporações americanas.¹⁶

Companhias asiáticas, como Honda, Hyundai e, especialmente, Toyota, registraram no período uma forte expansão de seus ativos. O estoque de ativos da Toyota se aproximou de US\$ 325 bilhões em 2008, consolidando-se como a maior montadora mundial. Entre os grupos europeus, observou-se um incremento dos ativos da Volkswagen e uma redução, nos primeiros anos da década, para a Fiat, que, naquele momento, após parceria firmada com a GM em 2000, enfrentava dificuldades devido à perda de competitividade, ao declínio das vendas e ao elevado grau de endividamento.¹⁷

14. Em 2007, estimava-se que os custos totais do modelo de benefícios das *Big Three* americanas oscilassem entre US\$ 90 bilhões e US\$ 95 bilhões. Em setembro daquele ano, iniciou-se uma greve geral nas instalações da GM nos Estados Unidos, apenas contornada mediante um acordo com o sindicato da categoria (UAW), no qual se estabeleciam, como medidas, a transferência de parte dos passivos da montadora com o plano de saúde dos aposentados para um fundo independente e a criação de um programa de demissão voluntária, a fim de permitirem cortes de custos. Conforme apontam White e McCracken (2007), reconhecia-se que “os problemas de Detroit são derivados de uma reorganização permanente da indústria automobilística mundial diante da globalização”, ratificando “o que ficou cada vez mais claro nos últimos anos: que a Toyota Motor Corp., não a GM ou o UAW, é quem estabelece os parâmetros de custo trabalhista na indústria automobilística americana”, visto que a diferença de custo entre as operações sindicalizadas nos Estados Unidos e as fábricas sem sindicatos da Toyota e de outras montadoras asiáticas e europeias figurava entre US\$ 25 e US\$ 30 por hora.

15. Sobre problemas trabalhistas e outros desafios das corporações americanas, consultar Osang (2006a, 2006b e 2006c) e *The Economist* (2005a, 2005b, 2005c e 2006).

16. A respeito dessa discussão, ver Borghi (2007) e Andrade (2009).

17. Ver *The Economist* (2002), para os problemas enfrentados pela Fiat e a parceria com a GM na época. *The Economist* (2005d), para a recuperação da companhia, que passou pelo fim do acordo em que a GM detinha 20% de participação acionária do grupo – em 2000, a GM investiu US\$ 2,4 bilhões e, em 2005, precisou desembolsar US\$ 2 bilhões para desfazer o negócio – e pela reestruturação promovida por Marchionne ao assumir a presidência, com o lançamento de novos veículos, a utilização de plataforma comum na fabricação de veículos da marca Alfa Romeo, o compartilhamento de componentes com outra marca do grupo (Maserati), além do estabelecimento de alianças com outras corporações, a fim de reduzir custos e aproveitar as economias de escala. Para mais detalhes sobre a reorganização do grupo, ver Volpato (2009).

Ao longo da década de 2000, ocorreram importantes transformações patrimoniais, refletidas na evolução dos ativos e nos indicadores. Com a venda da GMAC no final de 2006, a GM reduziu seu ativo em aproximadamente US\$ 290 bilhões de 2005 para 2006. Em estratégias de *downsizing*, GM e Ford desfizeram-se de alguns ativos mediante venda de marcas pouco rentáveis pertencentes aos respectivos grupos, como parte de seus planos de reestruturação e forma de levantarem recursos.¹⁸ Após o término da fusão entre Daimler e Chrysler em 2007, também se verificou uma diminuição do volume de ativos do grupo Daimler.

A partir dos dados do anexo B, pode-se visualizar que o ativo circulante, composto majoritariamente de recebíveis financeiros, estoques e aplicações financeiras de curto prazo – títulos de curto prazo e disponibilidades – tendeu a predominar nas companhias americanas e parte das europeias como Fiat e Volkswagen, nesta última durante alguns anos. Nas asiáticas Honda, Toyota e, principalmente, Hyundai, os ativos de longo prazo (realizáveis a longo prazo e permanentes) possuíam maior peso relativo, com destaque para o estoque investido em capital fixo – plantas produtivas, máquinas e equipamentos – e os recebíveis de longo prazo, que incluem empréstimos e *leasing*, importantes no caso das companhias japonesas. No ativo de longo prazo das *Big Three* americanas, além do capital fixo, apresentavam peso relevante os equipamentos sob *leasing*, correspondentes ao valor residual de veículos financiados nesta modalidade por seus braços financeiros.

Pelo lado dos passivos, pode-se observar um elevado grau de endividamento dos distintos grupos, com destaque para os americanos que demonstram, em uma primeira aproximação, uma fragilidade acentuada de suas estruturas financeiras. Enquanto nas companhias asiáticas o capital próprio representou cerca de 30% a 40% da estrutura de capital, um pouco menos na Hyundai, nas europeias esteve em torno de 20%, sendo menor na Fiat. Por sua vez, nas americanas, registrou-se abaixo de 10% (anexo B).

Isso indica o alto grau de alavancagem (PT/PL) das corporações do setor, com um montante de dívidas mais de duas ou três vezes maior que os recursos pertencentes aos acionistas e acumulados pelos resultados das empresas, sendo este montante excessivamente elevado no caso das companhias americanas. Mesmo tomando-se somente as dívidas de curto prazo em relação ao capital próprio (PC/PL), notava-se uma alta alavancagem, apenas inferior à

18. Parte do plano de reestruturação da Ford consistia em vender marcas de luxo de seu Premier Automotive Group (PAG). Em 2007, a Ford vendeu a Aston Martin para um consórcio britânico por US\$ 848 milhões e, em 2008, Jaguar e Land Rover para a indiana Tata Motors por US\$ 2,3 bilhões (*The Economist*, 2010a).

unidade para todo o período considerado no caso da Toyota. Sob a óptica do endividamento geral (PT/AT), que mostra o grau de dependência de recursos de terceiros no financiamento dos ativos, também se evidencia o maior endividamento das companhias americanas. Quando se considera a composição do endividamento (PC/PT), verifica-se que o peso das dívidas de curto prazo concentrava-se entre 50% e 60% do endividamento total. As dívidas de longo prazo tendiam a ser maiores para as corporações americanas, seguidas por europeias e asiáticas (tabela 3).

TABELA 3
Indicadores de estrutura patrimonial e endividamento (2000-2009)
(Em %)

	Daimler				Fiat			
	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT
2000	364,2	191,7	78,5	52,6	529,6	260,4	84,1	49,2
2001	426,1	210,2	81,0	49,3	640,4	292,4	86,5	45,7
2002	430,0	209,6	81,1	48,7	966,0	366,8	90,6	38,0
2003	410,1	192,2	80,4	46,9	736,8	356,8	88,0	48,4
2004	430,3	221,8	81,1	51,5	894,3	493,5	89,9	55,2
2005	443,5	230,3	81,6	51,9	563,5	339,3	84,9	60,2
2006	445,8	220,1	81,7	49,4	480,9	257,7	82,8	53,6
2007	253,4	128,0	71,7	50,5	433,2	250,7	81,2	57,9
2008	304,0	159,5	75,3	52,4	456,5	267,2	82,0	58,5
2009	304,8	149,4	75,3	49,0	504,9	258,1	83,5	51,1

	Ford				GM			
	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT
2000	1.375,0	649,7	93,2	47,3	877,1	451,0	89,8	51,4
2001	3.169,6	1.236,2	96,9	39,0	1.484,0	603,9	93,7	40,7
2002	2.469,8	868,6	96,1	35,2	4.748,1	1.779,5	97,9	37,5
2003	2.374,4	967,5	96,0	40,7	1.653,7	592,2	94,3	35,8
2004	1.629,4	760,8	94,2	46,7	1.605,4	597,7	94,1	37,2
2005	1.814,0	682,5	94,8	37,6	2.944,8	1.068,6	96,7	36,3
2006	-12.179,5	-4.112,1	100,8	33,8	-4.480,0	-1.624,5	102,3	36,3
2007	3.861,8	1.241,5	97,5	32,1	-519,6	-198,3	123,8	38,2
2008	-1.454,7	-478,3	107,4	32,9	-206,7	-88,0	193,7	42,6
2009	-3.090,8	-893,2	103,3	28,9	370,7	181,1	78,8	48,8

(Continua)

(Continuação)

	Honda				Hyundai			
	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT
2000	-	-	-	-	135,7	87,9	57,6	64,7
2001	-	-	-	-	247,2	155,7	71,2	63,0
2002	-	-	-	-	243,2	155,0	70,9	63,7
2003	192,1	118,7	65,8	61,8	233,8	155,8	70,0	66,6
2004	189,8	116,0	65,5	61,1	240,7	156,0	70,7	64,8
2005	183,3	114,0	64,7	62,2	235,5	153,0	70,2	65,0
2006	156,2	96,7	61,0	61,9	237,3	147,6	70,3	62,2
2007	161,3	93,1	61,7	57,7	253,6	156,0	71,7	61,5
2008	169,2	99,8	62,9	59,0	307,1	189,7	75,4	61,8
2009	186,1	102,6	65,1	55,1	253,3	149,4	71,7	59,0

	Toyota				Volkswagen			
	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	PT/AT	PC/PT
2000	-	-	-	-	332,1	226,7	76,9	68,3
2001	-	-	-	-	334,2	219,2	77,0	65,6
2002	-	-	-	-	341,0	197,6	77,3	58,0
2003	171,0	94,9	63,1	55,5	385,6	213,8	79,4	55,4
2004	155,5	88,1	60,9	56,6	430,0	203,2	81,1	47,2
2005	154,8	86,2	60,8	55,6	462,8	225,4	82,2	48,7
2006	157,7	89,9	61,2	57,0	406,7	198,4	80,3	48,8
2007	161,3	94,4	61,7	58,5	355,1	175,6	78,0	49,4
2008	159,1	95,3	61,4	59,9	349,1	173,3	77,7	49,6
2009	174,2	99,9	63,5	57,4	373,4	185,8	78,9	49,8

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Nota: indicadores negativos em alguns anos para as companhias americanas por causa de seu patrimônio líquido negativo, decorrente dos prejuízos registrados.

3.1.2 Participação do segmento financeiro

A estrutura patrimonial de ativos e de capital retratada anteriormente é resultado, em parte, do crescente peso do segmento financeiro dentro da corporação. Cabe destacar que as subsidiárias financeiras das montadoras surgiram como forma de facilitar o escoamento da produção mediante financiamento das vendas.¹⁹ Como se tratava de bens de elevado valor, sua difusão e o acesso pela população com nível de renda médio dependiam da concessão de crédito. A GMAC foi fundada em 1919 pela GM e, em 1920, expandiu suas operações para o Reino Unido. A consolidação

19. Na seção sobre comercialização, retomam-se alguns dos aspectos referentes a esses braços financeiros.

do braço financeiro de sua concorrente e contemporânea Ford ocorreu apenas a partir da criação da Ford Motor Credit Company em 1959. Um ano antes, a GMAC já registrava 40 milhões de veículos financiados. Em 1964, formou-se a Chrysler Credit Corporation, que, mediante uma aquisição, deu origem à Chrysler Financial Corporation em 1967. O banco da Volkswagen surgiu alguns anos antes, em 1949, com a origem do Volkswagen Finanzierungsgesellschaft mbH. Em 1966, foi criada a companhia de *leasing* Volkswagen Leasing GmbH.

Na década de 1980, paralelamente ao fortalecimento das montadoras japonesas nos Estados Unidos, foram estabelecidas suas subsidiárias financeiras: a American Honda Finance Corporation em 1980 (embora tenha iniciado o financiamento de automóveis somente em 1986), a Toyota Financial Services em 1983 – incluindo as companhias de crédito e de seguros – e a Hyundai Motor Finance em 1989. Como parâmetro de comparação para o grau de desenvolvimento das atividades financeiras nos Estados Unidos, pode-se mencionar o caso da GMAC que, em 1985, contabilizava, pela primeira vez, ganhos de US\$ 1 bilhão e mais de 100 milhões de veículos financiados, além de diversificar suas operações para o segmento de hipotecas imobiliárias, com a criação da GMAC Mortgage.²⁰

Nos últimos anos, ocorreram algumas reorganizações patrimoniais no segmento de serviços financeiros. Na Volkswagen, criou-se, em 1994, a Volkswagen Financial Services AG para gerenciar as operações deste segmento do grupo na Europa. A fim de coordenar as atividades de todas as companhias financeiras da Toyota ao redor do mundo, estabeleceu-se, em 2000, a Toyota Financial Services Corporation. Nas corporações americanas, destacam-se os casos da General Motors e da Chrysler. Em 2005, a GMAC lançou uma nova *holding* para seu negócio de hipotecas, a Residential Capital LLC (ResCap). No ano seguinte, com o rebaixamento da avaliação das dívidas da GM e da GMAC (situação semelhante era vivenciada pela Ford) pelas agências de classificação de risco para uma situação de nível especulativo (*junk status*) e com dificuldades de refinanciamento, a corporação decidiu vender 51% do capital acionário de seu lucrativo braço financeiro, adquirido pela Cerberus Capital Management, na tentativa de reduzir a percepção de risco da GMAC, que poderia captar em condições mais favoráveis e manter o financiamento de veículos.²¹ A Cerberus Capital Management passou a controlar também a Chrysler Financial a partir de 2007 com o fim da fusão DaimlerChrysler, originada em 1998, e a compra do grupo Chrysler. Em meio à crise, no final de 2008, a GMAC conseguiu aprovação do Federal Reserve (Fed) para se transformar em uma *holding* bancária (Dash e Bajaj, 2008). No ano seguinte, suas

20. Informações sobre os braços financeiros das montadoras retiradas de suas páginas eletrônicas, listadas ao final das referências, antes dos anexos.

21. Sobre essa discussão, ver Senter Jr. e McManus (2009, p.168-169).

atividades de financiamento estenderam-se para os produtos da Chrysler e criou-se o Ally Bank, tornando-se a corporação designada por Ally Financial a partir de 2010.²² Naquele ano ainda, a GM adquiriu a AmeriCredit, importante no segmento de empréstimos de alto risco (*subprime*) para compra de veículos, por US\$ 3,5 bilhões (*The Economist*, 2010b).

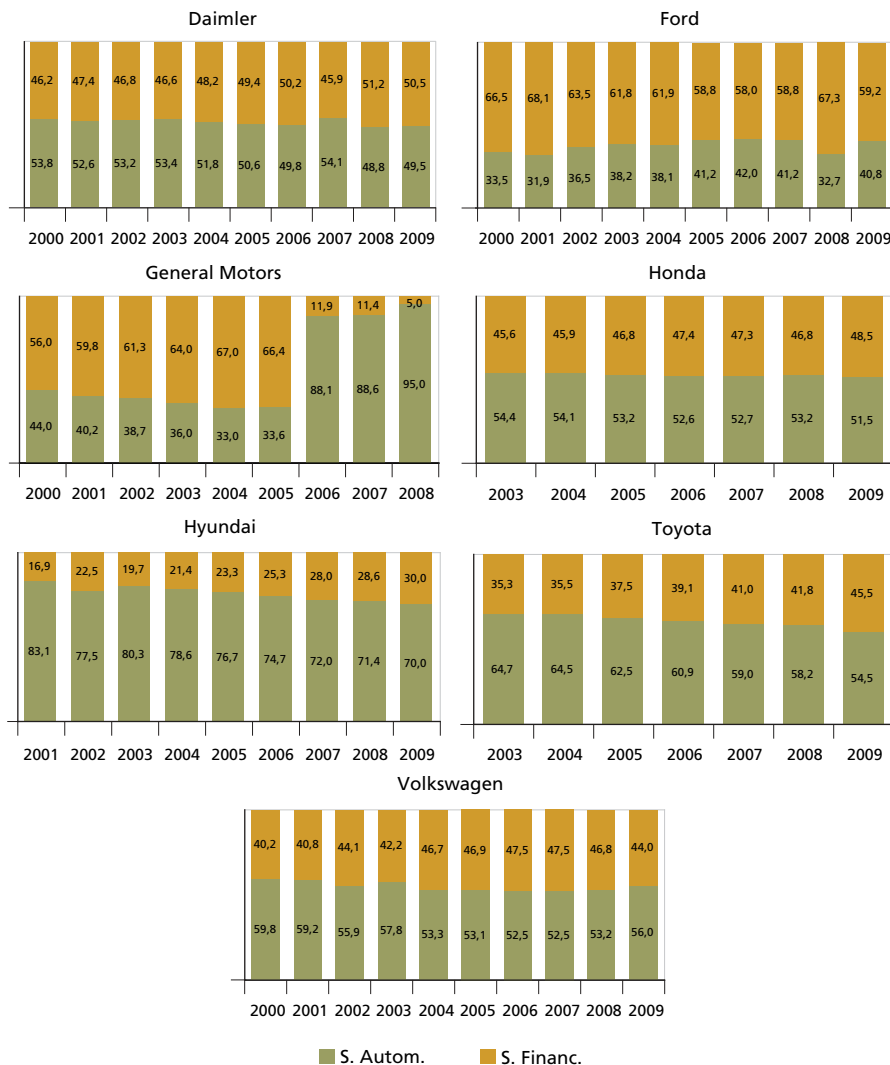
Essa expansão das atividades dos braços financeiros se reflete na composição dos ativos das corporações, divididos entre setor automotivo e de serviços financeiros (figura 2). Embora predominassem os ativos do segmento produtivo na maioria das companhias, exceto na General Motors e na Ford, observou-se, de modo geral, ao longo da década de 2000, um peso crescente dos ativos do segmento financeiro na riqueza total das demais corporações, mais acentuadamente em Honda, Hyundai e Toyota. Na Volkswagen e na Daimler, esta participação, que já era maior, oscilou próxima a 50%.

No caso da GM e da Ford, verificou-se um padrão distinto, marcado por uma presença expressiva dos ativos de origem financeira, vinculados, em grande parte, a recebíveis financeiros. Isto denotava a importância de seus braços financeiros dentro da corporação, sobretudo no financiamento à comercialização e na realização de outras atividades, dada sua elevada diversificação. Embora em ambas as companhias predominassem os ativos financeiros (até 2005 no caso da GM), observavam-se tendências divergentes quanto à participação de cada tipo de ativo no estoque de riqueza. Na Ford, a participação dos ativos produtivos – 32% em 2001 – foi aumentando frente aos ativos financeiros até 2006, quando voltou a decrescer. Na GM, a situação foi praticamente inversa. Os ativos financeiros foram assumindo uma dimensão cada vez maior, atingindo 67% de participação em 2004. Em 2006, esta tendência se alterou radicalmente, haja vista a venda naquele ano de 51% do controle acionário da GMAC. Em virtude disso, os ativos do segmento de serviços financeiros reduziram-se abruptamente nos anos seguintes, alcançando apenas 5% do total em 2008.

22. O Ally Bank tem sido o principal financiador dos revendedores dos produtos Chrysler (Wernle, 2011). A Chrysler Financial foi vendida para o banco canadense Toronto Dominion, importante nas operações de financiamento de veículos no Canadá, por US\$ 6,3 bilhões em 2010 e ainda mantém uma ampla rede de concessionárias (Cleto, 2010; *The Economist*, 2010b).

FIGURA 2

Participação dos ativos do setor financeiro e do setor automotivo no estoque de riqueza das principais montadoras (2000-2009)
(Em %)



Fonte: relatórios financeiros anuais das corporações.

Elaboração do autor.

Obs.:1. Gráficos para as corporações que apresentaram a divisão de ativos por segmento (automotivo e de serviços financeiros) em seus relatórios, nos devidos anos. A partir de 2001 para a Hyundai e até 2008 para a GM, que sofreu reestruturação em 2009. Naquele ano, dados apresentados apenas entre companhia predecessora, até 9 de julho de 2009, e sucessora, de 10 de julho de 2009 em diante, e não mais por segmento.

2. Para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group (com Daimler Financial Services); antes, dados referentes à DaimlerChrysler.

3. Alteração na composição de ativos da GM a partir de 2006 decorrente da venda da GMAC.

Ainda que houvesse dentro das corporações uma tendência generalizada de intensificação dos ativos referentes ao segmento financeiro, o grau e o ritmo que acometeram as diversas companhias variavam, sendo provavelmente condicionados ao arcabouço institucional de seus países de origem e principais mercados de atuação. A trajetória verificada para o caso americano parecia mais contida e tardia para as empresas europeias²³ e, em especial, às asiáticas.

Ademais, deve-se ressaltar que a Toyota registrou o maior lucro líquido entre as montadoras analisadas no período de 2003 a 2008, com valores superiores a US\$ 10 bilhões em praticamente todos os anos, sinalizando sua forte expansão. Em 2008, ultrapassou US\$ 17 bilhões. Em 2009, em razão da crise, obteve um prejuízo líquido próximo a US\$ 4,5 bilhões,²⁴ reflexo da queda das receitas. A outra japonesa, Honda, apresentou resultados positivos ao longo do período e, de 2004 a 2008, obteve os lucros mais elevados após a Toyota. Tal como a Honda e a Hyundai, a Volkswagen mostrou resultados positivos na década, sendo maiores nos primeiros e últimos anos. Já a Fiat vivenciava uma situação mais frágil até 2004, com redução das receitas e sob a possibilidade de compra pela GM, porém recuperou-se nos anos seguintes, alcançando novamente resultados positivos (gráfico 3).

O desempenho das concorrentes americanas não foi igualmente satisfatório. Apenas em 2000, DaimlerChrysler, GM e Ford registraram lucros líquidos bastante elevados. A partir de 2005, GM e Ford (exceto em 2005 e 2009) obtiveram expressivos prejuízos. A Ford havia registrado prejuízo superior a US\$ 5 bilhões em 2001, que seria ultrapassado em 2006 (US\$ 12,6 bilhões) e 2008 (US\$ 14,7 bilhões). A GM, por sua vez, apresentou prejuízos de US\$ 10,6 bilhões em 2005, US\$ 38,7 bilhões em 2007 e US\$ 30,9 bilhões em 2008. Estes resultados negativos refletiam a crise enfrentada pelas montadoras americanas, exacerbada pela recente desaceleração da economia mundial e forte diminuição das vendas de veículos. O cenário adverso também vitimou o crescimento das demais montadoras, como as japonesas, ainda que para estas a gravidade das consequências de redução das receitas não se assemelhasse à verificada no caso das *Big Three* americanas, em especial da GM e da Chrysler.

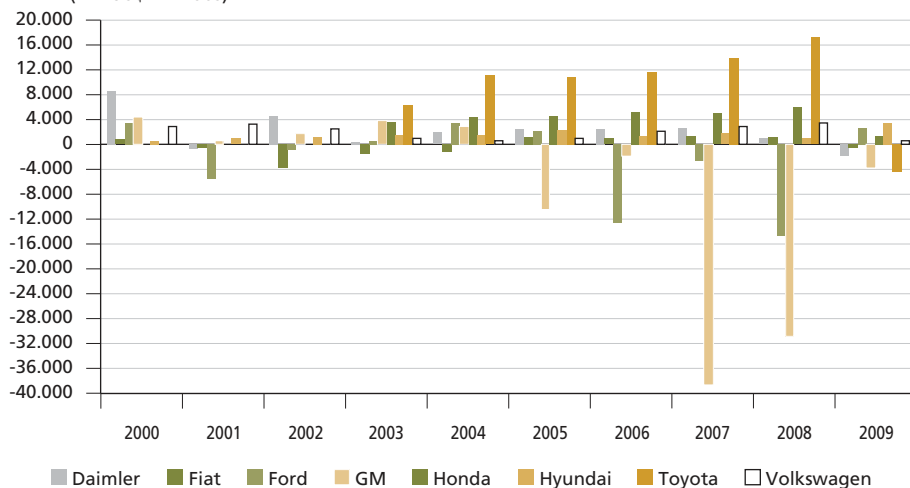
23. Jürgens (2009, p. 238) ressalta esse aspecto para a Volkswagen. “É nítido que a VW não seguiu o caminho trilhado por famosos modelos da era da Nova Economia. Apesar da expansão dos serviços financeiros, a VW não seguiu a Ford e outras companhias em oficialmente anunciar uma estratégia de ‘migração de valor’ da produção de automóveis como atividade de margem reduzida em direção a atividades de margem mais elevada na cadeia de valor. A política oficial é de que os serviços financeiros apoiam as atividades centrais de produção de automóveis da VW” (tradução nossa). Texto original: “(...) it is clear that VW has not taken the path that famous role models of the New Economy era had traced. Despite the expansion of financial services, VW has not followed Ford and other companies in officially announcing a strategy of ‘value migration’ away from automobile manufacturing as a low-margin activity towards higher-margin activities downstream the value chain. The official policy is that financial services support VW’s core business activities of auto manufacturing”.

24. Devido à fraca demanda e à apreciação do iene, estimava-se que a Toyota, em 2009, registrasse uma perda operacional de ¥ 450 bilhões (US\$ 4,95 bilhões), o maior prejuízo em setenta anos (Cardoso, 2009).

GRÁFICO 3

Lucro líquido de grupos automobilísticos selecionados (2000-2009)

(Em US\$ milhões)



Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Obs.: 1. Para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler.

2. Em 2009, a GM sofreu reestruturação – os dados divulgados foram separados entre companhia predecessora, até 9 de julho de 2009, e sucessora, de 10 de julho de 2009 em diante. Considerou-se o lucro líquido apenas da nova companhia originada após o pedido de concordata a fim de evitar uma distorção nos valores, visto que o lucro líquido da companhia predecessora foi de US\$ 109.003 milhões, de 1 de janeiro de 2009 a 9 de julho de 2009, sob efeito de ganhos de reorganização e mudanças contábeis.

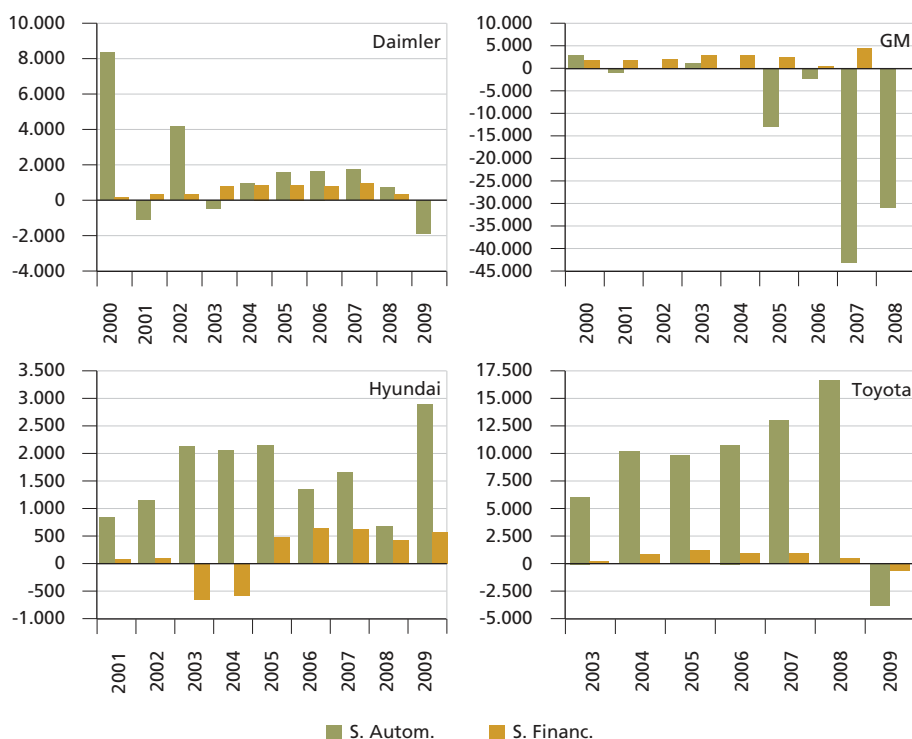
Cabe enfatizar, porém, a origem dos resultados observados, se derivados do segmento produtivo ou financeiro. A figura 3 indica tendência a resultados fortemente dependentes do segmento financeiro no caso da GM e do segmento produtivo na Toyota e Hyundai. Na DaimlerChrysler, ainda que predominassem os lucros líquidos do segmento automotivo, a diferença entre eles, em grande parte do período, não tendeu a ser muito expressiva. Ademais, deve-se destacar o fato de que, em raras exceções, o segmento de serviços financeiros registrou prejuízo líquido. Com isso, o lucro auferido destas atividades pôde contribuir para um lucro total das corporações ainda mais elevado, quando o segmento automotivo era superavitário (caso da Toyota), ou minimizar os prejuízos obtidos nas operações produtivas (a exemplo da GM),²⁵ denotando a importância das atividades financeiras dentro das corporações. Conforme aponta Mercer (2009, p. 187, tradução nossa) para a Ford, o que pode ser estendido às *Big Three* americanas, a companhia “estava cada

25. Este também foi o caso da Ford. Como não há o lucro líquido por segmento, não foi apresentado um gráfico para a companhia. Porém, trajetória semelhante pode ser vista com o lucro antes do imposto de renda (Lair) por segmento. Neste caso, apenas em 2008 houve prejuízo do segmento financeiro (de US\$ 2,6 bilhões), contribuindo para um prejuízo ainda maior da corporação, haja vista a perda de US\$ 11,8 bilhões no segmento produtivo. Nos demais anos do período 2000-2009, o segmento financeiro apresentou um Lair positivo e, exceto em 2000, superior ao do segmento produtivo. Este, por sua vez, registrou prejuízos antes do imposto de renda de 2001 a 2008. Logo, os resultados do setor de serviços financeiros contribuíram, em quase todo o período, para reduzir os prejuízos da corporação, inclusive tornando-os positivos de 2002 a 2005 (no caso do Lair).

vez mais dependente, para o bem ou para o mal, de serviços financeiros como uma fonte de renda”,²⁶ caracterizando um padrão financeirizado, “definido como uma crescente dependência de lucros de serviços relacionados a transações de automóveis, em vez de lucros derivados da fabricação de automóveis”.²⁷

FIGURA 3

Lucro líquido de grupos automobilísticos selecionados por segmento – automotivo e financeiro (2000-2009)
(Em US\$ milhões)



Fonte: relatórios financeiros anuais das corporações.

Elaboração do autor.

Obs.: 1. Gráficos para as corporações que apresentaram em seus relatórios, nos devidos anos, o lucro líquido por segmento (automotivo e de serviços financeiros); a partir de 2001 para a Hyundai e até 2008 para a GM, que sofreu reestruturação em 2009 – naquele ano, dados apresentados apenas entre companhia predecessora, até 9 de julho de 2009 e sucessora de 10 de julho de 2009 em diante, e não mais por segmento.

2. Para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group (com Daimler Financial Services); antes, dados referentes à DaimlerChrysler. Embora não apareça, o resultado dos serviços financeiros em 2009 foi de US\$ 2 milhões.

3. A partir de 2006, após venda da GMAC em 30 de novembro de 2006, mudança na forma de apresentação dos resultados da GM, de modo que a divisão por segmentos passou a ser divulgada apenas para poucos itens. Utilizaram-se, no caso do lucro líquido, os resultados das *continuing operations* e *discontinued operations* como *proxies* para os segmentos automotivo e de serviços financeiros, respectivamente. Em 2002 e 2004, o resultado do setor automotivo foi negativo em US\$ 146 milhões e US\$ 89 milhões, respectivamente. Em 2008, o resultado dos serviços financeiros foi nulo.

26. "(...) was increasingly dependent, for better or worse, on financial services as a source of income".

27. "(...) defined as a growing reliance on profits from services related to car transactions, rather than profits derived from car manufacturing".

3.1.3 Exposição e fragilidade financeira

A fim de compor o quadro da situação financeira das corporações, realiza-se uma análise a partir de indicadores de liquidez e solvência, de rentabilidade e de comprometimento dos fluxos de caixa com o pagamento de juros e dividendos. Os resultados permitem constatar, por um lado, a presença da lógica de valorização financeira dentro das diversas companhias e, por outro, diferenças entre os conjuntos de empresas, reiterando aspectos de maior fragilidade financeira no caso das americanas.

A análise patrimonial precedente pode ser complementada pelos indicadores de liquidez e solvência (tabela 4). Pelo índice de liquidez geral (AT/PT), as empresas em situação de menor risco de liquidez eram as japonesas, seguidas por europeias e americanas. Nestas, em alguns anos, manifestou-se nítido risco de insolvência, uma vez que todos os bens e direitos a serem realizados no curto e longo prazo foram inferiores ao montante total de dívidas. Desde a venda da GMAC, a GM registrou um índice cada vez menor, alcançando 51,6% em 2008, quando da eclosão da crise internacional. Em 2009, sob efeito do processo de reestruturação, o índice retornou ao patamar semelhante ao de outras empresas com maior folga financeira.

Outro indicador para essa avaliação é o de liquidez corrente (AC/PC). Em uma primeira aproximação, seria possível imaginar que a situação das companhias americanas fosse razoavelmente favorável. Porém, GM e Ford apresentavam uma proporção de ativo circulante em relação ao ativo total bastante superior à de passivo circulante em relação ao total de capital próprio e de terceiros (anexo B), o que se refletiu no elevado índice de liquidez corrente, mas que poderia ser fonte de descasamento patrimonial para exercícios futuros. Ademais, deve-se considerar que seu ativo circulante concentrava-se em recebíveis financeiros que, por sua natureza, originários do segmento de serviços financeiros, como empréstimos para financiar vendas de veículos, poderiam não se concretizar, ao passo que o passivo circulante, que representava obrigações líquidas e certas dentro de um ano, era composto, principalmente, por notas, títulos e empréstimos de curto prazo. Tinha-se um fluxo de recebimento incerto diante de um fluxo de obrigações a ser honrado, o que poderia originar descasamentos patrimoniais.

Entretanto, no caso da Ford, deve-se destacar que seu plano de reestruturação, além de venda de marcas, fechamento de fábricas e demissões nos Estados Unidos, envolvia um processo de securitização e alongamento da dívida (Canis e Yacobucci, 2010; *The Economist*, 2010a). Utilizava-se a venda de recebíveis a sociedades de propósito especial (SPE) para captar recursos e transferir riscos.²⁸

28. A importância do processo de securitização para a Ford Credit foi explicitada no relatório financeiro da corporação: "Se (...) o custo de *funding* securitizado aumentasse significativamente ou o *funding* securitizado não estivesse mais disponível para a Ford Credit, as operações, a condição financeira e a liquidez da Ford Credit seriam negativamente impactadas" (Ford, 2003, p. 66, tradução nossa). Texto original: "If (...) the cost of securitized funding significantly increased or securitized funding were no longer available to Ford Credit, Ford Credit's operations, financial condition and liquidity would be adversely impacted".

A partir de 2004, o ativo circulante continuou crescendo e o passivo circulante diminuiu, ao passo que a dívida de longo prazo aumentou substancialmente, com valores próximos ao do ativo circulante. Reduziram-se as notas e títulos de curto prazo e elevaram-se as de longo prazo, uma forma de obter fundos (por meio das *asset-backed securities* – ABS), inclusive, para manter o financiamento de veículos.

TABELA 4
Indicadores de liquidez e solvência (2000-2009)
(Em %)

	Daimler		Fiat		Ford		GM	
	AT/PT	AC/PC	AT/PT	AC/PC	AT/PT	AC/PC	AT/PT	AC/PC
2000	127,5	121,3	118,9	138,1	107,3	134,0	111,4	104,6
2001	123,5	124,8	115,6	150,8	103,2	157,9	106,7	128,9
2002	123,3	140,4	110,4	180,3	104,0	173,2	102,1	151,7
2003	124,4	154,6	113,6	159,9	104,2	153,2	106,0	187,1
2004	123,2	137,6	111,2	134,2	106,1	136,4	106,2	188,0
2005	122,6	127,8	117,7	124,6	105,5	181,7	103,4	188,3
2006	122,4	133,0	120,8	142,8	99,2	198,0	97,8	96,9
2007	139,5	127,2	123,1	133,8	102,6	208,3	80,8	90,0
2008	132,9	106,1	121,9	124,5	93,1	195,7	51,6	57,3
2009	132,8	114,2	119,8	145,5	96,8	234,2	127,0	113,0

	Honda		Hyundai		Toyota		Volkswagen	
	AT/PT	AC/PC	AT/PT	AC/PC	AT/PT	AC/PC	AT/PT	AC/PC
2000	-	-	173,7	60,6	-	-	130,1	120,4
2001	-	-	140,5	67,3	-	-	129,9	122,9
2002	-	-	141,1	72,5	-	-	129,3	135,0
2003	152,1	105,4	142,8	76,4	158,5	122,2	125,9	141,5
2004	152,7	109,5	141,5	80,6	164,3	116,5	123,3	113,8
2005	154,6	106,9	142,5	83,0	164,6	114,7	121,6	108,5
2006	164,0	116,0	142,1	79,4	163,4	107,0	124,6	114,5
2007	162,0	122,5	139,4	76,2	162,0	100,1	128,2	122,2
2008	159,1	111,8	132,6	80,6	162,8	101,2	128,6	117,5
2009	153,7	109,1	139,5	85,0	157,4	106,7	126,8	111,9

Fonte: anexo A.
Elaboração do autor.

Nas outras empresas, como as japonesas, o indicador de liquidez corrente não se mostrou tão elevado, sendo levemente superior à unidade. O volume de ativos de curto prazo foi um pouco maior que o de dívidas vincendas em um ano, elemento relevante na capacidade de solvência e na manutenção de uma relação mais estável e de menor descasamento patrimonial. A própria composição de ativos e passivos de

curto prazo era distinta. Embora os recebíveis financeiros fossem também importantes para Honda e Toyota, representavam entre 25% e 35% do ativo circulante e não cerca de 60% a 70% como na Ford e na GM. O passivo circulante, por sua vez, estava mais concentrado em dívidas com fornecedores e *commercial papers*.

Complementarmente aos indicadores de liquidez e solvência, pode-se retomar a análise do desempenho das corporações, por meio dos indicadores de rentabilidade (tabela 5). Com exceção da Fiat, na primeira metade da década de 2000, e da GM, em 2008, que obtiveram resultado bruto negativo, as corporações apresentaram margem bruta (LB/receitas) no setor superior a 15%, ainda que houvesse em alguns casos – empresas americanas e japonesas – uma queda no período. O indicador de margem líquida (LL/receitas), por sua vez, refletiu uma situação mais grave para as corporações americanas. Estas registraram margens líquidas negativas em diversos anos e, raramente, superiores a 2%. A Daimler, quando da união com a Chrysler, também apresentava resultados pouco satisfatórios. Entre as europeias, o melhor desempenho foi da Volkswagen e, entre todas as companhias, destacaram-se os resultados das japonesas, em geral, superiores a 5%.

A tabela 5 ainda mostra algumas taxas de retorno, frequentemente utilizadas na avaliação da rentabilidade de empresas, que retratam sua condição financeira e, inclusive, impactam suas possibilidades de captação futura de recursos. Uma vez mais, os melhores retornos sobre o ativo (ROA) e sobre o patrimônio líquido (ROE) referiam-se às corporações japonesas assim como à sul-coreana Hyundai, seguidas por europeias e americanas. O ROA foi, em média no período, negativo para as empresas americanas, positivo baixo (inferior a 2%) para as europeias e positivo alto (próximo ou acima de 3%) para as asiáticas. No caso do ROE, destacaram-se os resultados da Honda e Toyota, excetuando-se o ano com maiores efeitos da recente crise, e da Volkswagen, nos anos de elevado lucro líquido. Houve alguns resultados anômalos das empresas americanas, como em 2006 e 2008 na Ford e de 2006 a 2008 na GM, quando o patrimônio líquido foi negativo. Por fim, as distintas condições de rentabilidade também se refletiram no lucro por ação (LPA), maior nas asiáticas e na Volkswagen, ainda que tenha se mantido elevado na GM durante a primeira metade dos anos 2000, quando a corporação registrava lucro líquido positivo.

O grau de exposição financeira das corporações também pode ser explicitado pelo comprometimento do montante total de receitas com o pagamento de juros e dividendos. As parcelas mais expressivas das receitas despendidas com juros foram verificadas entre as corporações americanas, refletindo seu maior nível de endividamento. Em diversos anos, ultrapassaram 5% para GM e Ford. A venda da GMAC não apenas impactou as receitas brutas, mas também as despesas financeiras, reduzindo bastante a relação de 2006 para 2007 na GM.

Entre as demais companhias, o peso do pagamento de juros mostrou-se menos significativo. Em alguns casos, observaram-se receitas financeiras líquidas, como na Honda, Hyundai, Daimler e Volkswagen (tabela 6).

TABELA 5
Indicadores de rentabilidade (2000-2009)
(Em %)

	Daimler					Fiat				
	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	17,0	4,9	4,0	18,4	8,45	1,4	1,1	0,7	4,4	-
2001	16,0	-0,4	-0,3	-1,7	-0,75	0,5	-0,7	-0,4	-3,3	-
2002	18,8	3,2	2,5	13,3	4,46	-1,3	-6,8	-4,3	-45,5	-
2003	19,4	0,3	0,3	1,3	0,35	-1,0	-3,8	-3,0	-25,4	-
2004	19,4	1,7	1,3	7,2	1,78	0,0	-3,2	-2,8	-27,5	-
2005	17,9	1,9	1,4	7,7	2,37	14,9	3,1	2,3	15,1	1,06
2006	17,1	2,1	1,7	9,3	2,40	15,3	2,2	2,0	11,5	0,60
2007	24,1	4,0	2,9	10,4	2,60	16,4	3,5	3,4	18,2	1,04
2008	22,5	1,5	1,1	4,3	1,01	16,8	2,9	2,8	15,5	0,93
2009	16,9	-3,4	-2,1	-8,3	-1,83	13,7	-1,7	-1,3	-7,6	-0,47

	Ford					GM				
	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	25,8	2,0	1,2	18,0	2,34	21,1	2,4	1,5	14,4	6,80
2001	20,5	-3,4	-2,0	-64,5	-3,02	18,8	0,3	0,2	2,9	1,78
2002	23,4	-0,6	-0,3	-8,7	-0,55	17,9	0,9	0,5	22,7	3,37
2003	20,9	0,3	0,2	4,0	0,27	18,0	2,1	0,9	14,9	7,24
2004	20,9	2,0	1,2	20,6	1,91	17,3	1,4	0,6	10,0	4,97
2005	18,2	1,1	0,8	14,4	1,10	11,2	-5,5	-2,2	-67,6	-18,69
2006	7,0	-7,9	-4,5	547,0	-6,72	20,6	-1,0	-1,1	46,5	-3,50
2007	17,3	-1,6	-1,0	-38,6	-1,38	8,2	-21,4	-26,0	109,2	-68,45
2008	13,1	-10,0	-6,7	91,0	-6,46	-0,2	-20,7	-33,9	36,2	-53,32
2009	15,5	2,3	1,4	-41,7	0,91	1,9	-6,6	-2,8	-13,1	-10,73

	Honda					Hyundai				
	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	-	-	-	-	-	21,9	3,7	3,7	8,8	2,49
2001	-	-	-	-	-	26,5	2,9	2,9	10,0	3,85
2002	-	-	-	-	-	26,3	3,0	3,1	10,7	5,26
2003	32,1	5,4	5,6	16,2	3,66	29,6	3,8	3,3	10,9	6,55
2004	31,3	5,7	5,6	16,2	4,61	25,8	3,2	2,9	9,8	7,09
2005	30,2	5,6	5,2	14,8	4,85	21,9	4,0	3,5	11,8	10,56
2006	29,2	6,0	5,6	14,5	5,52	21,1	2,0	1,8	6,0	6,17
2007	29,1	5,3	4,9	12,9	2,75	20,3	2,3	1,9	6,7	6,20
2008	28,8	5,0	4,8	12,8	3,30	22,5	1,4	1,1	4,3	1,99
2009	25,9	1,4	1,2	3,3	0,77	22,3	4,4	4,0	14,0	9,38

	Toyota					Volkswagen				
	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	-	-	-	-	-	15,9	3,1	2,8	12,2	6,83
2001	-	-	-	-	-	16,1	3,3	2,8	12,1	8,68
2002	-	-	-	-	-	16,1	3,0	2,4	10,5	6,41

(Continua)

(Continuação)

	Toyota					Volkswagen				
	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2003	22,0	4,8	3,7	10,1	1,76	12,2	1,3	0,9	4,5	2,25
2004	21,0	6,7	5,3	13,5	3,24	11,8	0,8	0,5	2,8	1,28
2005	21,0	6,3	4,8	12,3	3,31	13,5	1,2	0,8	4,7	2,46
2006	20,6	6,5	4,8	12,3	3,59	13,2	2,6	2,0	10,2	5,37
2007	20,7	6,9	5,0	13,2	4,34	15,0	3,8	2,8	12,9	7,09
2008	18,9	6,5	5,3	13,7	5,40	15,1	4,2	2,8	12,7	8,57
2009	11,1	-2,1	-1,5	-4,1	-1,42	12,9	0,9	0,5	2,6	1,65

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

TABELA 6

Participação dos juros e dividendos nas receitas totais¹ por montadora (2000-2009)
(Em %)

Juros – receitas brutas								
	Daimler	Fiat	Ford	GM	Honda	Hyundai	Toyota	Volkswagen
2000	0,1	-1,0	-5,5	-5,2	-	2,3	-	-0,4
2001	0,1	-1,1	-6,2	-4,8	-	1,4	-	-1,1
2002	1,5	-1,2	-5,4	-4,1	-	0,4	-	-0,9
2003	-2,1	-1,9	-4,7	-5,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,3
2004	-0,8	-1,3	-4,1	-6,2	0,0	0,0	-0,1	-0,6
2005	0,1	-1,8	-4,3	-8,2	0,0	-0,2	-0,1	-1,1
2006	0,4	-1,1	-5,5	-8,2	0,2	-0,4	-0,1	-0,2
2007	0,5	-1,0	-6,3	-1,7	0,3	-0,6	-0,2	0,4
2008	0,1	-1,6	-6,6	-1,7	0,3	-0,3	-0,2	0,2
2009	-1,0	-1,5	-5,8	-5,9	0,2	-1,0	-0,2	-0,6
Dividendos – receitas brutas								
	Daimler	Fiat	Ford	GM	Honda	Hyundai	Toyota	Volkswagen
2000	-1,5	-0,6	-1,6	-0,7	-	-0,8	-	-0,4
2001	-1,5	-0,6	-1,2	-0,7	-	-0,4	-	-0,5
2002	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6	-	-0,6	-	-0,6
2003	-1,1	0,0	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	-0,7	-0,6
2004	-1,1	0,0	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,8	-0,5
2005	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-0,4
2006	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6	-1,2	-0,4
2007	-1,6	-0,5	-	-0,3	-1,3	-0,5	-1,4	-0,5
2008	-2,1	-0,9	-	-0,2	-1,4	-0,5	-1,6	-0,6
2009	-0,8	-0,1	-	-0,1	-1,5	-0,3	-2,1	-0,8

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Nota:¹ Receitas (ou despesas) financeiras, tratadas como recebimento ou pagamento de juros, e pagamento de dividendos, ambos como proporção das receitas totais da corporação.

Obs.:1. Resultados "0,0" referem-se a valores negativos com algarismos significativos a partir da segunda casa decimal. Quando inexistem os valores para determinados anos, utiliza-se "-".

2. Para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler.

3. Em 2009, a GM sofreu reestruturação. Consideraram-se os resultados somados da companhia predecessora, até 9 de julho de 2009, e sucessora, de 10 de julho de 2009 em diante.

O pagamento de dividendos, como proporção das receitas, mostrou-se, em geral, inferior às despesas financeiras líquidas e com poucas diferenças entre as corporações. O baixo dispêndio relativo com dividendos, inclusive declinante, entre as companhias americanas provavelmente resultou de suas condições de maior fragilidade financeira e menor rentabilidade no período. Somente a Daimler (incluindo o período DaimlerChrysler) manteve pagamentos de dividendos superiores a 1% das receitas em diversos anos. Isso se observou recentemente entre as japonesas Honda e Toyota, que aumentaram os gastos com dividendos acima da elevação das receitas, na estratégia de gerar valor ao acionista (tabela 6).

Vinculado a esse aspecto, percebe-se que a emissão líquida de ações foi negativa para muitas empresas em vários momentos ao longo da década, com processos de recompra mais significativos na Toyota e, em menor escala, Honda (anexo A). Tal prática, comum às corporações americanas desde a década de 1980, passou a ser frequentemente adotada por outras companhias nos últimos anos para manter o preço das ações e os retornos – como o ROE e o LPA – elevados, além da possibilidade de fomentar um maior pagamento de dividendos. Para os grupos analisados, em geral, quando maior quantidade de ações foi recomprada do que emitida, o volume negociado tendeu a ser maior e, quando mais ações foram emitidas do que recompradas, o volume tendeu a ser menor, indicando que esta se constituiu, no período, muito mais como um ajuste de rentabilidade e de estoque diante das exigências dos mercados financeiros que uma importante fonte de financiamento de suas atividades.

3.2 O financiamento do investimento

Enfatizou-se, em abordagem teórica presente neste livro, a necessidade de complementaridade de recursos internos e externos à corporação na condução de suas atividades de ampliação ou criação de capacidade produtiva. O crédito – bancário ou obtido via mercado de capitais – potencializa a realização de investimentos, bem como de qualquer atividade produtiva ou de consumo em uma economia capitalista. A existência de fundos próprios permite que a empresa, por um lado, acesse novas fontes de recursos externos, dada a percepção dos emprestadores de sua maior hígidez financeira, e, por outro, ao utilizar parcela de seu capital acumulado não acompanhado por um excesso de endividamento, a expõe a um menor grau de fragilidade financeira.

Na indústria automobilística, conforme tratado anteriormente, observaram-se algumas transformações produtivas que afetaram a dinâmica concorrencial e de financiamento, tanto da produção como do investimento. Com a formação de redes globais de produção em um movimento de internacionalização produtiva, isto é, de expansão global das corporações e de realização de investimentos em diversas regiões, o financiamento do investimento teve sua dinâmica alterada, uma vez que a institucionalidade de

cada país ou região onde o investimento é conduzido condiciona seu financiamento, em especial mediante os distintos canais de obtenção de recursos à disposição das montadoras em cada localidade. Ademais, dentro desta lógica de composição de uma rede de produção mundial e da modificação das relações matriz-filial em conformidade às estratégias da corporação em âmbito global, ocorreu uma intensificação dos fluxos intracorporação. Sob esta perspectiva, destacam-se não apenas os fluxos comerciais, mas também os financeiros atinentes, por exemplo, à remessa de lucros e dividendos, bem como aos empréstimos matriz-filial, para financiar novos investimentos, tanto produtivos quanto financeiros. As matrizes podem repassar recursos próprios às suas filiais ou, ainda, captados nos mercados financeiros domésticos, em que geralmente se obtêm taxas de juros menores e condições de pagamento mais favoráveis, reflexos de sua situação financeira e da profundidade e liquidez dos mercados naqueles países.

A fim de examinar a composição das fontes de financiamento de longo prazo, toma-se a evolução dos recursos internos (lucros retidos) e externos à firma (ações, empréstimos de longo prazo e notas e títulos de longo prazo) em relação ao endividamento superior a um ano, retratado pelo passivo exigível a longo prazo (figura 4). Ainda que nem toda a dívida de longo prazo seja contraída para investimentos em capital fixo, uma vez que pode ser destinada a várias outras formas de aplicação ou mesmo constituir parte de um processo de reestruturação financeira da corporação, na tentativa de alongar o endividamento,²⁹ é razoável supor que parcela deste estoque de dívida seja referente a investimentos produtivos. Neste sentido, podem-se observar algumas semelhanças e diferenças entre as empresas.

Por se tratar de grandes corporações, com acesso a mercados financeiros amplos e profundos, a participação de notas e títulos de longo prazo tendeu a ser expressiva em seu conjunto de dívidas de longo prazo mais que os empréstimos bancários. Além disso, ressalta-se a parcela significativa referente aos lucros retidos, evidentemente quando a rentabilidade mostrou-se elevada. A participação do capital acionário em relação ao endividamento de longo prazo, por sua vez, foi pequena, constituindo a fonte menos relevante na captação de recursos externos.

Entretanto, podem-se notar distintos padrões entre as empresas. Toyota e Honda apresentaram uma estrutura bastante semelhante das fontes de financiamento. O padrão das empresas japonesas caracterizou-se por uma elevada parcela de lucros retidos, resultante da rentabilidade e expansão das atividades e dos mercados nos últimos anos. O montante acumulado de fundos próprios foi muito superior ao total de dívidas de longo prazo. Isto significaria a existência de recursos internos suficientes para cobrir todas estas dívidas, nas quais se incluíam aquelas referentes aos investimentos. Ademais, sinalizava para uma folga financeira de tais

29. A maior parte das dívidas de longo prazo representadas por notas e títulos foi resultante das atividades de serviços financeiros. Constituíam, em grande medida, formas de captação de recursos de longo prazo, geralmente a taxas menores, pelos braços financeiros das montadoras, a fim de alavancar suas operações de financiamento de veículos.

empresas. Com participação menor, porém importante, encontravam-se as notas e títulos de longo prazo. Os empréstimos bancários também foram utilizados, em menor medida, e pouco se recorreu ao capital acionário.

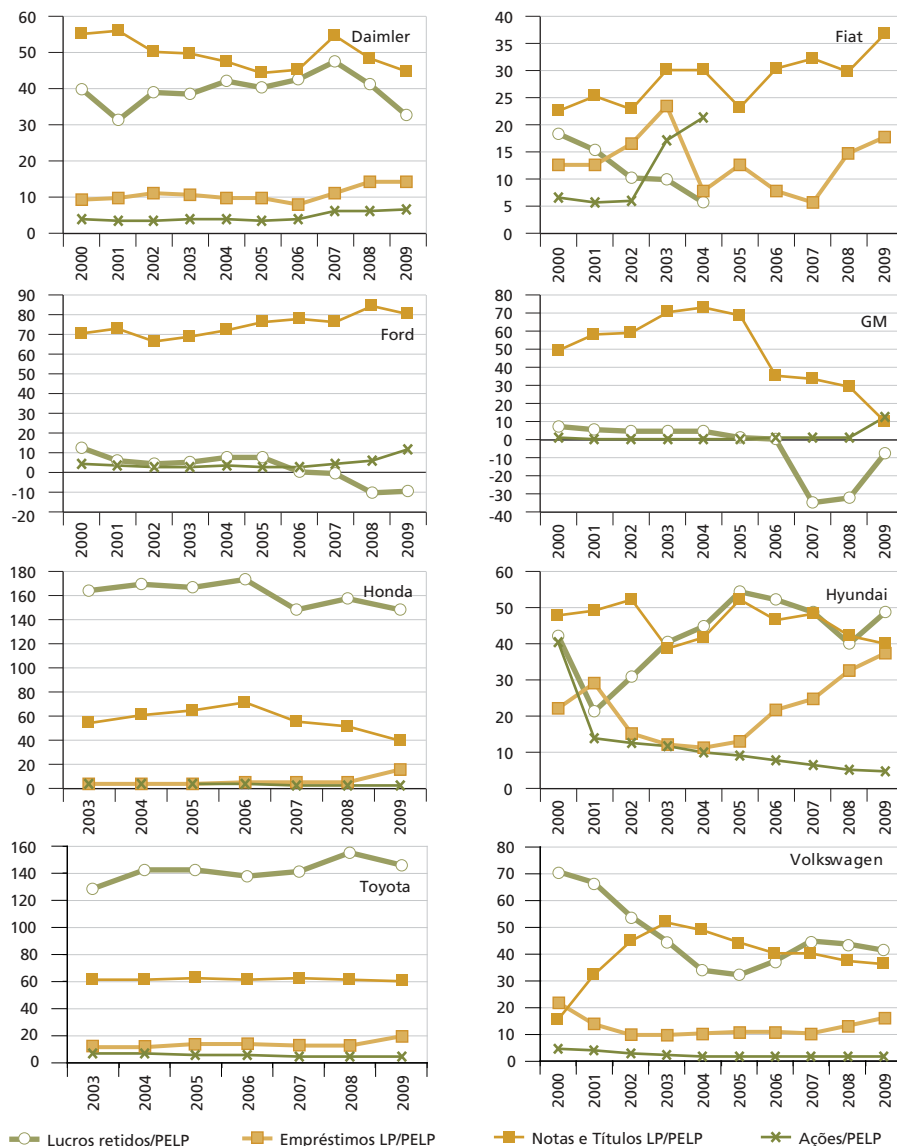
Outro padrão pode ser verificado com a sul-coreana Hyundai e as europeias, sobretudo as alemãs Volkswagen e Daimler (mesmo no interregno Daimler Chrysler). Nestas companhias, a combinação entre recursos próprios e recursos externos obtidos mediante mercado de capitais pareceu mais intensa. Os lucros retidos em relação às dívidas de longo prazo foram menos expressivos que nas empresas japonesas. Aproximaram-se da parcela de notas e títulos de longo prazo. Recorreu-se, em menor grau, aos empréstimos bancários, que cresceram, especialmente na Hyundai, e por último, à emissão de ações. A italiana Fiat se distinguiu um pouco deste cenário pela baixa relevância dos lucros retidos. Deve-se frisar, contudo, que o breve período retratado correspondeu a uma severa crise vivenciada pela montadora, com o risco de venda de seu segmento automotivo. A composição foi, de modo geral, dependente de empréstimos e ações, mas principalmente de notas e títulos, embora com menor dispersão do que nas demais companhias.

Um terceiro padrão pode ser delineado a partir das corporações americanas, cuja interpenetração entre o capital financeiro e o produtivo, conforme visto anteriormente, era maior. Houve uma nítida dependência do mercado de capitais, mais desenvolvido nos Estados Unidos e também acessado em outras praças financeiras. Vale frisar que a parcela de notas e títulos inclui empréstimos bancários, o que não permite uma avaliação mais apurada. Dadas as características do mercado americano e o próprio comportamento nas outras empresas, uma suposição bastante razoável era de que o peso de notas e títulos no endividamento de longo prazo fosse maior que o de empréstimos bancários. Como nos demais casos, o capital acionário não se mostrou significativo e os lucros retidos equivaleram a uma parcela muito pequena do endividamento de longo prazo, o principal fator destoante em relação aos outros padrões. Cabe a ponderação de que se tratava, tal como explicitado nos diversos indicadores, de um cenário adverso para estas companhias, em situação de fragilidade financeira, em especial, na segunda metade da década.

Pode-se complementar esta análise com a evolução dos fluxos de investimento (figura 5). Em todos os anos, ocorreu a realização de novos investimentos, porém, excetuando as montadoras asiáticas (e a Fiat a partir de 2005), com tendência decrescente. Em 2009, como efeito da crise, os investimentos se reduziram em todas as companhias, em relação ao ano anterior. Constata-se ainda que os maiores fluxos de investimento foram da Toyota e das empresas americanas (incluindo Daimler Chrysler), em geral, acima de US\$ 10 bilhões e entre US\$ 5 bilhões e US\$ 10 bilhões, respectivamente. Os investimentos das outras montadoras foram, em média, menores. Porém, ao se ponderar os investimentos pelo tamanho da firma, isto é, pelo volume de seus ativos, os gastos em capital produtivo efetuados pelas americanas foram menos expressivos do que das demais montadoras.

FIGURA 4

Fontes de financiamento de grupos automobilísticos seleccionados: recursos próprios e de terceiros em relação ao endividamento de longo prazo (vários anos)
(Em %)



Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Obs.: 1. PELP = Passivo exigível a longo prazo.

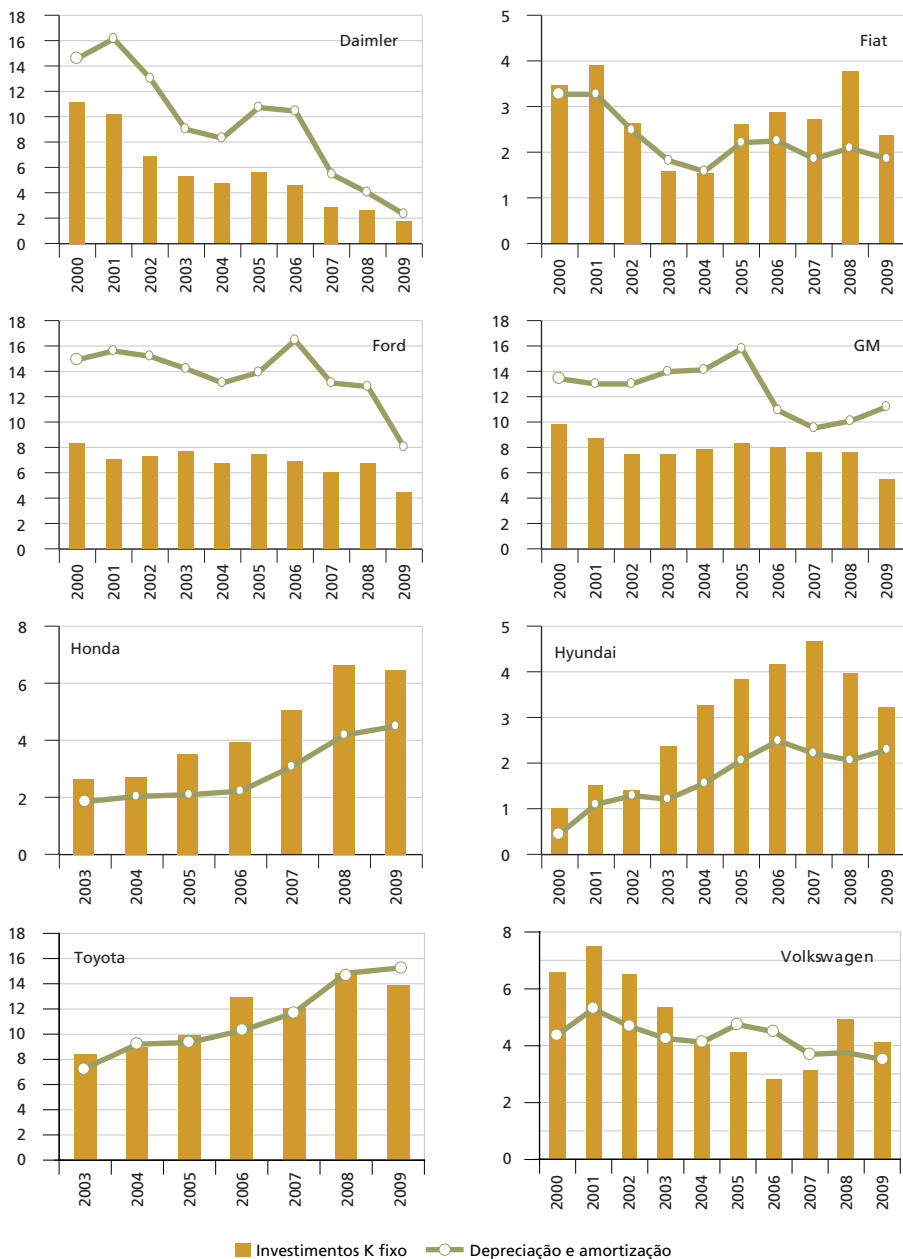
2. Descontinuidade das séries de lucros retidos e ações da Fiat a partir de 2005, devido à mudança na metodologia de apresentação dos resultados, sem abertura de seu patrimônio líquido.

3. Não consta a linha referente a empréstimos para Ford e GM, uma vez que a categoria "notas e títulos" inclui os empréstimos bancários, não discriminados pelas corporações.

FIGURA 5

Fluxo anual de investimento em capital fixo e de despesas com depreciação e amortização (vários anos)

(Em US\$ bilhões)



Fonte: anexo A.
Elaboração do autor.

Quanto às fontes de financiamento, cabem algumas considerações a partir dos fluxos de caixa mostrados no anexo A. Apenas as japonesas Toyota e Honda e a sul-coreana Hyundai (exceto em 2004) apresentaram, em todo o período, fluxo positivo de emissão líquida de dívida de longo prazo (incluindo empréstimos bancários, notas, títulos etc.), isto é, a emissão de novas dívidas superou o pagamento de parcela de dívidas antigas. Nestas empresas, ao longo da década, seguindo o passo da elevação do investimento, ampliou-se consideravelmente a tomada de novas dívidas e, em menor grau, o pagamento de antigas. A tomada de novos recursos de terceiros, inclusive, foi maior que os fluxos de investimento. Com este crédito, poderiam ser financiados os novos investimentos, embora nem todo aumento da dívida fosse destinado a esta finalidade, além de o potencial interno de financiamento destas empresas ser alto, sobretudo das empresas japonesas.³⁰

Nas companhias europeias e americanas (exceto na Ford), predominaram os fluxos de emissão de novas dívidas, embora houvesse momentos de volume de pagamentos superior ao de contratação de novo endividamento. Com menor frequência ainda, como ocorreu na Volkswagen, Fiat e GM em alguns anos, o fluxo de emissão de dívidas foi inferior ao de investimentos. Nestes casos, a dívida de longo prazo tomada no respectivo ano, mesmo que totalmente vinculada ao investimento, seria insuficiente para financiá-lo, tornando nítida a complementação por outras fontes de recursos, notadamente internos. Logicamente, a proporção do investimento financiado por cada fonte torna-se de difícil mensuração, até porque cada plano de investimento pode estar atrelado a distintas formas de captação, considerando a situação financeira da corporação e os condicionantes conjunturais, com acesso favorável a determinadas fontes, dependendo, inclusive, do país em que o investimento é realizado. De todo modo, o montante de dívidas emitidas e pagas pelas corporações americanas mostrou-se substancialmente maior que em outras companhias, refletindo seu excesso de endividamento. Outra forma de financiamento dos investimentos seria a captação via emissão de ações. Porém, como salientado, o movimento de recompra de ações no período foi maior, um indicativo da lógica de valorização financeira presente nas corporações.

30. A Toyota lista em seus relatórios financeiros anuais os investimentos realizados por triênio e programados para o exercício seguinte. Praticamente todos apareciam como financiados por recursos internos, com exceção de investimentos em veículos financiados sob a forma de *leasing* pela Toyota Motor Credit Corporation, que em alguns períodos representavam aproximadamente metade dos investimentos totais e eram adquiridos mediante combinação de recursos internos e externos (majoritariamente empréstimos), embora não fossem explicitadas as proporções. A expansão da linha de produção da Kanto Auto Works, subsidiária de autopeças da Toyota, no Japão, entre 2005 e 2006, também estava prevista para ser efetuada por empréstimos e fundos internos. Mais recentemente, os investimentos realizados em equipamentos e fábricas no Japão para adequação às mudanças nos modelos de veículos, nos triênios de abril/2006 a março/2009 e abril/2007 a março/2010, que corresponderam a 22,6% e 21,5%, respectivamente, dos investimentos totais, foram financiados por recursos internos e lançamento de títulos. Para o período 2009-2010, previam-se investimentos em plantas produtivas japonesas financiadas por essa combinação de recursos equivalentes a 57,5% do total. Isto apontava para o potencial interno de acumulação e financiamento da companhia, bem como para a utilização de uma combinação de recursos, especialmente em casos de investimentos envolvendo maiores montantes de capital.

Um aspecto adicional para se pensar o financiamento do investimento consiste nas despesas efetuadas com depreciação, uma vez que podem se constituir uma fonte de recursos para os grupos. A depender das regras tributárias e contábeis dos distintos países ao longo dos anos,³¹ deduzem-se dos impostos a pagar os gastos com depreciação, que se configuram como recursos em caixa e, portanto, fundos que podem financiar diversas atividades das corporações, incluindo o investimento. Apesar de o conjunto de despesas com depreciação e amortização não ser discriminado entre as companhias, é possível observar diferenças quanto aos fluxos anuais de investimento e destas despesas (figura 5). Enquanto nas americanas GM,³² Ford e mesmo DaimlerChrysler os dispêndios com depreciação e amortização foram bastante superiores aos gastos com investimentos, não se verificou o mesmo comportamento entre as demais, particularmente, na Honda e Hyundai. Isto representaria a existência em caixa de maior volume de recursos líquidos mediante dedução tributária nas corporações americanas, que poderiam ser destinados a atividades variadas. Nestas companhias, como o montante destes recursos superou fortemente o de investimentos, haveria indícios para supor que, mais que uma fonte para efetuar a reposição do capital fixo, estes recursos líquidos tenham sido, em grande medida, direcionados às suas operações financeiras, manifestando, sob outro ângulo, a presença da lógica financeira na dinâmica destes grupos.

3.3 O financiamento da inovação

A inovação constitui um elemento fundamental da estratégia das corporações. Trabalha-se, nesta seção, somente com seu enfoque restrito ao desenvolvimento de novas tecnologias, fator decisivo dentro da concorrência estabelecida na indústria automobilística e uma das fontes de competitividade e crescimento das empresas. A complexidade envolvida na fabricação de um veículo e na sua composição – partes, peças e componentes – torna o setor automotivo, incluindo montadoras e fornecedores, um importante núcleo de promoção e absorção de tecnologia. Cada vez mais incorporam-se aos veículos e aos métodos de produção os avanços nas áreas de eletrônica e tecnologias de informação e comunicação. Isto se manifesta na crescente utilização de eletrônica embarcada nos sistemas automotivos (Carvalho, 2008). Neste sentido, o setor impulsiona a pesquisa e o desenvolvimento de alternativas tecnológicas, inclusive em outros segmentos, incorporando estes avanços.

31. A respeito dos métodos de depreciação do capital nos Estados Unidos, consultar IRS (2009). Deve-se ressaltar que, em 2008 (com o *Economic Stimulus Act*) e 2009 (com o *American Recovery and Reinvestment Act*), como medida de estímulo diante da crise e de condições de liquidez deterioradas para diversas empresas americanas, adotou-se a *bonus depreciation deduction*, uma forma de depreciação acelerada do capital fixo, permitindo uma dedução tributária imediata de 50% do custo do ativo (White House, 2010; Leone, 2009).

32. Segundo os relatórios financeiros da corporação, utiliza-se para a depreciação de capital fixo adquirido a partir de 1º de janeiro de 2001 o *straight-line method*, que distribui em parcelas iguais os custos ao longo da vida útil do ativo. Para ativos mais antigos, vigoravam métodos de depreciação acelerada.

Cabe destacar que um dos elementos centrais da inovação na indústria automobilística refere-se ao desenvolvimento de formas alternativas de propulsão, originando veículos híbridos, veículos com células de combustível ou ainda com motor elétrico. Ou seja, de veículos motorizados não baseados no consumo de combustíveis fósseis, visando concebê-los com tecnologias menos poluentes e nocivas ao meio ambiente (Eucar, 2009). Este direcionamento foi dado, primeiramente, pelas montadoras japonesas no desenvolvimento de seus produtos – veículos de menor porte e menor consumo de energia – e seguido, posteriormente, pelas americanas. Vale destacar que a regulamentação estatal no setor também se manifesta neste quesito, pois cada região possui normas, por exemplo, de segurança e emissão de poluentes, para adequação dos fabricantes.³³

Os indicadores da tabela 7 apontam para a relevância do setor automotivo na realização de atividades inovadoras. Entre as mil empresas que mais investiram em pesquisa e desenvolvimento (P&D) no mundo em 2009/2010, 72 pertenciam ao setor automotivo, e estas respondiam por cerca de 16% dos US\$ 556 bilhões gastos no período pelo total de empresas. As dez principais empresas do setor, por gasto em P&D no referido período, figuravam entre as quarenta principais companhias do *ranking* de mil empresas.³⁴ Apenas elas, com desembolsos de quase US\$ 58 bilhões, representavam mais de 10% dos gastos totais das mil empresas e 65% dos gastos do setor automotivo, indicando uma concentração das atividades de P&D em volume significativo em poucas e grandes empresas. Seus gastos em P&D giraram, em média, próximos a 5,5% das vendas, superiores à média do setor (4,7%) e das mil empresas de diversos setores (3,6%), ainda que a média fosse distorcida pelo desempenho da Bosch (com gastos em P&D equivalentes a 9,4% de suas vendas).

Observa-se, ademais, uma evolução mais favorável dos gastos em P&D em empresas japonesas e europeias, distintamente das americanas do setor. GM e Ford, por exemplo, reduziram seus gastos em P&D, principalmente após 2007/2008, com a eclosão da crise, e não encabeçaram, como ocorreu com a Volkswagen na Alemanha e a Toyota no Japão, a lista nacional das empresas que mais investiram em P&D (no caso da Toyota, também líder mundial em 2009/2010). Os gastos em 2009/2010 das cinco empresas europeias listadas na tabela 7 corresponderam a quase 30% do total do setor, seguidos por 23% das *Big Three* japonesas (Toyota, Honda e Nissan) e 12% das duas americanas. Ainda que todas tenham sido afetadas pela crise, conforme verificado pela redução dos gastos entre 2008/2009, bem como em 2009/2010, os cortes mais expressivos foram efetuados pelas companhias americanas: queda de 24% na GM e 33% na Ford, em relação ao período anterior, ou seja, bastante superior à diminuição média dos gastos do setor (11%) e de outras montadoras, como Toyota (6%) e Volkswagen (2%).

33. Sobre a institucionalidade envolvida em diferentes países, inclusive com programas de apoio governamental em várias frentes de inovação no setor, ver Arnold *et al.* (2007).

34. Outras classificações com as empresas que mais investiram em P&D no mundo e na União Europeia podem ser encontradas em Guevara *et al.* (2010).

TABELA 7
Gastos de empresas do setor automotivo em P&D

Empresas (país de origem)	Gastos por período (em US\$ milhões ¹)				
	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007	2005/2006
Toyota (Japão)	9.711,6	10.300,3	9.568,8	8.729,5	8.111,8
Volkswagen (Alemanha)	8.307,7	8.502,8	7.063,7	6.083,7	5.846,9
General Motors (Estados Unidos)	6.068,0	8.000,0	8.100,0	6.600,0	6.700,0
Honda (Japão)	6.049,9	6.315,9	5.927,9	5.482,6	5.024,6
Daimler (Alemanha)	5.974,6	6.367,8	7.013,4	7.509,9	7.951,8
Bosch (Alemanha)	5.133,8	5.618,8	5.108,0	4.875,5	4.205,5
Ford (Estados Unidos)	4.900,0	7.300,0	7.500,0	7.200,0	8.000,0
Nissan (Japão)	4.892,8	4.914,3	4.993,3	4.807,9	4.276,9
BMW (Alemanha)	3.512,5	4.109,4	4.511,1	4.602,9	4.469,5
PSA (França)	3.320,2	3.403,4	2.975,8	3.120,8	3.086,3
Subtotal	57.871,0	64.832,6	62.762,1	59.012,8	57.673,4
Total do setor	89.025,7	100.522,4	95.827,1	89.557,9	87.055,2
Total 1.000²	555.552,6	566.065,6	522.033,4	472.918,0	428.749,4

Gastos no período 2009/2010					
Empresas (país de origem)	Em % vendas ³	Em % total de gastos do setor	Em % total de gastos das mil empresas	Posição no <i>ranking</i> P&D 1.000 ²	Posição entre as empresas de seu país de origem
Toyota (Japão)	4,4	10,91	1,75	1	1
Volkswagen (Alemanha)	5,7	9,33	1,50	4	1
General Motors (Estados Unidos)	5,3	6,82	1,09	12	4
Honda (Japão)	5,6	6,80	1,09	13	2
Daimler (Alemanha)	5,3	6,71	1,08	14	3
Bosch (Alemanha)	9,4	5,77	0,92	21	4
Ford (Estados Unidos)	4,1	5,50	0,88	23	9
Nissan (Japão)	5,4	5,50	0,88	24	5
BMW (Alemanha)	5,1	3,95	0,63	35	6
PSA (França)	4,8	3,73	0,60	39	3
Subtotal	5,5	65,00	10,42		
Total do setor	4,7	100,00	16,02		
Total 1.000²	3,6		100,00		

Fonte: U.K. Department for Business, Innovation and Skills (2010).

Elaboração do autor.

Notas: ¹Valores convertidos de libra para dólar, de acordo com a taxa de câmbio de 1,6149 dólar por libra, vigente em 31/12/2009 e apresentada no relatório U.K. Department for Business, Innovation and Skills (2010).

²Mil empresas que mais investem em P&D no mundo.

³O subtotal da percentagem das vendas refere-se à média dos gastos em P&D como percentagem das vendas das dez empresas apresentadas.

Obs.: na tabela, estão listadas as dez principais empresas em gastos em P&D do setor automotivo, que inclui montadoras e fornecedores de partes e peças. O total do setor corresponde às 72 empresas do ramo presentes no *ranking* das mil empresas que mais investem em P&D no mundo.

Em face aos desafios colocados pela concorrência – inclusive, em termos de posicionamento diante de possibilidades de mercados futuros que se vislumbram e que ainda estão por se consolidar, como no caso dos modos alternativos

de propulsão –, as grandes empresas precisam efetuar constantemente gastos em P&D, não apenas para aperfeiçoar produtos e processos no presente, mas também como forma de antecipar as tendências do mercado. Como esta prática geralmente envolve volumes elevados de capital, tende-se a recorrer a várias opções de financiamento.

A tabela 8 apresenta algumas fontes de fundos destinados às atividades de P&D realizadas por corporações de diversos setores nos Estados Unidos. Do total de recursos, a maioria foi direcionada ao setor industrial – cerca de 70% entre 2004 e 2007. O mesmo se verificava tomando-se apenas os fundos das empresas e de outras fontes, exceto recursos federais. Ao se considerar somente os recursos federais, notava-se uma crescente destinação relativa para o setor não industrial, que envolvia basicamente serviços, construção e setor primário. Em 2003, 26% dos fundos federais foram orientados ao setor não industrial e, em 2007, esta participação atingiu 32%. Sob outro enfoque, observava-se que 90% dos recursos do setor industrial provinham de fundos das empresas e de outras fontes não federais. Esta participação já foi superior no setor não industrial (94% em 2003), porém declinou, alcançando cerca de 90% em 2006 e 2007. Disto constata-se que, embora as fontes federais de recursos para atividades inovadoras tivessem relevância, as outras formas de obtenção de recursos, incluindo os recursos das próprias empresas, eram mais significativas.

TABELA 8
Fundos para P&D nos Estados Unidos (2003-2007)
(Em US\$ milhões)

Modalidade	Setor	2003	2004	2005	2006	2007
Total de fundos	Todos os setores	200.724	208.301	226.159	247.669	269.267
	Setor industrial	120.858	147.288	158.190	171.814	187.477
	Setor automotivo	n.d.	15.677	n.d.	n.d.	n.d.
	Setor não industrial	79.866	61.013	67.969	75.855	81.790
Fundos da empresa e outras fontes não federais	Todos os setores	182.926	188.035	204.250	223.365	242.682
	Setor industrial	107.725	131.887	142.555	155.230	169.307
	Setor automotivo	16.874	15.610	16.025	16.562	16.034
	Setor não industrial	75.201	56.148	61.695	68.135	73.375
Fundos federais	Todos os setores	17.798	20.266	21.909	24.304	26.585
	Setor industrial	13.133	15.401	15.635	16.584	18.170
	Setor automotivo	n.d.	67	n.d.	n.d.	n.d.
	Setor não industrial	4.665	4.865	6.274	7.719	8.415

Fonte: NSB (2010).

Elaboração do autor.

Obs.: n.d. = dados não disponibilizados para evitar a divulgação de informações confidenciais.

Se considerado apenas o setor automotivo, o peso dos fundos das empresas e de outras fontes não federais no total era mais expressivo. Ainda que apenas o dado para 2004 esteja disponível, pode-se supor que não tenham ocorrido grandes alterações neste padrão.³⁵ Ou seja, o setor automotivo, em suas atividades nos Estados Unidos, era ainda mais dependente de recursos próprios e de outras fontes não públicas federais do que a média dos setores industriais para a realização de gastos em P&D.³⁶ Contudo, dentro do setor industrial, a participação de fundos da empresa e de outras fontes não federais destinadas ao setor automotivo vinha diminuindo. Passou de 16% em 2003 para 9% em 2007. Esta redução, verificada mesmo em números absolutos – enquanto os recursos para P&D provenientes destas fontes para o setor automotivo oscilaram e até declinaram no período, para a média do setor industrial eles foram sempre crescentes –, poderia também ser fruto da fragilidade vivenciada pelas companhias americanas antes mesmo da eclosão da recente crise econômica mundial.

É importante frisar que o grau de abertura dos dados não permite identificar as parcelas dos fundos provenientes das próprias empresas e de outras formas não federais, que incluem recursos de organizações de fora da corporação, como outras companhias, institutos de pesquisa, universidades, organizações sem fins lucrativos e recursos estaduais. Também não se pode definir se os recursos, além da acumulação interna das empresas, eram obtidos nos mercados de crédito ou de capitais. Sabe-se, contudo, que este conjunto de fontes era mais importante que os recursos públicos federais na média dos setores e, em particular, no setor automotivo. É comum a existência de um aparato institucional nos diversos países que forneça suporte (financeiro, técnico, tributário³⁷ etc.) às atividades conduzidas pelas empresas, estabelecendo uma rede entre elas,

35. Cabe notar que, segundo Arnold *et al.* (2007), a destinação média anual de recursos governamentais no período 2002-2008 para P&D no setor automotivo foi da ordem de € 140 milhões nos Estados Unidos, seguidos por Japão (€ 110 milhões), Alemanha (€ 65 milhões) e França (€ 55 milhões). Estes recursos podem não se restringir apenas à esfera federal. Apesar de bastante superiores à cifra apresentada para 2004, ainda são muito pequenos diante do total investido pelas empresas. De acordo com CAR (2010, p.10), os fundos federais no setor automotivo nos Estados Unidos teriam alcançado apenas 1% do total em 2007. Ademais, é interessante notar as linhas de pesquisa mais fomentadas em cada país. Para células de combustível e hidrogênio, o governo japonês destinou quase € 70 milhões anuais entre 2002 e 2008, o governo americano, € 60 milhões, e os governos canadense e alemão, € 21 milhões e € 13 milhões, respectivamente. Para materiais avançados, o montante oferecido pelo governo alemão foi próximo a € 19 milhões, seguido por Estados Unidos (€ 13 milhões) e Japão (€ 7 milhões). Para baterias, os Estados Unidos gastaram pouco mais de € 7 milhões e o Japão, cerca de € 5,5 milhões anuais. Para tecnologias híbridas, elétricas e de baixa emissão, o maior apoio governamental foi da França (€ 45 milhões), seguido por Estados Unidos e Suécia, com montantes acima de € 15 milhões, além de Alemanha (€ 10 milhões). Para sistemas de transporte inteligentes, foram quase € 14 milhões anuais dos Estados Unidos e € 10 milhões da Alemanha. Para mais detalhes, ver Arnold *et al.* (2007).

36. Para uma comparação com outros setores, ver CAR (2010, p.10).

37. A respeito de crédito tributário nos Estados Unidos para atividades de pesquisa e experimentos, inclusive com dados setoriais, ver NSB (2010).

agências governamentais, universidades e institutos de pesquisa. Isto varia entre países e setores, mas é frequente em países desenvolvidos.

Nesse sentido, destacam-se as fontes externas às empresas que podem ser acessadas para financiamento. Nos Estados Unidos, por exemplo, empresas novas, geralmente vinculadas ao desenvolvimento de tecnologias, recorrem aos mercados de capitais sob a forma de *venture capital*. Consequentemente, a composição das fontes de financiamento pode se alterar, a depender da institucionalidade de cada país. Uma dificuldade adicional em mensurar estas fontes, além da abertura restrita dos dados, é que as empresas podem até realizar capitalização no mercado, mas o destino dos novos recursos não é detalhado, se para investimentos (e quais tipos) ou se para outros fins.

Dada a relevância estratégica das atividades de P&D e os elevados montantes requeridos diante dos custos e riscos envolvidos, são frequentemente estabelecidas, no setor automotivo, parcerias ou alianças entre montadoras, entre montadora e fornecedores, e entre fornecedores, no desenvolvimento conjunto de determinada tecnologia ou componente, utilizado em um ou mais veículos.³⁸ Trata-se de uma importante forma de financiamento das atividades inovadoras no setor, uma vez que custos e resultados são compartilhados.³⁹

Os gráficos 4 e 5 mostram a quantidade de alianças no setor automotivo, por tipo e origem do capital, respectivamente. Nota-se o estabelecimento mais intenso de alianças na segunda metade das décadas de 1980 e 1990 e em alguns anos da década de 2000. Em 1989, firmaram-se 48 novas alianças e, em 2000, 47. Uma diferença importante entre as décadas refere-se ao perfil destas alianças. Enquanto na década de 1980 predominavam as alianças com participação acionária, isto é, aquelas em que uma empresa detém parte do capital acionário da outra, da década de 1990 em diante, tornaram-se mais comuns as alianças sem envolver este tipo de

38. Deve-se mencionar que há distintos graus de alianças estratégicas entre as empresas do setor, desde alianças tecnológicas e acordos para desenvolvimento de produtos e compartilhamento de plataformas até a participação acionária cruzada entre empresas e as fusões e aquisições. Ver, por exemplo, Moavenzadeh (2006) e Forbes (2008). Para alianças de empresas japonesas e sul-coreanas com outras empresas do setor, em distintas modalidades, consultar Lee (2005). Uma das principais alianças do setor, incluindo compartilhamento de plataformas e tecnologia, foi constituída entre Nissan e Renault em 1999, quando a companhia japonesa estava sob risco de falência (Stevens e Fujimoto, 2009).

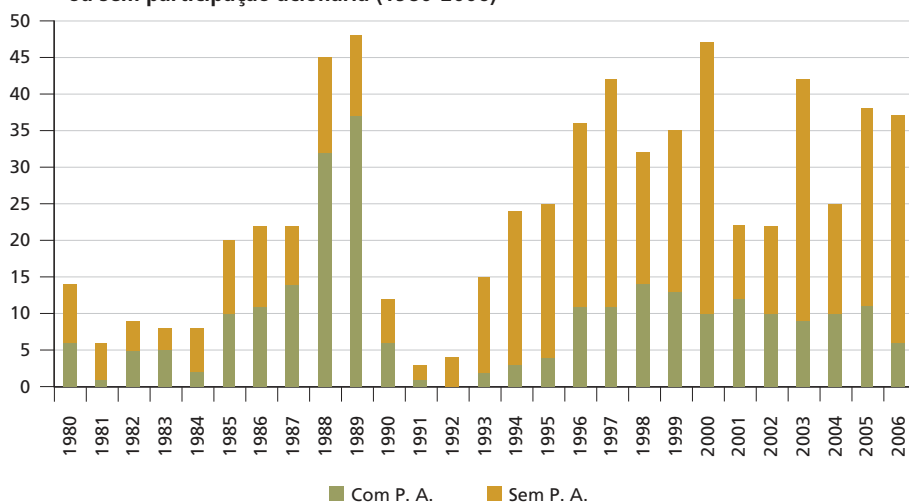
39. Dunning (1993, p.292-293) aponta, de maneira geral, quatro motivos que justificam o número crescente de acordos cooperativos entre empresas. O primeiro consiste nos elevados custos das atividades de P&D e na crescente taxa de obsolescência tecnológica. O segundo refere-se à necessidade das empresas em compartilhar suas principais tecnologias a fim de produzirem uma nova geração de produtos mais rapidamente do que podem seus competidores. O terceiro concerne à intensa pressão competitiva existente para ganhar acesso rápido e eficiente a novos mercados, geralmente desconhecidos para a empresa. O último motivo centra-se na necessidade de se manter ou melhorar a posição competitiva global da corporação em um ambiente econômico internacional em permanente mudança.

participação, ou seja, acordos geralmente mais simples e pontuais entre as empresas para o desenvolvimento e/ou compartilhamento de tecnologias, produtos ou processos específicos. Em 1989, foram 37 alianças com participação acionária e, em 2000, o mesmo número de alianças, porém sem participação acionária.

Na década de 1980, a maioria das alianças estabelecidas ocorreu entre empresas americanas e japonesas e empresas americanas e europeias. Na década seguinte, ganharam destaque as alianças entre empresas da mesma região, a exemplo de alianças entre empresas americanas e entre empresas europeias. Também se mantiveram importantes as alianças entre as companhias americanas e europeias. Nos anos 2000, ainda que se verificassem uma vez mais tais alianças, predominaram aquelas firmadas entre empresas originárias da Tríade (Estados Unidos, Europa e Japão), notadamente americanas, e entre empresas de outras regiões. Esta constatação pode decorrer das alianças, na forma de *joint ventures*, de montadoras e grandes fornecedores americanos, europeus e japoneses com empresas chinesas, ao buscarem penetrar aquele mercado.⁴⁰

GRÁFICO 4

Número de alianças tecnológicas no setor automotivo por tipo – com ou sem participação acionária (1980-2006)



Fonte: NSB (2010).

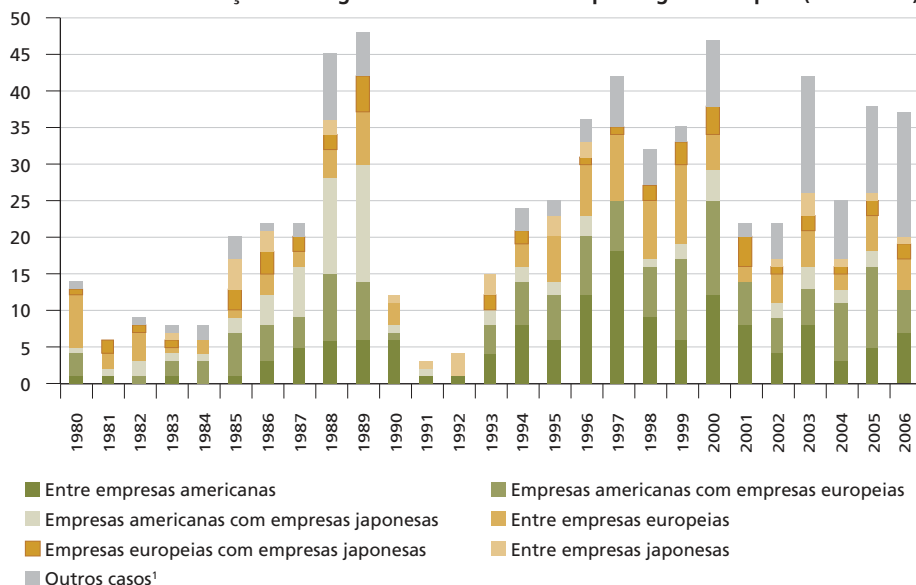
Elaboração do autor.

Obs.: P.A. = participação acionária.

40. Sobre a estrutura de *joint ventures* na indústria automobilística chinesa, ver Holweg *et al.* (2005).

GRÁFICO 5

Número de alianças tecnológicas no setor automotivo por origem do capital (1980-2006)



4 O FINANCIAMENTO DA COMERCIALIZAÇÃO

Um aspecto central da dinâmica da indústria automobilística reside na comercialização dos bens produzidos. Neste sentido, destaca-se o papel desempenhado pelos revendedores autorizados ou concessionárias – nos Estados Unidos, os denominados *dealers* – e pelas instituições financeiras, entre elas, os braços financeiros ou bancos das montadoras, os quais se mostram extremamente importantes no financiamento da aquisição de veículos e, sobretudo, no desempenho das corporações.

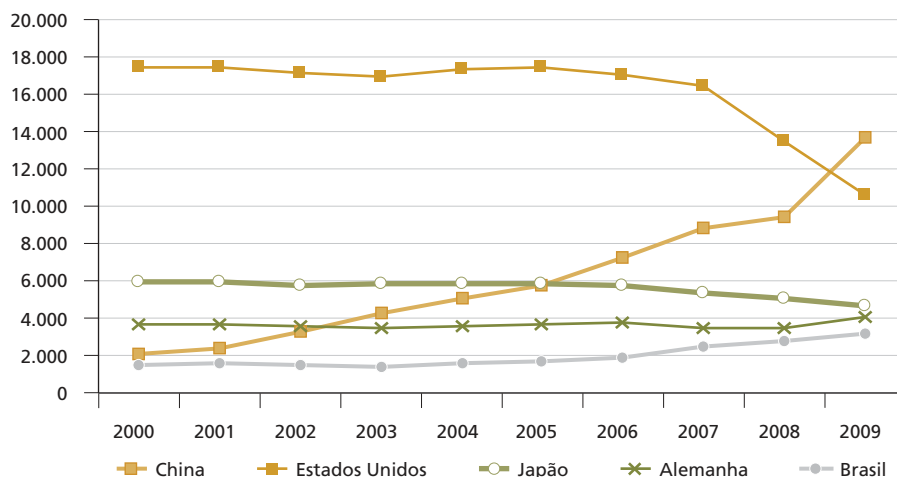
Antes de tratar dessas questões, cabe realizar algumas considerações sobre a evolução da demanda por veículos. O gráfico 6 apresenta o volume de veículos licenciados em alguns países. Observou-se, durante a maior parte da década de 2000, a liderança dos Estados Unidos enquanto maior consumidor mundial de veículos. Notou-se, em contrapartida, uma queda expressiva a partir de 2007, passando de um patamar próximo a 17 milhões de veículos licenciados naquele

ano para outro em torno de 11 milhões em 2009, consequências da crise econômica. Trajetória oposta caracterizou a China. Sua demanda por veículos cresceu expressivamente no último decênio, tornando-se o maior país consumidor em 2009. Passou de aproximadamente 2 milhões de veículos em 2000 para quase 14 milhões em 2009, ultrapassando Alemanha em 2003, Japão em 2006 e Estados Unidos no último ano da série. Vale ressaltar, ainda, o comportamento relativamente estável da demanda por veículos no Japão e na Alemanha, bem como o movimento ascendente no Brasil, notadamente a partir de 2004.

GRÁFICO 6

Licenciamento de veículos novos – países selecionados (2000-2009)

(Em mil unidades)



Fonte: Anfavea (2010).
Elaboração do autor.

A partir das informações do gráfico 6 e da tabela 2, pode-se classificar os países enquanto demandantes ou ofertantes líquidos de veículos – demandantes quando sua demanda interna supera a produção doméstica, e ofertantes quando a produção doméstica supera a demanda interna. Dada a maior integração dos fluxos de comércio entre as economias, parte da produção é exportada, atendendo à demanda em outras localidades, suprida por produção doméstica e por parcela de importados. Os Estados Unidos são um forte demandante líquido, uma vez que sua demanda interna não é suprida apenas pela produção doméstica. Japão e Alemanha, por sua vez, caracterizam-se como ofertantes líquidos, pois produzem

uma quantidade de veículos bastante superior à demandada domesticamente. Embora também possa ser assim considerado, o Brasil não apresenta produção doméstica tão superior à demanda interna, haja vista um forte mercado consumidor, em expansão nos últimos anos. A China, por fim, não deve ser classificada em nenhuma das alternativas (tabela 9). Sua produção e sua demanda são praticamente equivalentes. Não há fluxos significativos de exportação e importação de veículos. Logo, quase toda sua produção é consumida internamente e sua demanda, suprida por essa produção, não existindo estratégia orientada à exportação, ao menos no setor automobilístico. Isto exemplifica a relevância do mercado interno chinês, elemento atrator de investimentos.

TABELA 9

Demanda ou oferta líquida de veículos por país (2000-2009)

(Em mil unidades)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
China	-20	-33	8	142	10	-54	5	90	-35	169
Estados Unidos	-4.602	-6.023	-4.864	-4.889	-5.310	-5.463	-5.783	-5.679	-4.788	-4.892
Japão	4.181	3.871	4.466	4.458	4.659	4.948	5.744	6.242	6.482	3.326
Alemanha	1.834	2.054	1.946	2.005	2.020	2.143	2.048	2.731	2.616	1.161
Brasil	182	197	314	398	631	813	683	508	400	42

Fonte: Oica (vários anos); Anfavea (2010).

Elaboração do autor.

Obs.: demandante líquido (-) e ofertante líquido (+).

Os dados analisados, em especial os de licenciamento, fornecem uma dimensão do volume de veículos absorvido anualmente pelas economias e que de alguma forma é financiado. Tal fator, por sua vez, é influenciado pela institucionalidade presente em cada país, isto é, pelos mecanismos e condições de financiamento disponibilizados por montadoras e mercado financeiro em cada localidade, bem como pelo nível de renda e riqueza dos residentes e sua propensão marginal a se endividar.⁴¹

As formas de aquisição de um veículo são variadas, com destaque para o pagamento à vista e o financiamento via operações de crédito ao consumidor,

41. Sobre o consumo em função da renda, ver Keynes (1936). Logicamente, diversas outras variáveis condicionam o consumo. Destaca-se o efeito riqueza diante da bolha formada no mercado imobiliário americano, que posteriormente se refletiria na crise econômica de maiores proporções. No caso de automóveis, opções e linhas de financiamento disponíveis, assim como taxas de juros, prazos e garantias incidentes sobre os empréstimos, são fatores determinantes.

*leasing*⁴² ou arrendamento mercantil. O uso destas distintas modalidades varia de um país para outro e ao longo do tempo.⁴³ Maynard (2007) retrata esta composição para os Estados Unidos: na década de 1950, cerca de um terço dos consumidores comprava um veículo à vista; nas décadas posteriores, de 1970 e 1980, “antes de as montadoras se utilizarem amplamente de empréstimos a taxas reduzidas e planos de *leasing* com desconto”⁴⁴ (tradução nossa), esta participação oscilava entre 25% e 30%. Segundo dados do Federal Reserve System,⁴⁵ a média da taxa de juros anual empregada por braços financeiros de grupos americanos nos financiamentos foi de 13% nos anos 1970 e 1980, com forte oscilação para cima no período entre o choque de juros em 1979 e a crise da dívida mexicana em 1982, e para baixo em meados de 1986. O prazo médio dos empréstimos cresceu durante o período, passando de 35 meses no início de 1970 para 55 meses no final de 1989 para veículos novos, bem como o volume de crédito concedido, que quadruplicou em duas décadas. Ao longo dos últimos vinte anos, as condições para a tomada de empréstimos melhoraram, alavancando o endividamento das famílias. A taxa de juros diminuiu significativamente. Em média, de cerca de 9,6% ao ano na década de 1990 passou para 5% nos anos 2000 para veículos novos. Durante a década de 1990, o prazo médio de financiamento para estes veículos estabilizou-se próximo a 54 meses e, na década seguinte, ultrapassou sessenta meses. A evolução do volume de crédito concedido permaneceu crescente ao longo dos anos 1990 e, nos anos 2000, embora oscilante, manteve-se em um patamar médio superior a US\$ 25 bilhões.

Em virtude disso, a participação de veículos financiados se elevou. Em 1998, praticamente não se efetuavam compras à vista, uma vez que se oferecia a opção de *leasing* em condições muito favoráveis, com parcelas mensais e de entrada bastante reduzidas, permitindo aos consumidores adquirir modelos mais caros, como os *Sport Utility Vehicles* (SUVs). No início da década seguinte, após os ataques de 11 de setembro de 2001, as montadoras ofertavam, de modo generalizado, planos de financiamento com taxas zero para estimular as vendas, o que no decorrer da década se tornou menos frequente, apenas com acesso maior por aqueles com melhores avaliações de crédito. Segundo Maynard (2007), o pagamento à vista chegou a representar 11,7% das compras de veículos realizadas no primeiro semestre de 2007,

42. A primeira opção é um empréstimo realizado por instituições financeiras para a aquisição do veículo, que se torna propriedade do comprador, enquanto a segunda opção refere-se à posse e usufruto do bem por parte do arrendatário durante o período estabelecido contratualmente. Neste caso, o veículo é de propriedade do arrendador. Geralmente, ao término do contrato, há a possibilidade de compra do bem pelo arrendatário. Durante a vigência do contrato, os pagamentos mensais são frequentemente menores do que no caso de um empréstimo para a compra do mesmo veículo, pois paga-se por sua depreciação esperada no período (e não pelo preço total do bem), além de outras taxas e impostos (AFSAEF e Nada, s.d.; Federal Reserve, 2008).

43. De acordo com a IHS Global Insight (2009), entre 60% e 80% das vendas de novos veículos na Europa envolvem alguma modalidade de crédito. Esta parcela, na Itália, em 2007, foi de 80%. Para o Brasil, segundo a Associação Nacional das Empresas Financeiras das Montadoras (ANEF), de 30% a 40% dos veículos novos entre 2004 e 2009 foram pagos à vista. A maioria, portanto, apresentou algum tipo de financiamento como *leasing*, crédito direto ao consumidor e consórcio. Para mais informações, consultar o portal da ANEF, disponível em: <<http://www.anef.com.br/>>.

44. “(...) before car companies made widespread use of cut-rate loans and discount lease plans”.

45. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/datadownload/>>. Acesso em: 12 jan. 2011.

nível que nos anos anteriores se aproximava de apenas 8%.⁴⁶ Em marcas de luxo, como Mercedes-Benz, Volvo, Audi e BMW, as vendas à vista alcançavam um terço do total. As condições de crédito favorecidas possibilitaram a manutenção do amplo mercado consumidor americano, ao menos até 2007.

A rede de revendedores autorizados desempenha um papel importante na comercialização de veículos, pois é o principal canal de distribuição do setor. Eles não são de propriedade das montadoras. Funcionam, basicamente, pelo sistema de franquias, de modo que um revendedor geralmente comercializa os veículos novos de marcas de uma única corporação. Em alguns casos, também vendem veículos usados, operando marcas de diversos grupos. Por frequentemente representarem os produtos de determinada montadora, tendem a estabelecer vínculos com seus braços financeiros – instituições de crédito cativo⁴⁷ – para o financiamento dos veículos. A relação de uma concessionária com uma única montadora coloca, por um lado, o risco do aprisionamento, isto é, um reduzido poder de barganha e de diversificação, mas oferece, por outro, condições mais favoráveis para a aquisição de estoques de veículos e financiamento do capital de giro das concessionárias. Nos Estados Unidos, por exemplo, os bancos das montadoras financiam a venda de veículos no varejo diretamente ao consumidor ou por intermédio dos revendedores, comprando os contratos de empréstimos e de *leasing*, ou no atacado, o que significa financiar os estoques das concessionárias (o denominado *floorplan*).

As opções de financiamento podem ser oferecidas por diversas instituições financeiras em parceria com os revendedores. Embora predominem os bancos das montadoras, há uma tendência de diversificação. A participação de veículos financiados pelo braço financeiro da Ford tem se reduzido, sobretudo no varejo americano e europeu (tabela 10). Em 2000 e 2001, mais da metade das vendas de veículos Ford no varejo nos Estados Unidos foi financiada pela própria montadora. Esta participação declinou para menos de um terço ao final da década. Na Europa, a diminuição foi menor, passando de 32% para 28% em 2000 e 2009, respectivamente. Mais concentrado é o financiamento no atacado. Nos Estados Unidos, cerca de 80% dos veículos da Ford nesta modalidade foram financiados pela montadora, enquanto, na Europa, isto se aproximou da totalidade. Os relatórios anuais da GM também apresentaram dados semelhantes no período 2003-2005. Mais de 80% das vendas da GM no atacado na América do Norte e no mundo foram financiadas pela GMAC. As vendas no varejo financiadas pela montadora oscilaram na faixa de 40% na América do Norte e diminuíram de 34% em 2003, para 26% em 2005, no mundo. Por sua vez, a participação

46. Elevação decorrente, em especial, do fato de se tratar da aquisição de um segundo ou terceiro veículo, geralmente de menor porte e mais barato, e de muitos já possuírem um financiamento para o primeiro carro. Naquele ano, 34,8% dos pagamentos à vista ocorreram mediante ganhos de capital com a venda de ações contra 31,8% daqueles que se utilizaram de suas poupanças.

47. Assim denominados (*captive finance companies*) por se tratar de subsidiárias de um grupo do setor produtivo cuja finalidade é prover crédito aos consumidores para a aquisição dos produtos da corporação.

do braço financeiro da Toyota no total de vendas realizadas pela montadora nos Estados Unidos, segundo seus relatórios anuais, aumentou de 38% em 2003, para 45% em 2009. Isto sinaliza que o segmento de serviços financeiros da corporação também se fortaleceu naquele mercado, acompanhando a expansão das vendas e de *market share*.

Cabe destacar que, com o desenvolvimento dos mercados financeiros e o ambiente de finanças desregulamentadas instaurado a partir da década de 1970, expandiu-se o universo de instituições financeiras não bancárias – incapazes de criar moeda *ex nihilo*, sem a captação de depósitos e sem a regulação, supervisão e acesso aos fundos dos bancos centrais – que contribuíram para alavancar o crédito.⁴⁸ Neste contexto, as companhias de crédito cativo da indústria automobilística ampliaram suas operações em diversos mercados e linhas de atuação.⁴⁹ Consolidaram-se como importante canal de estímulo às vendas do setor, ainda que outras instituições, incluindo bancos comerciais, participassem cada vez mais do financiamento de veículos, uma atividade lucrativa e de baixos riscos. Todavia, enquanto para os bancos comerciais tal prática pudesse significar apenas uma diversificação de suas operações com uma linha adicional de atividades, para as montadoras, a existência destes braços financeiros tornava-se um aspecto central na dinâmica da corporação. Em sua ausência, o funcionamento e o ritmo de crescimento da indústria poderiam ser comprometidos, uma vez que permitiam alinhar as estratégias de produção e de vendas, considerando fatores estruturais e conjunturais relativos à economia, ao setor e à companhia.⁵⁰

TABELA 10

Parcela de veículos da Ford vendidos nos Estados Unidos e na Europa financiados por seu braço financeiro (2000-2009)
(Em %)

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Estados Unidos	Varejo	51	54	41	39	45	37	44	38	39	29
	Atacado	84	84	84	82	84	81	80	78	77	79
Europa	Varejo	32	37	34	31	29	28	27	26	28	28
	Atacado	96	97	97	97	97	96	95	96	98	99

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação.
Elaboração do autor.

48. Sobre a intensificação da concorrência entre essas instituições em distintos países, ver Ferreira *et al.* (1998).

49. Assim como a GMAC, o braço financeiro da Ford recorreu à diversificação, não necessariamente relacionada a veículos. Em 1985, adquiriu a First Nationwide Financial Corporation (uma *savings and loan institution*), que seria vendida em 1994. Em 1987, comprou a U.S. Leasing International Inc. e, em 1989, a Associates Corporation of North America por US\$ 3,35 bilhões, que em 1998 se tornaria independente e em 2000 seria adquirida pelo Citigroup. Consta ainda a compra, em 1994, da Hertz (aluguel de carros), vendida em 2005 (Bordenave, 2000, p.250-251; Mercer, 2009, p.187, p.199-200).

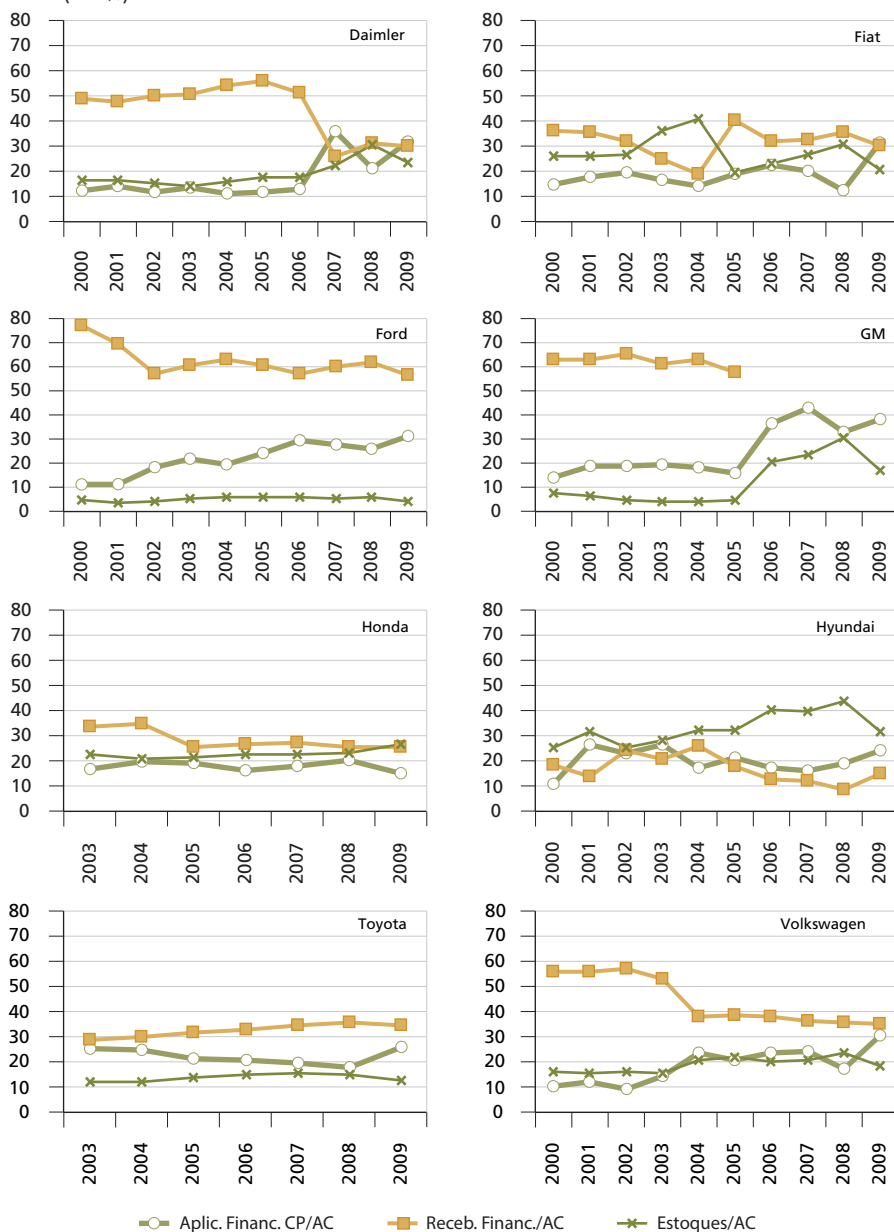
50. Por exemplo, frente a um período de exacerbada preferência pela liquidez dos bancos e abrupta contração do crédito, a atuação destas instituições de crédito cativo poderia atenuar os impactos sobre a indústria. Em situações de menor dinamismo econômico ou de maiores dificuldades financeiras na corporação, poderiam oferecer condições facilitadas de empréstimo para estimular as vendas.

Conforme apontado na seção precedente, o segmento de serviços financeiros adquiriu grande importância nos ativos e no desempenho dos grupos automobilísticos (figuras 2 e 3). Entre suas aplicações de curto prazo, destacava-se a participação dos recebíveis financeiros, referentes em quase sua totalidade ao segmento de serviços financeiros e correspondentes a contratos de empréstimos, *leasing* e operações correlatas, geralmente adquiridos das concessionárias que intermedeiam as operações de venda junto aos consumidores finais. Nas *Big Three* americanas, representavam mais da metade do ativo circulante, seguidos pelas aplicações financeiras (em Ford e GM), indicando a importância da dimensão financeira e de financiamento dentro destas corporações. Nas demais companhias, embora em patamar menor, também tendiam a predominar os recebíveis financeiros, com uma participação média no período em torno de 30% (Toyota, Honda, Fiat e Daimler após 2007), sendo maior na Volkswagen e bem inferior na Hyundai (figura 6). A relevância do financiamento é verificada, ainda, pelo peso importante nas aplicações superiores a um ano que possuíam os recebíveis de longo prazo, no caso das companhias japonesas e da Volkswagen, e os equipamentos sob *leasing*, no caso das *Big Three* americanas, ambos incluindo modalidades de financiamento oferecidas pelos braços financeiros das montadoras.

Deve-se sublinhar que a capacidade de financiamento das vendas por estes braços está atrelada ao desempenho da corporação e, sobretudo, às condições de captação nos mercados de dívida. Foi apontada nas seções sobre produção e investimento a importância da emissão de notas e títulos de curto (incluindo *commercial papers*) e longo prazo para o financiamento das companhias, ainda que para distintas finalidades, cujo dimensionamento é de difícil constatação. Pode-se afirmar que nas corporações cujo peso do segmento de serviços financeiros era maior, esta forma de captação adquiriu mais relevância, notadamente nas americanas. Era comum, por exemplo, o acesso das instituições de crédito cativo nos Estados Unidos aos *money markets*, caracterizados por elevada liquidez, mediante o lançamento de *asset-backed commercial papers* (ABCP), condicionado pelas avaliações das agências de classificação de risco sobre as companhias. Ou seja, a atribuição de um *rating* inferior ao de grau de investimento a uma corporação dificultava a aceitação pelos demandantes de um papel por ela emitido, restringindo ou encarecendo suas fontes de captação. Como o financiamento de veículos envolvia garantias elevadas – em caso de *default*, podia-se exigir a devolução do bem –, as diferenças entre as taxas de captação e aplicação dos recursos, isto é, as margens, tendiam a ser relativamente baixas. Logo, os ganhos destas atividades resultavam do giro elevado, ou seja, do volume negociado. Destas operações e dos retornos com aplicações financeiras diversificadas, as corporações podiam auferir expressivos ganhos não operacionais, que ampliavam o potencial interno de financiamento e que eram observados frequentemente.

FIGURA 6

Composição do ativo circulante: principais contas de grupos automobilísticos selecionados (Em %)



Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Obs.: descontinuidade da série de recebíveis financeiros da GM a partir de 2006, haja vista a venda de seu braço financeiro GMAC em 30 de novembro de 2006, responsável pela totalidade destes ativos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A abordagem realizada neste capítulo procurou discutir o padrão de financiamento das corporações do setor automobilístico sob a óptica da produção, do investimento – incluindo inovação – e da comercialização em um ambiente de menores restrições à circulação de bens e capitais. Para isto, tomou-se como base a estrutura financeira de algumas corporações (Daimler, Fiat, Ford, GM, Honda, Hyundai, Toyota e Volkswagen) durante a década de 2000, o que possibilitou captar semelhanças e diferenças entre elas.

Discutiu-se o processo de reestruturação produtiva promovido na indústria automobilística, especialmente a partir dos anos 1980, alinhado às transformações financeiras no sentido de conferir maior mobilidade ao capital. Destacou-se a maior flexibilidade da produção, permitindo um ajuste mais rápido às condições de demanda, a crescente externalização e a constituição de redes produtivas globais. Ou seja, a intensa participação de fornecedores nas linhas de montagem e a expansão das atividades para diversas regiões do globo de modo integrado no âmbito das estratégias da corporação.

Consequentemente, pôde-se verificar no âmbito do financiamento da produção, para as corporações selecionadas, uma parcela elevada de dívidas de curto prazo com os fornecedores, refletindo sua importância tanto na atividade produtiva em si, como sob a perspectiva de financiamento do capital de giro das montadoras, especialmente ao se fortalecerem as relações com estes parceiros. Embora, na maioria dos casos, fossem também relevantes, em distintos graus, os empréstimos bancários e os títulos emitidos, incluindo *commercial papers*, na dívida vincenda em um ano, não era possível aferir os montantes destinados à produção – que poderia ser ainda financiada por recursos internos – ou ao financiamento do segmento financeiro, isto é, à captação de recursos para concessão de crédito na aquisição de veículos.

A fim de melhor compreender o financiamento do investimento, examinou-se a estrutura financeira das corporações, por meio da qual se constatou a presença marcante das finanças em todas as companhias. Em primeiro lugar, suas estruturas de capital mostraram-se, de modo geral, bastante alavancadas, refletindo um elevado grau de endividamento. Em segundo lugar, observou-se a participação crescente das atividades dos segmentos financeiros nos grupos, em termos de ativos e resultados não operacionais, o que exprime sua importância na dinâmica das corporações, para além do financiamento de veículos. Em terceiro lugar, verificou-se um grau acentuado de fragilização financeira das companhias, sobretudo, em decorrência dos montantes desembolsados com juros e dividendos. Estas constatações apontavam para uma estrutura financeirizada das corporações do setor.

Contudo, esse padrão não se manifestou uniformemente. Diferenciou-se pela intensidade adquirida pelas atividades do segmento financeiro e pela dependência em relação a estas atividades dentro dos grupos, além do grau de fragilidade de suas estruturas financeiras. É de se esperar que, acompanhando a expansão produtiva global da montadora, desenvolvam-se e intensifiquem-se as operações financeiras correlatas, seja de apoio às vendas, seja de suporte à produção e aos investimentos. Esta complementaridade é um requisito para o crescimento da corporação, tal como verificado no caso das companhias asiáticas. Estas configuraram também um padrão bastante alicerçado na capacidade de acumulação interna, originária dos resultados produtivos, e em menor exposição financeira. Não se pode esquecer, todavia, a adoção de estratégias de valorização financeira, como a recompra mais expressiva de ações no caso das empresas japonesas.

Nas corporações americanas, observou-se uma intensificação e dependência excessiva das atividades financeiras, caracterizando um descasamento entre os segmentos produtivo e financeiro, à medida que as finanças, embora continuassem exercendo sua importante função diante da produção, adquiriram uma dinâmica própria, refletida em sua autonomia em relação às atividades produtivas, grande importância no desempenho da corporação e diversificação para áreas não correlatas ao seu *core business*. Tratava-se, ademais, de um padrão de elevada alavancagem e endividamento, de menor rentabilidade e capacidade de solvência e de maior comprometimento das receitas do grupo com despesas financeiras (pagamento de juros e dividendos), denotando nítida fragilidade financeira, superior à de montadoras europeias e asiáticas.

Um terceiro padrão, intermediário entre o americano e o asiático, pôde ser identificado nas montadoras europeias, ainda que fosse endogenamente heterogêneo. As atividades financeiras tenderam a apresentar um peso significativo. Exerceram seu papel complementar e essencial na dinâmica produtiva da corporação, sem, porém, um crescente descolamento deste núcleo, exceto em momentos esporádicos, de maior deterioração das condições financeiras, que não se desdobram em uma estratégia nesta direção.

Essas observações sobre a estrutura financeira dos grupos se refletiram, de certa maneira, nas possibilidades de financiamento do investimento em capital fixo, apesar das limitações dos dados. A capacidade interna de financiamento, via lucros retidos, colocou-se como a opção mais recorrente, principalmente entre as companhias japonesas, que apresentaram maior rentabilidade e menor endividamento no período, além de acumularem um volume de capital suficiente para cobrir todas suas dívidas de longo prazo. Houve indícios de uma combinação com recursos externos para todas as montadoras, mais forte com empréstimos e títulos do que com o lançamento de ações. No caso das corporações americanas, a busca

por recursos externos – que tende a agravar a fragilidade financeira – tornou-se ainda mais necessária dada sua menor rentabilidade. Deve-se enfatizar, entretanto, a existência de elevados volumes de recursos em caixa imputados como custos de depreciação nessas companhias, superiores aos fluxos de investimentos. Mais que uma fonte para financiar a reposição de capital fixo, tal fator poderia simbolizar a destinação destes recursos líquidos para atividades não operacionais, coadunando com as conclusões anteriores de uma lógica financeira dentro das corporações, de modo mais acentuado nas americanas.

Quanto à inovação, observou-se sua grande importância na dinâmica do setor, refletida nos elevados dispêndios realizados pelas empresas em atividades de P&D. Apesar das dificuldades em apurar as fontes de recursos para esta finalidade, pôde-se verificar uma participação de fundos federais nos Estados Unidos relativamente baixa nos gastos totais, indicando um financiamento mais atrelado a recursos internos e/ou outras fontes externas. É importante destacar que existem auxílios financeiros governamentais em diversas frentes de atividades inovadoras em vários países e o papel central do governo na regulamentação do setor, estabelecendo, por exemplo, normas para segurança e emissão de poluentes. Ademais, diante dos custos, riscos e montantes de capital requeridos – geralmente altos nas atividades inovadoras –, é comum o estabelecimento de alianças entre grupos para o desenvolvimento conjunto de tecnologias e componentes, constituindo uma importante modalidade de financiamento.

No atinente à comercialização, destacou-se que o volume de veículos financiados, mediante crédito ao consumidor ou sob a forma de *leasing*, em comparação às aquisições à vista, tende a ser elevado, mas varia em cada país e também ao longo do tempo, sendo expressivo nos Estados Unidos. Ressaltou-se que o financiamento das vendas não se restringe aos braços financeiros das montadoras. Na verdade, estes possuem um importante vínculo com os revendedores de suas marcas, financiando parcela significativa de seus estoques. Sua capacidade de financiamento está atrelada ao desempenho da corporação e, em especial, às condições de captação nos mercados de dívida. Nas vendas no varejo, nota-se maior diversidade de instituições financeiras, com participação de grandes *holdings* bancárias.

Todas essas considerações reiteram, em diversas perspectivas, o papel central do crédito na dinâmica do setor e das corporações. Sua disponibilidade possibilita a manutenção e/ou expansão da produção, dos investimentos, da inovação, das vendas e dos resultados financeiros. Em contrapartida, sua contração, tal como explicitada na recente crise econômica, tende a deprimir as atividades da indústria, impactando negativamente toda a economia.

REFERÊNCIAS

- AFSAEF – AMERICAN FINANCIAL SERVICES ASSOCIATION EDUCATION FOUNDATION; NADA – NATIONAL AUTOMOBILE DEALERS ASSOCIATION. **Understanding vehicle financing**. [s.l.]: AFSAEF; Nada, [s.d.]. Disponível em: <<http://www.afsaef.org/publication.cfm?id=43>>. Acesso em: 14 jan. 2011.
- ALTSHULER, A. *et al.* **The future of the automobile**. Cambridge: MIT Press, 1986. (The report of MIT's International Automobile Program).
- ANDRADE, C. O tempo passou, ficou a pretensão. **Valor econômico**, São Paulo, 3-5 abr. 2009.
- ANFAVEA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS FABRICANTES DE VEÍCULOS AUTOMOTORES. **Anuário da indústria automobilística brasileira 2010**. São Paulo: Anfavea, 2010.
- ARNOLD, E. *et al.* **A survey of state funding for vehicles R&D in selected countries**. Suécia: Vinnova (Agência de Inovação da Suécia), Apr. 2007. (Report to PFF).
- BAER, M.; CINTRA, M. A. M. **Brasil**: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais. Santiago: Cepal, set. 2004.
- BORDENAVE, G. La globalisation au cœur du changement organisationnel: crise et redressement de Ford Motor Company. *In*: FREYSSINET, M. *et al.* (Coord.). **Quel modèle productif?** Trajectoires et modèles industriels des constructeurs automobiles mondiaux. Paris: La Découverte, 2000, p. 227-263.
- BORGHI, R. A. Z. **A reestruturação produtiva e a dinâmica da indústria automobilística**. 2007. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Estadual de Campinas, São Paulo, dez. 2007.
- BORGHI, R. A. Z.; CINTRA, M. A. M. A formação de redes globais e a captura do valor. **Revista princípios**, São Paulo, n. 104, p. 16-20, nov.-dez. 2009.
- BRAGA, R. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.
- CANIS, B.; YACOBUCCI, B. D. **The U.S. motor vehicle industry**: confronting a new dynamic in the global economy. Washington: CRS, Mar. 2010.
- CAR – CENTER FOR AUTOMOTIVE RESEARCH. **Contribution of the automotive industry to the economies of all fifty States and the United States**. Ann Arbor: CAR, Apr. 2010.
- CARDOSO, J. Toyota estima prejuízo maior para ano fiscal. **Valor econômico**, São Paulo, 6 fev. 2009.

CARVALHO, E. G. Inovação tecnológica na indústria automobilística: características e evolução recente. **Revista economia e sociedade**, Campinas, p. 429-461, dez. 2008.

CASOTTI, B. P.; GOLDENSTEIN, M. Panorama do setor automotivo: as mudanças estruturais da indústria e as perspectivas para o Brasil. **BNDES Setorial**, Rio de Janeiro, n. 28, p. 147-188, set. 2008.

CEPAL – COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE. Inversión y estrategias empresariales en la industria automotriz. In: _____. **La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2003**. Santiago, Chile: Cepal, mayo 2004, p. 103-137.

CINTRA, M. A. M. A mania de fusões: o processo de tomada de controle acionário entre as corporações americanas no período 1980-92. In: CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. (Orgs.). **Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado**. São Paulo: FUNDAP/FAPESP, 1998. p. 249-287.

CLETO, P. Grupo canadense paga US\$ 6,3 bilhões por Chrysler Financial. **Valor econômico**, São Paulo, 21 dez. 2010.

CROTTY, J. **The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era**. Massachusetts: University of Massachusetts Amherst; Peri, 2002. (Working Paper, n. 44).

DASH, E.; BAJAJ, V. Fed approves GMAC request to become a bank. **The New York times**, 24 Dec. 2008.

DUNNING, J. H. **The globalization of business: the challenge of the 1990s**. London: Routledge, 1993.

_____. Re-evaluating the benefits of foreign direct investment. **Transnational corporations**, v. 3, n. 1, Feb. 1994.

EUCAR – EUROPEAN COUNCIL FOR AUTOMOTIVE R&D. **The automotive industry: focus on future R&D challenges**. Brussels: Eucar, 2009.

FEDERAL RESERVE. Keys to vehicle leasing. Washington: FED, 2008. Disponível em: <www.federalreserve.gov/pubs/leasing/>.

FERREIRA, C. *et al.* Formato institucional do sistema monetário e financeiro. Um estudo comparado. In: CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. (Orgs.). **Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado**. São Paulo: FUNDAP/ FAPESP, 1998. p. 13-144.

FORBES. **Major alliances in the auto industry**. 26 Mar. 2008. Disponível em: <<http://www.forbes.com/feeds/afx/2008/03/26/afx4818691.html>>. Acesso em: 30 nov. 2010.

FORD. **Relatório financeiro anual da Ford Motor Company, 2003**. United States: SEC, 2003.

FREYSSNET, M.; LUNG, Y. Between globalization and regionalization: what is the future of the automobile industry? **Gerpisa International Network**, Oct. 1999.

FREYSSNET, M. *et al.* (Coord.). **Quel modèle productif?** Trajectoires et modèles industriels des constructeurs automobiles mondiaux. Paris: La Découverte, 2000.

FREYSSNET, M. (Ed.). **The second automobile revolution**: trajectories of the world carmakers in the 21st century. Londres: Palgrave Macmillan; Gerpisa, 2009.

GUEVARA, H. *et al.* **The 2010 EU industrial R&D investment scoreboard**. European Union: IPTS/JRC, 2010.

HOLLANDA FILHO, S. B. Livre comércio *versus* protecionismo: uma antiga controvérsia e suas novas feições. **Estudos econômicos**, São Paulo, v. 28, n. 1, p. 33-75, jan.-mar. 1998.

HOLWEG, M.; LUO, J.; OLIVER, N. **The past, present and future of China's automotive industry**: a value chain perspective. Cambridge: CMI, Aug. 2005.

IHS GLOBAL INSIGHT. Impacts of the financial and economic crisis on the automotive industry. *In*: EUROPEAN PARLIAMENT. **Impact of the financial and economic crisis on European industries**: compilation of briefing papers. Brussels: Policy Department, Economic and Scientific Policy, Mar. 2009.

IRS – INTERNAL REVENUE SERVICE. **How to depreciate property**. Washington: IRS, 2009.

JÜRGENS, U. The final chapter of the 'VW model'? The VW trajectory, 1995-2005. *In*: FREYSSNET, M. (Ed.). **The second automobile revolution**: trajectories of the world carmakers in the 21st century. Londres: Palgrave Macmillan; Gerpisa, 2009. p. 225-245.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Tradução de Mário R. da Cruz e revisão técnica de Cláudio Roberto Contador. São Paulo: Atlas, 1982 [1936].

KÖHLER, H.-D. From the marriage in heaven to the divorce on earth: the DaimlerChrysler trajectory since the merger. *In*: FREYSSNET, M. (Ed.). **The second automobile revolution**: trajectories of the world carmakers in the 21st century. Londres: Palgrave Macmillan; Gerpisa, 2009, p. 309-331.

LEE, H. Y. Strategic alliances and trade dispute in automobile industry: from the perspective of the relationship between government and industries in Japan and Korea. **Far Eastern Studies**, Toyama, v. 4, Mar. 2005.

LEONE, M. Study: bonus depreciation boosts cash flows. **CFO magazine**, Apr. 13, 2009.

MAYNARD, M. On paying for cars with cash. **The New York times**, Detroit, 27 July 2007.

MCALINDEN, S. P.; SMITH, B. C.; SWIECKI, B. **The future of modular automotive systems**: where are the economic efficiencies in the modular-assembly concept? Nov. 1999. (Michigan Automotive Partnership, Research Memorandum n. 1, UMTRI Report n. 2000-24-1).

MERCER, G. Ford, 1993-2007: losing its way? *In*: FREYSSINET, M. (Ed.). **The second automobile revolution**: trajectories of the world carmakers in the 21st century. Londres: Palgrave Macmillan; Gerpisa, 2009, p. 185-205.

MOAVENZADEH, J. **Offshoring automotive engineering**: globalization and footprint strategy in the motor vehicle industry. Massachusetts: IMVP, Dec. 2006.

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento. Uma análise do Brasil pós-Real. **Revista de economia contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 5, edição especial, out. 2000.

NSB – NATIONAL SCIENCE BOARD. **Science and engineering indicators 2010**. Arlington: NSB, Jan. 2010.

OSANG, A. A globalizada general motors: vá para o Leste, rapaz. **Der Spiegel**, 24 jan. 2006a.

_____. Os americanos não respeitam a força de nossos trabalhadores, diz alemão sobre a GM. **Der Spiegel**, 24 jan. 2006b.

_____. GM busca funcionários ‘flexíveis’ na Polônia, onde os salários são bem menores. **Der Spiegel**, 24 jan. 2006c.

PORTER, M. **Competition in global industries**. Boston: Harvard Business School Press, 1986.

SARTI, F. **Internacionalização comercial e produtiva no Mercosul nos anos 90**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, dez. 2001.

_____. **Estudo da competitividade de cadeias integradas no Brasil**: impactos das zonas de livre comércio. Cadeia: automobilística. Campinas: UNICAMP, dez. 2002.

SETER JR., R.; MCMANUS, W. General motors in an age of corporate restructuring. *In*: FREYSSINET, M. (Ed.). **The second automobile revolution**: trajectories of the world carmakers in the 21st century. Londres: Palgrave Macmillan; Gerpisa, 2009. p. 165-184.

SHIMOKAWA, K. Global sourcing, global product strategy in the world auto industry, and Japanese automakers' global strategy. Hosei: Hosei University: June 1996.

STEVENS, M.; FUJIMOTO, T. Nissan: from the brink of bankruptcy. *In*: FREYSSINET, M. (Ed.). **The second automobile revolution**: trajectories of the world carmakers in the 21st century. Londres: Palgrave Macmillan; Gerpisa, 2009. p. 95-111.

STURGEON, T.; FLORIDA, R. **Globalization and jobs in the automotive industry**. Massachusetts: IPC, Nov. 2000. (MIT Working Paper).

TEIXEIRA, A. **O movimento da industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra**. 1983. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1983.

THE ECONOMIST. **Under siege**. Turim; Roma, 17 Oct. 2002.

_____. **GM and Ford in need of a big overhaul**. 20 Oct. 2005a.

_____. **That sinking feeling**. Detroit; Londres, 17 Nov. 2005b.

_____. **Detroit's wounded giant**. 17 Nov. 2005c.

_____. **Saving Fiat**. 1^a Dec. 2005d.

_____. **Shrink to fit**. Detroit; Los Angeles, 5 Jan. 2006.

_____. **Epiphany in Dearborn**. Dearborn, 9 Dec 2010a.

_____. **Into the fast lane**. New York, 29 Dec. 2010b.

TORRES FILHO, E. T. **Os keiretsu e os desafios da internacionalização**. *In*: ENCONTRO BRASILEIRO DE ESTUDOS SOBRE O JAPÃO E O PACÍFICO, 1., São Paulo: FGV, nov. 1991.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **World Investment Report 1993**: TNCs and integrated international production. New York; Geneva: UNCTAD, 1993.

UNITED KINGDOM DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION AND SKILLS (BIS). **The 2010 R&D Scoreboard**. United Kingdom: BIS, Nov. 2010.

VALOR ECONÔMICO. **Venda da Chrysler encerra união histórica**. São Paulo, 15 maio 2007.

VOLPATO, G. Fiat group automobiles: an Arabian phoenix in the international auto industry. *In*: FREYSSINET, M. (Ed.). **The second automobile revolution**: trajectories of the world carmakers in the 21st century. Londres: Palgrave Macmillan; Gerpisa, 2009. p. 287-308.

WERNLE, B. Chrysler offers 0% for 72 months on most models. **Automotive news**, Detroit, 10 Jan. 2011.

WHITE, J. B.; MCCRACKEN, J. Acordo da GM com sindicato marca nova era para montadoras dos Estados Unidos. *The Wall Street Journal*. **Valor econômico**, São Paulo, 27 set. 2007.

WHITE HOUSE. **Economic report of the president**. Washington: GPO, Feb. 2010.

WOMACK, J. P.; ROOS, D.; JONES, D. T. **A máquina que mudou o mundo**. Rio de Janeiro: Campus, 1992.

Páginas eletrônicas das corporações (incluindo braços financeiros):

CHRYSLER. Disponível em: <<http://www.chrysler.com/en/>>; <<https://www.chryslerfinancial.com/home.do>>.

DAIMLER. Disponível em: <<http://www.daimler.com/>>.

FIAT. Disponível em: <<http://www.fiatgroup.com/>>.

FORD. Disponível em: <<http://www.ford.com/>>; <<http://www.fordcredit.com/index.jhtml>>.

GENERAL MOTORS. Disponível em: <<http://www.gm.com/>>.

GMAC/ALLY. Disponível em: <<http://www.gmacfs.com/index.html>>; <<http://www.ally.com/>>.

HONDA. Disponível em: <<http://world.honda.com/>>; <<https://www.hondafinancialservices.com/index.asp>>.

HYUNDAI. Disponível em: <<http://worldwide.hyundai.com/>>; <<https://www.hyundaimotorfinance.com/>>.

NISSAN. Disponível em: <<http://www.nissan-global.com/EN/index.html>>.

PSA PEUGEOT CITROËN. Disponível em: <<http://www.psa-peugeot-citroen.com/en/hp1.php>>.

RENAULT. Disponível em: <<http://www.renault.com/en/Pages/home.aspx>>.

TOYOTA. Disponível em: <<http://www.toyota-global.com/>>.

VOLKSWAGEN. Disponível em: <http://www.volkswagen.com/vwcms/master_public/virtualmaster/en2.html>; <<http://www.vwfsag.de/content/>>.

ANEXOS

ANEXO A

Demonstrações financeiras das corporações

TABELA 1A

Dados do consolidado Daimler¹ – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
(Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	174.419	173.463	142.637	108.026	104.294	126.961	115.102	67.522	68.889	54.786
Custo dos produtos vendidos	-144.799	-145.687	-115.817	-87.036	-84.111	-104.174	-95.424	-51.222	-53.398	-45.514
Lucro bruto	29.620	27.776	26.820	20.990	20.184	22.787	19.678	16.300	15.491	9.272
Despesas operacionais	-19.189	-20.800	-17.444	-14.071	-13.194	-16.092	-14.057	-8.817	-9.577	-7.563
Lucro operacional	10.475	-1.496	6.536	4.502	4.224	4.395	4.189	5.917	1.962	-1.050
Receitas (despesas) financeiras	168	175	2.105	-2.230	-791	184	468	320	47	-545
Lucro antes do IR	4.808	-1.683	5.786	472	2.595	2.914	3.032	6.237	2.008	-1.595
Provisão para IR	-2.147	882	-1.122	-775	-864	-435	-536	-2.939	-784	-240
Lucro líquido	8.479	-751	4.499	355	1.810	2.412	2.450	2.707	1.016	-1.835
Lucro por ação (em US\$)	8,45	-0,75	4,46	0,35	1,78	2,37	2,40	2,60	1,01	-1,83
Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	107.252	117.314	99.192	82.185	77.165	92.577	77.399	42.274	39.800	37.679
Disponibilidades	7.655	12.967	8.706	8.723	5.705	6.536	5.418	10.618	4.967	6.803
Títulos de curto prazo	5.777	3.491	3.140	2.587	2.851	4.184	4.544	4.472	3.390	5.178
Recebíveis comerciais	8.588	7.296	6.005	4.815	5.103	6.438	5.588	4.321	5.029	3.669
Recebíveis financeiros	52.280	56.181	49.669	41.677	41.689	51.794	39.737	11.059	12.491	11.265
Estoques	17.490	19.011	14.916	11.835	12.328	16.224	13.478	9.569	12.075	8.916
Outros	15.463	18.368	16.757	12.548	9.488	7.401	8.633	2.861	1.847	1.848
Ativo realizável a longo prazo e permanente	106.791	118.031	79.435	58.961	56.963	78.341	66.885	49.496	55.206	51.743
Ativos intangíveis	3.344	3.249	4.697	3.670	3.431	4.299	1.859	3.534	4.338	4.688
Plantas e equipamentos	43.120	46.709	34.585	26.063	24.962	31.143	25.832	9.952	11.559	11.082
Ativos financeiros de longo prazo	13.004	14.042	8.860	6.926	5.171	5.388	4.557	21.392	23.860	21.559
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	36.213	40.851	26.931	19.307	19.610	29.023	28.062	13.340	13.417	12.864
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros ²	11.110	13.181	4.363	2.995	3.788	8.489	6.576	1.278	2.032	1.550
Ativo total	214.043	235.346	178.628	141.146	134.128	170.918	144.284	91.770	95.005	89.422

(Continua)

(Continuação)

Passivo³	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	88.386	94.026	70.641	53.175	56.085	72.420	58.200	33.245	37.495	32.999
Empréstimos de curto prazo	6.760	8.150	5.333	4.895	7.528	8.358	8.136	4.980	5.776	4.211
Notas e títulos de curto prazo	8.694	20.113	12.369	7.898	8.165	10.621	7.810	7.474	8.018	5.534
<i>Commercial paper</i>	21.393	8.487	9.053	5.580	5.010	7.717	5.948	76	1.667	122
Contas a pagar	19.699	22.485	18.287	14.438	14.920	18.647	13.749	4.940	4.908	4.381
Dívida com fornecedores	16.388	16.064	11.769	9.171	9.481	12.368	10.415	4.714	4.655	3.903
Outros	15.451	18.726	13.830	11.192	10.981	14.708	12.143	11.061	12.473	14.849
Passivo exigível a longo prazo	79.548	96.589	74.282	60.298	52.751	67.048	59.646	32.555	33.997	34.330
Empréstimos de longo prazo	7.304	9.298	8.072	6.264	4.997	6.452	4.647	3.576	4.721	4.813
Notas e títulos de longo prazo	43.795	54.047	37.081	29.930	24.902	29.585	26.841	17.713	16.480	15.357
Aposentadorias e pensões	10.956	13.219	13.977	9.719	9.275	10.888	14.001	2.617	2.975	2.834
Outros	17.493	20.025	15.152	14.386	13.576	20.121	14.157	8.650	9.821	11.327
Patrimônio líquido	46.110	44.731	33.705	27.673	25.292	31.450	26.437	25.970	23.514	22.093
Capital social	2.802	2.960	2.511	2.085	1.933	2.244	2.030	1.879	1.989	2.114
Reservas de capital	7.826	8.267	7.370	6.267	5.904	6.969	6.521	6.943	7.332	8.235
Lucros retidos	31.644	30.002	28.756	23.029	22.048	26.861	25.352	15.390	13.910	11.220
Outros	3.837	3.501	-4.932	-3.707	-4.594	-4.623	-7.465	1.757	282	524
Passivo total + PL	214.043	235.346	178.628	141.146	134.128	170.918	144.284	91.770	95.005	89.422
Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	17.204	18.091	16.970	13.061	8.120	10.471	10.642	8.891	2.303	7.609
Despesas com depreciação e amortização	14.627	16.199	12.990	9.040	8.268	10.726	10.383	5.441	4.040	2.266
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-35.133	-15.077	-12.345	-12.888	-12.247	-9.513	-11.071	13.951	-6.325	-6.213
Investimentos em capital fixo	-11.162	-10.094	-6.813	-5.237	-4.688	-5.578	-4.509	-2.885	-2.557	-1.682
Fundos originados ou utilizados por financiamento	15.588	1.587	-5.025	1.994	1.871	-1.283	377	-17.121	-2.095	734
Variação nos empréstimos de curto prazo	-3.478	-14.105	2.763	102	1.801	1.193	885	-6.632	1.096	-1.619
Aumento de dívida de longo prazo	31.425	30.162	9.501	13.013	11.022	12.140	15.425	11.001	20.712	17.284
Pagamento de dívida de longo prazo	-9.830	-11.794	-16.322	-9.911	-9.816	-13.450	-14.989	-19.177	-19.488	-15.832
Pagamento de dividendos	-2.555	-2.686	-968	-1.217	-1.136	-1.335	-1.179	-1.073	-1.451	-456
Venda (ou compra) de ações	26	10	0	6	0	170	235	-1.241	-2.963	1.356
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-1.803	4.896	-1.540	1.320	-2.486	202	-407	4.906	-6.265	2.005

Fonte: relatórios financeiros anuais do Daimler Group; DaimlerChrysler (vários anos).

Notas: ¹ Valores em US\$ milhões, convertidos de euro para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual da corporação. Em 31 de dezembro, 2000, € 1,00 = US\$ 0,9310. Em 31 de dezembro, 2001, € 1,00 = US\$ 0,8813. Em 31 de dezembro, 2002, € 1,00 = US\$ 1,0487. Em 31 de dezembro, 2003, € 1,00 = US\$ 1,2630. Em 31 de dezembro, 2004, € 1,00 = US\$ 1,3621. Em 31 de dezembro, 2005, € 1,00 = US\$ 1,1797. Em 31 de dezembro, 2006, € 1,00 = US\$ 1,3170. Em 31 de dezembro, 2007, € 1,00 = US\$ 1,4721. Em 31 de dezembro, 2008, € 1,00 = US\$ 1,3917. Em 31 de dezembro, 2009, € 1,00 = US\$ 1,4406.

² Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.

³ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

TABELA 2A
Dados do consolidado Fiat¹ – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
 (Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	65.782	69.587	55.394	39.864	35.846	39.454	39.356	39.759	42.667	34.779
Custo dos produtos vendidos	-64.864	-69.226	-56.121	-40.268	-35.830	-33.588	-33.324	-33.234	-35.513	-30.030
Lucro bruto	918	361	-727	-404	16	5.866	6.032	6.525	7.155	4.749
Despesas operacionais	-9.339	-9.269	-7.203	-5.295	-4.676	-3.826	-3.566	-3.345	-3.647	-2.982
Lucro operacional	-	-	-	-	-	1.878	1.565	2.141	2.136	249
Receitas (despesas) financeiras	-663	-772	-640	-762	-469	-715	-437	-383	-680	-523
Lucro antes do IR	1.128	-564	-4.593	-1.028	-1.158	1.919	1.246	1.884	1.571	-255
Provisão para IR	507	334	-528	515	-21	715	372	488	335	334
Lucro líquido	713	-505	-3.765	-1.504	-1.164	1.204	874	1.395	1.237	-589
Lucro por ação (em US\$)	-	-	-	-	-	1,06	0,60	1,04	0,93	-0,47
Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	58.724	68.089	54.746	33.842	27.996	33.727	28.037	25.694	26.535	28.982
Disponibilidades	2.145	2.420	3.327	2.542	2.323	5.440	5.874	4.510	2.646	8.487
Títulos de curto prazo	6.491	9.577	7.248	3.095	1.647	882	484	690	695	624
Recebíveis comerciais	7.016	6.501	5.062	2.975	2.884	4.212	3.754	2.978	3.154	2.533
Recebíveis financeiros	21.262	24.127	17.556	8.511	5.250	13.540	8.916	8.334	9.439	8.812
Estoques	15.445	17.599	14.568	12.162	11.465	6.681	6.414	6.786	8.153	6.072
Outros	6.365	7.866	6.986	4.557	4.428	2.973	2.595	2.396	2.448	2.453
Ativo realizável a longo prazo e permanente	44.128	46.229	33.479	15.810	14.029	19.213	16.232	15.157	17.851	17.690
Ativos intangíveis	6.936	7.415	4.959	2.949	2.439	5.038	4.875	4.431	5.064	4.997
Plantas e equipamentos	17.913	15.757	11.544	7.660	7.002	9.329	8.003	7.639	9.059	8.986
Ativos financeiros de longo prazo	17.895	21.524	15.793	4.573	4.056	1.978	1.731	1.504	1.564	1.499
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	1.063	188	269	363	317
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros ²	1.385	1.533	1.183	628	532	1.806	1.435	1.313	1.801	1.891
Ativo total	102.852	114.319	88.224	49.652	42.026	52.941	44.270	40.850	44.386	46.672
Passivo³	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	42.536	45.153	30.358	21.170	20.860	27.071	19.634	19.205	21.316	19.917
Empréstimos de curto prazo	9.001	8.738	4.274	2.135	5.102	2.439	1.207	1.059	2.335	2.451
Notas e títulos de curto prazo	7.507	6.145	2.695	2.394	1.523	2.345	629	394	632	1.166
<i>Commercial paper</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	3.664	4.514	3.436	2.278	1.877	1.840	1.800	1.707	1.621	1.308
Dívida com fornecedores	11.886	13.743	11.496	9.290	8.038	9.983	9.569	10.003	9.526	8.535
Outros	10.478	12.012	8.457	5.074	4.320	10.465	6.428	6.042	7.201	6.456
Passivo exigível a longo prazo	43.980	53.726	49.591	22.549	16.939	17.890	17.015	13.984	15.094	19.039
Empréstimos de longo prazo	5.600	6.706	8.161	5.295	1.333	2.276	1.336	790	2.239	3.376
Notas e títulos de longo prazo	9.959	13.521	11.261	6.791	5.108	4.126	5.150	4.517	4.503	7.012
Aposentadorias e pensões	3.796	3.633	2.927	2.233	1.997	3.322	2.856	2.443	2.419	2.393
Outros	24.624	29.866	27.242	8.230	8.502	8.166	7.674	6.234	5.933	6.259
Patrimônio líquido	16.336	15.440	8.276	5.933	4.227	7.979	7.620	7.662	7.977	7.716
Capital social	2.957	3.124	2.939	3.894	3.611	-	-	-	-	-
Reservas de capital	1.757	1.856	2.219	221	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	8.118	8.266	5.023	2.221	950	-	-	-	-	-
Outros	3.504	2.193	-1.905	-402	-334	-	-	-	-	-
Passivo total + PL	102.852	114.319	88.224	49.652	42.026	52.941	44.270	40.850	44.386	46.672

(Continua)

(Continuação)

Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	5.126	2.763	1.004	-1.542	-263	3.150	3.506	4.014	276	3.194
Despesas com depreciação e amortização	3.278	3.268	2.493	1.797	1.592	2.195	2.254	1.860	2.085	1.855
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-12.242	-3.423	1.999	2.294	2.236	-454	-1.055	-3.125	-4.534	-1.776
Investimentos em capital fixo	-3.476	-3.901	-2.642	-1.592	-1.551	-2.587	-2.877	-2.707	-3.782	-2.350
Fundos originados ou utilizados por financiamento	7.214	815	-1.710	-972	-2.007	-2.431	-1.314	-1.613	2.247	4.360
Varição nos empréstimos de curto prazo	375	-1.294	-5.109	898	523	-2.407	-544	-751	1.154	58
Aumento de dívida de longo prazo	8.923	9.714	11.488	1.575	922	-	2.651	1.096	2.623	5.619
Pagamento de dívida de longo prazo	-4.469	-6.873	-8.956	-4.892	-3.453	-	-3.421	-1.482	-978	-1.307
Pagamento de dividendos	-378	-431	-217	-12	-14	-25	-17	-211	-392	-19
Venda (ou compra) de ações	2.764	-302	1.085	1.458	15	0	17	-265	-160	9
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	98	154	1.293	-220	-35	551	1.005	-747	-2.125	5.930

Fonte: relatórios financeiros anuais da Fiat – Consolidated Financial Statements; Reports on Operations (vários anos).

Notas:¹ Valores em US\$ milhões, convertidos de euro para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual da corporação. Em 31 de dezembro, 2000, € 1,00 = US\$ 0,9310. Em 31 de dezembro, 2001, € 1,00 = US\$ 0,8813. Em 31 de dezembro, 2002, € 1,00 = US\$ 1,0487. Em 31 de dezembro, 2003, € 1,00 = US\$ 1,2630. Em 31 de dezembro, 2004, € 1,00 = US\$ 1,3621. Em 31 de dezembro, 2005, € 1,00 = US\$ 1,1797. Em 31 de dezembro, 2006, € 1,00 = US\$ 1,3170. Em 31 de dezembro, 2007, € 1,00 = US\$ 1,4721. Em 31 de dezembro, 2008, € 1,00 = US\$ 1,3917. Em 31 de dezembro, 2009, € 1,00 = US\$ 1,4406.

² Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.³ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

Obs.: desde 2005, quando houve mudança na metodologia de apresentação dos resultados do grupo, foram somados ao total do ativo circulante os ativos para venda. Não consta também a abertura do patrimônio líquido, de acordo com as rubricas padronizadas para todas as empresas, nem o detalhamento de algumas categorias para anos anteriores.

TABELA 3A

Dados do consolidado Ford – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
 (Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	170.064	162.412	163.420	164.196	171.652	177.089	160.123	172.455	146.277	118.308
Custo dos produtos vendidos	-126.120	-129.159	-125.137	-129.821	-135.856	-144.944	-148.869	-142.587	-127.103	-100.016
Lucro bruto	43.944	33.253	38.283	34.375	35.796	32.145	11.254	29.868	19.174	18.292
Despesas operacionais	-	-	-25.150	-23.902	-23.903	-24.652	-19.180	-21.169	-21.430	-13.258
Lucro operacional	5.226	-7.568	-531	-1.531	-177	-4.209	-17.921	-4.268	-9.293	-2.706
Receitas (despesas) financeiras	-9.414	-10.082	-8.824	-7.690	-7.071	-7.643	-8.783	-10.927	-9.682	-6.828
Lucro antes do IR	8.234	-7.584	953	1.370	4.853	1.996	-15.051	-3.746	-14.404	3.026
Provisão para IR	2.705	-2.151	302	135	937	-512	-2.646	-1.294	63	69
Lucro líquido	3.467	-5.453	-980	495	3.487	2.024	-12.613	-2.723	-14.672	2.717
Lucro por ação (em US\$)	2,34	-3,02	-0,55	0,27	1,91	1,10	-6,72	-1,38	-6,46	0,91
Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	167.928	165.106	169.427	182.510	175.558	174.612	187.785	182.335	150.835	136.301
Disponibilidades	4.851	7.218	12.250	21.770	23.511	31.499	28.894	35.283	22.049	21.441
Títulos de curto prazo	13.933	11.577	18.271	17.539	10.565	11.044	26.728	15.515	17.411	21.387

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Recebíveis comerciais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis financeiros	129.849	114.172	97.030	110.893	110.749	105.975	106.863	109.053	93.484	76.996
Estoques	7.514	6.191	6.980	9.181	10.766	10.271	11.578	10.121	8.618	5.450
Outros	11.781	25.948	34.896	23.127	19.967	15.823	13.722	12.363	9.273	11.027
Ativo realizável a longo prazo e permanente	116.493	111.437	119.930	122.084	117.096	94.864	90.769	96.929	67.493	58.549
Ativos intangíveis	-	-	6.617	7.262	7.271	5.945	6.937	2.069	1.593	209
Plantas e equipamentos	37.508	33.121	37.935	43.598	44.551	40.707	38.505	36.239	28.565	24.778
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	46.593	47.262	40.055	31.859	31.763	27.099	29.834	33.255	25.738	17.270
Participação em coligadas	2.949	2.450	3.569	2.959	2.835	2.579	2.787	2.853	1.592	1.550
Outros ¹	29.443	28.604	31.754	36.406	30.676	18.534	12.706	22.513	10.005	14.742
Ativo total	284.421	276.543	289.357	304.594	292.654	269.476	278.554	279.264	218.328	194.850
Passivo ²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	125.280	104.559	97.802	119.097	128.739	96.095	94.826	87.516	77.086	58.195
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de curto prazo	22.073	29.896	32.423	42.758	43.130	10.521	10.796	14.231	10.244	11.345
<i>Commercial paper</i>	44.596	16.683	9.663	17.295	23.303	22.792	16.880	14.044	11.515	6.369
Contas a pagar	28.812	27.085	25.088	29.591	31.187	30.770	30.582	29.549	34.365	19.701
Dívida com fornecedores	15.075	15.677	14.606	15.289	16.030	16.554	17.069	15.718	10.635	11.210
Outros	14.724	15.218	16.022	14.164	15.089	15.458	19.499	13.974	10.327	9.570
Passivo exigível a longo prazo	139.858	163.526	180.295	173.187	146.993	159.302	186.034	184.699	157.358	143.170
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de longo prazo	99.000	119.726	119.381	118.974	105.786	121.019	144.373	140.255	132.929	115.373
Aposentadorias e pensões	14.093	15.451	16.344	17.136	15.306	17.778	25.372	30.438	16.793	17.204
Outros	26.765	28.349	44.570	37.077	25.901	20.505	16.289	14.006	7.636	10.593
Patrimônio líquido	19.283	8.458	11.260	12.310	16.922	14.079	-2.306	7.049	-16.116	-6.515
Capital social	6.193	6.020	5.439	5.393	5.340	4.891	4.581	7.856	9.100	16.820
Reservas de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	17.884	10.502	8.659	8.421	11.175	12.461	-17	-1.485	-16.145	-13.599
Outros	-4.794	-8.064	-2.838	-1.504	407	-3.273	-6.870	678	-9.071	-9.736
Passivo total + PL	284.421	276.543	289.357	304.594	292.654	269.476	278.554	279.264	218.328	194.850
Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	33.764	22.764	18.633	20.195	24.514	21.674	9.609	17.074	-179	16.042
Despesas com depreciação e amortização	14.849	15.574	15.137	14.263	13.016	13.987	16.453	13.052	12.826	8.018
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-36.151	-17.169	-3.620	-6.325	-14.851	7.457	-24.864	-6.483	-3.143	6.469
Investimentos em capital fixo	-8.348	-7.008	-7.278	-7.749	-6.745	-7.517	-6.848	-6.022	-6.696	-4.561
Fundos originados ou utilizados por financiamento ³	3.771	-2.976	-10.333	-5.132	-9.865	-20.651	15.273	-5.242	-9.104	-22.959
Variação nos empréstimos de curto prazo	-7.182	-18.273	-14.161	1.305	4.937	-8.591	-5.825	919	-5.120	-5.935
Aumento de dívida de longo prazo	39.449	46.217	15.842	23.086	22.223	24.559	58.258	33.113	42.163	45.990

(Continua)

(Continuação)

Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pagamento de dívida de longo prazo	-18.435	-27.257	-16.619	-28.780	-36.021	-36.080	-36.601	-39.431	-46.299	-61.894
Pagamento de dividendos	-2.751	-1.929	-743	-733	-733	-738	-468	-	-	-
Venda (ou compra) de ações	-1.229	-1.385	287	9	-151	325	248	219	756	2.450
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	470	2.367	5.053	9.549	303	7.984	482	6.363	-13.234	-608

Fonte: relatórios financeiros anuais da Ford divulgados pela U.S. Securities and Exchange Commission (SEC, vários anos).

Notas: ¹ Inclui ativos para venda, despesas antecipadas etc.² Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. Aliás, a categoria "notas e títulos" inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que estas rubricas não são discriminadas pela corporação.³ Inclui "outros" no montante total.

Obs.: até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados. No entanto, como algumas contas importantes na análise não eram detalhadas para o consolidado, recorreu-se ao procedimento anterior. Nestes casos, como não necessariamente o total dos dois segmentos correspondia ao consolidado, haja vista ajustes para evitar dupla contagem e/ou outros problemas, realizaram-se acertos, sobretudo, por meio da categoria "outros" do balanço, a fim de manter as identidades contábeis.

TABELA 4A

Dados do consolidado General Motors – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
(Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Receitas	184.632	177.260	186.763	185.524	193.517	192.604	207.349	181.122	148.979	104.589	47.115	57.474
Custo dos produtos vendidos	-145.664	-143.850	-153.344	-152.071	-159.951	-171.033	-164.682	-166.259	-149.311	-112.195	-55.814	-56.381
Lucro bruto	38.968	33.410	33.419	33.453	33.566	21.571	42.667	14.863	-332	-7.606	-8.699	1.093
Despesas operacionais	-22.252	-23.302	-23.624	-21.008	-20.394	-22.734	-25.081	-14.412	-14.253	-12.167	-6.161	-6.006
Lucro operacional	6.078	-172	194	504	-371	-17.174	-7.668	-4.390	-21.284	-21.023	-16.095	-4.928
Receitas (despesas) financeiras	-9.552	-8.590	-7.715	-9.464	-11.980	-15.768	-16.945	-3.076	-2.525	-6.122	-5.428	-694
Lucro antes do IR	7.164	1.518	2.080	2.981	1.192	-16.931	-4.947	-6.253	-29.388	102.493	107.776	-5.283
Provisão para IR	2.393	768	533	731	-911	-5.878	-2.785	37.162	1.766	-2.166	-1.166	-1.000
Lucro líquido	4.452	601	1.736	3.822	2.805	-10.567	-1.978	-38.732	-30.860	105.217	109.003	-3.786
Lucro por ação (em US\$)	6,80	1,78	3,37	7,24	4,97	-18,69	-3,50	-68,45	-53,32	167,90	178,63	-10,73
Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Ativo circulante	146.293	159.225	206.416	283.371	315.932	314.574	66.937	63.333	43.019	59.247		59.247
Disponibilidades	10.284	18.555	21.449	32.554	35.993	30.726	24.123	24.817	14.053	22.679		22.679
Títulos de curto prazo	10.756	11.459	16.825	22.215	21.737	19.726	326	2.354	141	134		134
Recebíveis comerciais	5.835	5.406	5.861	5.380	6.713	7.758	8.216	9.659	7.711	7.518		7.518
Recebíveis financeiros	92.415	99.813	134.647	173.137	199.600	180.793	-	-	-	-		-
Estoques	10.945	10.034	9.967	10.960	12.247	14.354	13.921	14.939	13.042	10.107		10.107
Outros	16.058	13.958	17.667	39.125	39.642	61.217	20.351	11.564	8.072	18.809		18.809
Ativo realizável a longo prazo e permanente	156.807	164.744	164.366	165.136	163.671	161.504	119.255	85.550	48.028	77.048		77.048

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Ativos intangíveis	7.622	13.721	14.611	4.760	4.925	4.339	1.118	1.066	265	45.219		45.219
Plantas e equipamentos	33.977	34.908	37.973	38.211	39.020	40.214	41.934	43.017	39.656	18.687		18.687
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	36.752	34.618	34.811	34.383	34.214	38.187	11.794	6.712	2.221	3		3
Participação em coligadas	3.497	4.950	5.044	6.032	6.776	3.291	1.969	1.919	1.655	7.936		7.936
Outros	74.959	76.547	71.927	81.750	78.736	75.473	62.440	32.836	4.231	5.203		5.203
Ativo total	303.100	323.969	370.782	448.507	479.603	476.078	186.192	148.883	91.047	136.295		136.295
Passivo¹	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Passivo circulante	139.899	123.520	136.096	151.462	168.082	167.092	69.059	70.348	75.126	52.435		52.435
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Notas e títulos de curto prazo	34.798	44.927	54.243	67.441	84.689	83.045	5.689	6.057	16.946	10.221		10.221
<i>Commercial paper</i>	44.153	16.749	13.425	13.182	8.416	528	-	-	-	-		-
Contas a pagar	40.668	41.990	48.259	49.297	50.720	46.396	36.439	34.852	35.944	22.288		22.288
Dívida com fornecedores	18.309	18.297	20.169	21.542	24.257	26.182	26.931	29.439	22.236	18.725		18.725
Outros	1.971	1.557	0	0	0	10.941	0	0	0	1.201		1.201
Passivo exigível a longo prazo	132.180	179.996	227.038	271.470	283.398	293.350	121.384	114.015	101.261	54.905		54.905
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Notas e títulos de longo prazo	65.704	104.638	134.272	191.133	207.174	202.177	42.482	38.282	29.594	5.562		5.562
Aposentadorias e pensões	37.786	45.305	56.984	40.237	32.777	40.204	62.020	58.756	54.097	35.794		35.794
Outros	28.690	30.053	35.782	40.100	43.447	50.969	16.882	16.977	17.570	13.549		13.549
Patrimônio líquido	31.021	20.453	7.648	25.575	28.123	15.636	-4.251	-35.480	-85.340	28.955		28.955
Capital social	1.002	1.020	1.032	937	942	943	943	943	1.017	7.003		7.003
Reservas de capital	21.020	21.519	21.583	15.185	15.241	15.285	15.336	15.319	15.755	24.050		24.050
Lucros retidos	10.119	9.463	10.031	12.752	14.428	2.361	406	-39.392	-32.316	-4.394		-4.394
Outros	-1.120	-11.549	-24.998	-3.299	-2.488	-2.953	-20.936	-12.350	-69.796	2.296		2.296
Passivo total + PL	303.100	323.969	370.782	448.507	479.603	476.078	186.192	148.883	91.047	136.295		136.295
Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	19.750	9.166	17.109	7.600	13.061	-16.856	-11.759	7.731	-12.065	-17.332	-18.303	971
Despesas com depreciação e amortização	13.411	12.908	12.938	13.978	14.152	15.769	10.950	9.513	10.014	11.114	6.873	4.241
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-33.773	-23.171	-41.377	-55.492	-31.768	8.565	19.695	-1.760	-1.764	-19.122	-21.134	2.012
Investimentos em capital fixo	-9.722	-8.631	-7.443	-7.330	-7.753	-8.179	-7.933	-7.542	-7.530	-5.431	-3.517	-1.914

(Continua)

(Continuação)

Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Fundos originados ou utilizados por financiamento ²	13.051	21.872	26.667	58.922	21.475	3.480	-3.767	-5.593	3.843	44.771	44.229	542
Variação nos empréstimos de curto prazo	7.865	-20.044	-404	235	2.192	-10.126	7.033	-5.749	-4.100	-3.273	-2.364	-909
Aumento de dívida de longo prazo	27.693	64.348	53.144	97.391	73.511	78.276	79.566	2.131	9.928	-	-	-
Pagamento de dívida de longo prazo	-22.392	-21.484	-24.889	-38.963	-57.822	-69.566	-92.290	-1.403	-1.702	-	-	-
Pagamento de dividendos	-1.294	-1.201	-1.168	-1.121	-1.129	-1.134	-563	-572	-283	-97	-	-97
Venda (ou compra) de ações	1.179	253	-16	60	0	0	-	-	-	-	-	-
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-972	7.867	2.894	12.234	3.439	-4.896	4.534	694	-10.764	9.017	4.960	4.057

Fonte: relatórios financeiros anuais da General Motors divulgados pela U.S. Securities and Exchange Commission (SEC, vários anos).

Notas:¹ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. A categoria "notas e títulos" inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que essas rubricas não são discriminadas pela corporação.

² Inclui "outros" no montante total.

Obs.: 1. Até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados que, na maioria das vezes, correspondiam aos dois segmentos juntos eliminadas contas entre eles. A partir de 2006, houve mudança na forma de apresentação dos resultados.

2. Venda da GMAC em 30/11/2006, mantendo-se 49% do controle acionário.

3. Reestruturação da corporação em 2009. Dados apresentados nas demonstrações financeiras separados entre a companhia predecessora, P (até 9/7/2009), e sucessora, S (de 10/7/2009 em diante). Optou-se por apresentar os dados da antiga companhia e da nova companhia, bem como a soma das duas quando possível para o ano de 2009, o que apenas se aplica para o demonstrativo de resultados e fluxo de caixa. Para o balanço de 2009, constam apenas dados referentes à empresa sucessora. Dados da predecessora cessam em 2008 (por isso, manteve-se a coluna de 2009, nesse caso, em branco). Cabe destacar que o lucro antes do imposto de renda para a companhia predecessora em 2009 incluía ganhos de reorganização equivalentes a US\$ 128.155 milhões, já sob processo de reestruturação da corporação, o que distorce o resultado final. Neste caso, é recomendável utilizar os resultados da sucessora.

TABELA 5A

Dados do consolidado Honda¹ – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2003-2009)

(Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	66.319	77.232	80.549	84.345	93.919	119.801	101.916
Custo dos produtos vendidos	-45.010	-53.078	-56.227	-59.678	-66.626	-85.270	-75.533
Lucro bruto	21.309	24.154	24.322	24.667	27.294	34.531	26.384
Despesas operacionais	-11.938	-14.227	-14.091	-14.100	-15.403	-19.150	-18.720
Lucro operacional	5.736	5.678	5.875	7.397	7.216	9.513	1.931
Receitas (despesas) financeiras	-40	-8	-9	132	249	335	190
Lucro antes do IR	5.073	6.074	6.116	6.935	6.716	8.941	1.646
Provisão para IR	2.039	2.391	2.483	2.700	2.404	3.867	1.118
Lucro líquido	3.550	4.393	4.527	5.082	5.018	5.989	1.395
Lucro por ação (em US\$)	3,66	4,61	4,85	5,52	2,75	3,30	0,77

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	27.391	34.566	37.329	39.379	44.493	52.216	47.044
Disponibilidades	4.554	6.854	7.203	6.362	8.010	10.489	7.028
Titulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
Receíveis comerciais	3.698	3.533	7.367	8.201	8.941	10.198	8.696
Receíveis financeiros	9.131	11.965	9.508	10.479	12.082	13.382	11.931
Estoques	6.256	7.242	8.030	8.822	10.022	11.970	12.664
Outros	3.752	4.971	5.220	5.517	5.439	6.178	6.725
Ativo realizável a longo prazo e permanente	36.514	44.238	49.429	50.615	57.468	73.700	73.274
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-
Plantas e equipamentos	11.600	13.582	14.752	15.453	17.609	21.971	21.864
Ativos financeiros de longo prazo	1.167	2.298	2.467	2.435	2.157	2.217	1.356
Receíveis de longo prazo	18.553	22.493	24.433	25.389	25.750	27.027	24.435
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	2.848	9.172	13.110
Participação em coligadas	2.269	2.822	3.256	3.482	4.130	5.488	5.149
Outros	2.925	3.043	4.521	3.856	4.974	7.825	7.359
Ativo total	63.904	78.804	86.758	89.995	101.961	125.916	120.319
Passivo²	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	25.977	31.553	34.906	33.961	36.320	46.697	43.137
Empréstimos de curto prazo	1.834	2.446	2.604	2.674	2.635	4.148	6.489
Notas e títulos de curto prazo	2.710	814	794	1.296	1.545	4.359	2.384
<i>Commercial paper</i>	2.760	3.688	3.765	1.934	6.543	8.332	8.503
Contas a pagar	6.468	7.699	8.508	7.918	6.839	7.292	5.728
Dívida com fornecedores	6.911	8.622	9.440	9.633	9.882	10.521	7.191
Outros ³	5.293	8.284	9.794	10.506	8.876	12.044	12.843
Passivo exigível a longo prazo	16.050	20.054	21.223	20.912	26.628	32.448	35.134
Empréstimos de longo prazo	682	875	897	978	1.305	1.786	5.782
Notas e títulos de longo prazo	8.804	12.321	13.625	15.018	14.839	16.546	13.893
Aposentadorias e pensões	4.619	3.971	3.549	1.462	4.443	5.926	6.198
Outros	1.945	2.888	3.152	3.454	6.042	8.189	9.261
Patrimônio líquido	21.878	27.197	30.629	35.122	39.013	46.772	42.048
Capital social	716	814	801	733	729	859	876
Reservas de capital	1.680	1.941	1.930	1.774	1.781	2.119	2.204
Lucros retidos	26.303	33.962	35.472	36.332	39.432	50.903	51.912
Outros	-6.821	-9.521	-7.574	-3.716	-2.928	-7.110	-12.944
Passivo total + PL	63.904	78.804	86.758	89.995	101.961	125.916	120.319
Fluxos de caixa	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	5.725	6.746	6.952	4.908	7.662	11.248	3.906
Despesas com depreciação e amortização	1.838	2.020	2.102	2.232	3.064	4.166	4.498
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-8.931	-9.154	-7.523	-5.727	-9.578	-16.832	-11.538
Investimentos em capital fixo	-2.637	-2.722	-3.482	-3.916	-5.065	-6.670	-6.466
Fundos originados ou utilizados por financiamento ⁴	2.886	4.348	908	204	3.587	6.867	5.404
Variação nos empréstimos de curto prazo	-399	-75	189	-1.064	2.593	6.008	2.757
Aumento de dívida de longo prazo	6.456	8.375	6.560	7.369	8.213	10.598	13.234

(Continua)

(Continuação)

Fluxos de caixa	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pagamento de dívida de longo prazo	-2.430	-2.735	-4.610	-4.838	-5.739	-7.813	-9.055
Pagamento de dividendos	-251	-317	-445	-605	-1.253	-1.619	-1.533
Venda (ou compra) de ações	-472	-902	-784	-656	-226	-307	1
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-516	1.675	457	-223	1.938	1.052	-3.670

Fonte: relatórios financeiros anuais da Honda divulgados pela U.S. Securities and Exchange Commission (SEC, vários anos).

Notas:¹ Dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano. Valores em US\$ milhões, convertidos de iene para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual do grupo. Em 31 de março, 2003, ¥ 120,20 = US\$ 1,00. Em 31 de março 2004, ¥ 105,69 = US\$ 1,00. Em 31 de março, 2005, ¥ 107,39 = US\$ 1,00. Em 31 de março, 2006, ¥ 117,47 = US\$ 1,00. Em 31 de março, 2007, ¥ 118,05 = US\$ 1,00. Em 31 de março, 2008, ¥ 100,19 = US\$ 1,00. Em 31 de março 2009, ¥ 98,23 = US\$ 1,00.

² Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

³ Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

⁴ Inclui "outros" no montante total.

TABELA 6A

Dados do consolidado Hyundai¹ – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
(Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	14.472	30.052	40.089	38.895	50.872	58.076	68.468	74.186	63.409	78.334
Custo dos produtos vendidos	-11.296	-22.100	-29.543	-27.384	-37.765	-45.363	-54.043	-59.121	-49.169	-60.856
Lucro bruto	3.177	7.951	10.547	11.511	13.107	12.712	14.425	15.065	14.240	17.479
Despesas operacionais	-2.134	-5.600	-7.938	-9.261	-10.825	-10.450	-12.493	-12.029	-11.797	-12.665
Lucro operacional	1.043	2.351	2.608	2.249	2.282	2.262	1.933	3.036	2.443	4.813
Receitas (despesas) financeiras	328	432	175	40	-1	-103	-272	-459	-186	-746
Lucro antes do IR	619	1.575	2.285	2.228	2.606	3.347	2.181	2.781	1.190	4.760
Provisão para IR	89	506	703	545	821	563	770	696	326	1.299
Lucro líquido	530	869	1.195	1.482	1.616	2.294	1.355	1.706	869	3.463
Lucro por ação (em US\$)	2,49	3,85	5,26	6,55	7,09	10,56	6,17	6,20	1,99	9,38
Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	3.223	9.078	12.588	16.140	20.646	24.607	26.442	30.046	30.835	31.506
Disponibilidades	205	1.738	2.304	3.977	3.054	4.341	4.012	4.683	4.945	7.417
Títulos de curto prazo	146	653	592	329	451	849	511	152	847	216
Receíveis comerciais	893	1.394	1.832	2.257	2.640	4.272	5.814	6.913	6.094	6.261
Receíveis financeiros	595	1.232	3.008	3.385	5.308	4.343	3.383	3.564	2.679	4.781
Estoques	812	2.856	3.182	4.591	6.649	7.874	10.641	12.007	13.404	10.016
Outros	572	1.205	1.670	1.602	2.544	2.927	2.080	2.726	2.865	2.816
Ativo realizável a longo prazo e permanente	11.040	20.989	25.837	29.153	35.271	40.439	49.622	59.324	51.238	56.131
Ativos intangíveis	1.197	1.622	1.398	1.555	1.736	2.300	2.810	3.195	2.743	3.176
Plantas e equipamentos	6.699	12.748	13.950	14.896	18.971	21.173	25.271	27.318	22.997	24.684
Ativos financeiros de longo prazo	2.197	-	-	3.433	3.836	3.916	3.852	3.760	3.004	3.984
Receíveis de longo prazo	-	75	85	174	130	71	16	6	10	65
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	1.315	1.717	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	947	5.229	8.687	9.096	10.598	12.979	17.673	25.046	22.484	24.221

(Continua)

(Continuação)

Ativo total	14.263	30.067	38.425	45.294	55.917	65.046	76.064	89.371	82.072	87.637
Passivo²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	5.317	13.481	17.354	21.137	25.600	29.656	33.297	39.441	38.249	37.046
Empréstimos de curto prazo	418	5.089	6.270	7.896	10.128	11.073	12.521	17.509	17.199	11.090
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Commercial paper	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	154	1.015	1.013	1.736	2.033	2.837	3.150	3.301	2.861	3.535
Dívida com fornecedores	2.192	2.847	3.912	3.532	6.107	6.256	10.833	10.830	10.344	11.402
Outros ³	2.552	4.531	6.159	7.974	7.333	9.490	6.794	7.801	7.845	11.018
Passivo exigível a longo prazo	2.895	7.926	9.877	10.586	13.906	16.002	20.213	24.654	23.662	25.787
Empréstimos de longo prazo	639	2.322	1.507	1.287	1.585	2.070	4.380	6.059	7.736	9.599
Notas e títulos de longo prazo	1.381	3.906	5.166	4.083	5.776	8.371	9.371	11.914	9.948	10.314
Aposentadorias e pensões	426	567	796	861	963	1.041	1.203	1.066	890	814
Outros	449	1.131	2.408	4.355	5.582	4.520	5.259	5.615	5.088	5.060
Patrimônio Líquido	6.051	8.660	11.195	13.570	16.411	19.388	22.554	25.276	20.161	24.804
Capital social	1.172	1.113	1.230	1.234	1.419	1.464	1.597	1.585	1.184	1.275
Reservas de capital	4.256	4.001	4.404	4.449	4.945	5.520	6.110	6.132	4.644	4.962
Lucros retidos	1.218	1.703	3.064	4.298	6.256	8.701	10.553	11.981	9.417	12.519
Outros	-595	1.842	2.497	3.590	3.791	3.704	4.294	5.578	4.915	6.048
Passivo total + PL	14.263	30.067	38.425	45.294	55.917	65.046	76.064	89.371	82.072	87.637
Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	1.170	647	3.105	1.068	3.845	4.379	3.471	2.653	-658	11.955
Despesas com depreciação e amortização	442	1.095	1.281	1.200	1.554	2.059	2.493	2.227	2.058	2.286
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-1.794	-2.782	-3.292	-556	-5.663	-7.218	-7.894	-11.387	-7.498	-6.137
Investimentos em capital fixo	-1.025	-1.496	-1.405	-2.363	-3.269	-3.842	-4.162	-4.670	-3.950	-3.222
Fundos originados ou utilizados por financiamento ⁴	-45	3.306	548	887	412	3.833	3.693	9.308	9.319	-3.640
Variação nos empréstimos de curto prazo	-930	1.696	571	850	1.097	1.839	-232	5.103	3.565	-7.320
Aumento de dívida de longo prazo	1.106	4.981	4.160	3.545	5.596	6.747	8.461	12.508	12.263	10.906
Pagamento de dívida de longo prazo	-221	-3.105	-3.903	-3.348	-5.741	-4.489	-4.905	-8.340	-6.420	-7.052
Pagamento de dividendos	-111	-126	-230	-331	-274	-399	-411	-373	-321	-237
Venda (ou compra) de ações	342	114	49	198	6	6	-	-	-	-
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-71	1.202	384	1.668	-1.509	1.194	-718	707	1.451	2.091

Fonte: relatórios financeiros anuais da Hyundai – Consolidated Financial Statements (vários anos); Annual Report (2000).

Notas:¹ Valores em US\$ milhões, conforme mostrados nos relatórios financeiros após serem convertidos pela taxa de câmbio won/dólar vigente no final de cada ano. ₩ 1.259,70 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2000; ₩ 1.326,10 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2001; ₩ 1.200,40 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2002; ₩ 1.197,80 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2003; ₩ 1.043,80 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2004; ₩ 1.013,00 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2005; ₩ 929,60 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2006; ₩ 938,20 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2007; ₩ 1.257,50 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2008; ₩ 1.167,60 = US\$ 1,00 em 31 de dezembro, 2009.

² Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

³ Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

⁴ Inclui "outros" no montante total.

TABELA 7A

Dados do consolidado Toyota¹ – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2003-2009)
(Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	128.965	163.637	172.749	179.083	202.864	262.394	208.995
Custo dos produtos vendidos	-102.647	-131.238	-138.469	-144.249	-162.883	-214.795	-187.884
Lucro bruto	28.321	34.403	36.285	36.840	41.988	49.607	23.120
Despesas operacionais	-15.739	-16.627	-18.709	-18.844	-21.017	-24.938	-25.804
Lucro operacional	10.579	15.772	15.571	15.990	18.964	22.661	-4.693
Receitas (despesas) financeiras	-253	-196	-177	-184	-418	-460	-477
Lucro antes do IR	10.205	16.707	16.339	17.769	20.182	24.326	-5.705
Provisão para IR	4.301	6.446	6.126	6.769	7.609	9.098	-575
Lucro líquido	6.247	10.995	10.907	11.681	13.927	17.146	-4.448
Lucro por ação (em US\$)	1,76	3,24	3,31	3,59	4,34	5,40	-1,42
Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	71.732	83.721	87.905	91.387	99.823	120.633	115.025
Disponibilidades	13.245	16.367	13.816	13.360	16.098	16.255	24.883
Titulos de curto prazo	5.037	4.243	5.058	5.405	3.689	5.412	5.043
Recebíveis comerciais	12.278	14.492	15.051	16.861	17.144	20.364	14.179
Recebíveis financeiros	20.841	24.817	28.030	29.772	34.192	42.930	39.615
Estoques	8.534	10.250	12.168	13.799	15.281	18.222	14.857
Outros	11.797	13.552	13.782	12.190	13.419	17.450	16.448
Ativo realizável a longo prazo e permanente	95.930	124.816	138.699	153.200	176.118	203.335	180.832
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-
Plantas e equipamentos	43.294	50.664	53.968	60.157	68.281	77.972	75.350
Ativos financeiros de longo prazo	13.745	21.213	25.181	28.965	32.443	34.227	21.408
Recebíveis de longo prazo	21.379	30.551	37.033	41.119	48.240	59.634	57.575
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	10.646	12.964	14.621	15.565	17.435	20.946	18.593
Outros	6.866	9.424	7.896	7.394	9.719	10.556	7.906
Ativo total	167.662	208.537	226.604	244.587	275.941	323.968	295.857
Passivo²	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	58.685	71.889	76.611	85.373	99.680	119.181	107.801
Empréstimos de curto prazo	6.447	7.631	7.354	8.395	8.944	12.244	11.352
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
<i>Commercial paper</i>	8.991	13.081	14.825	17.425	20.682	23.216	25.477
Contas a pagar	8.848	10.723	12.006	12.465	14.133	16.039	15.684
Dívida com fornecedores	12.741	16.173	17.290	17.763	18.735	22.086	13.229
Outros ³	21.658	24.281	25.136	29.325	37.186	45.596	42.059
Passivo exigível a longo prazo	47.109	55.042	61.066	64.296	70.676	79.763	80.139
Empréstimos de longo prazo	5.628	6.614	8.553	8.723	8.674	10.298	15.755
Notas e títulos de longo prazo	28.794	33.572	38.145	39.293	44.385	49.408	48.395
Aposentadorias e pensões	8.758	6.865	6.025	5.788	5.427	6.311	6.461
Outros	3.929	7.991	8.343	10.492	12.190	13.746	9.528
Patrimônio líquido	61.868	81.606	88.927	94.918	105.585	125.024	107.917

(Continua)

(Continuação)

Passivo²	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Capital social	3.303	3.757	3.697	3.380	3.363	3.963	4.042
Reservas de capital	4.108	4.685	4.616	4.216	4.215	4.966	5.102
Lucros retidos	60.747	78.780	86.900	89.042	99.659	123.850	117.394
Outros	-6.290	-5.616	-6.286	-1.720	-1.652	-7.755	-18.621
Passivo total + PL	167.662	208.537	226.604	244.587	275.941	323.968	295.857
Fluxos de caixa	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	17.347	21.601	22.078	21.414	27.431	29.760	15.035
Despesas com depreciação e amortização	7.243	9.177	9.291	10.311	11.712	14.883	15.221
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-17.857	-21.883	-28.505	-28.735	-32.312	-38.675	-12.524
Investimentos em capital fixo	-8.369	-8.949	-9.948	-12.969	-12.078	-14.778	-13.892
Fundos originados ou utilizados por financiamento ⁴	313	2.292	3.905	7.465	7.469	7.048	7.114
Variação nos empréstimos de curto prazo	252	3.348	1.306	4.340	2.994	4.081	4.138
Aumento de dívida de longo prazo	14.031	15.485	17.354	16.420	24.481	33.434	35.702
Pagamento de dívida de longo prazo	-9.300	-11.856	-10.757	-10.109	-14.628	-23.056	-27.528
Pagamento de dividendos	-922	-1.303	-1.539	-2.082	-2.873	-4.300	-4.479
Venda (ou compra) de ações	-3.782	-3.382	-2.459	-1.104	-2.505	-3.111	-719
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-542	1.304	-2.291	729	2.804	-2.713	8.304

Fonte: relatórios financeiros anuais da Toyota divulgados pela U.S. Securities and Exchange Commission (SEC, vários anos).

Notas: ¹ Dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano. Valores em US\$ milhões, conforme mostrados nos relatórios financeiros após serem convertidos pela taxa de câmbio iene/dólar vigente no final de cada ano: ¥ 120,20 = US\$ 1,00 em 31 de março, 2003; ¥ 105,69 = US\$ 1,00 em 31 de março, 2004; ¥ 107,39 = US\$ 1,00 em 31 de março, 2005; ¥ 117,47 = US\$ 1,00 em 31 de março, 2006; ¥ 118,05 = US\$ 1,00 em 31 de março, 2007; ¥ 100,19 = US\$ 1,00 em 31 de março, 2008; ¥ 98,23 = US\$ 1,00 em 31 de março, 2009.

² Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

³ Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

⁴ Inclui "outros" no montante total.

TABELA 8A

Dados do consolidado Volkswagen¹ – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
(Em US\$ milhões)

Demonstrativo de resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	89.365	100.351	82.910	69.005	65.313	80.756	79.632	73.974	81.776	73.016
Custo dos produtos vendidos	-76.467	-85.669	-70.743	-61.563	-57.588	-69.841	-69.112	-62.905	-69.420	-63.590
Lucro bruto ²	14.201	16.187	13.348	8.440	7.726	10.915	10.520	11.069	12.356	9.426
Despesas operacionais	-9.762	-11.003	-9.264	-8.013	-7.700	-9.569	-8.726	-7.966	-9.552	-9.216
Lucro operacional	4.326	6.148	4.540	1.409	1.189	2.367	1.525	4.178	4.551	1.288
Receitas (despesas) financeiras	-328	-1.150	-739	-199	-382	-907	-164	266	198	-413
Lucro antes do IR	3.998	4.997	3.801	1.211	807	1.460	1.361	4.445	4.748	875
Provisão para IR	1.188	1.681	1.324	325	281	510	123	1.645	1.380	242
Lucro líquido	2.803	3.304	2.464	867	497	949	2.087	2.799	3.415	666
Lucro por ação (em US\$)	6,83	8,68	6,41	2,25	1,28	2,46	5,37	7,09	8,57	1,65

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	62.874	73.456	62.828	58.756	40.666	49.035	46.491	46.543	54.727	53.989
Disponibilidades	2.318	4.857	2.848	5.967	7.504	6.750	7.112	6.869	6.808	14.257
Titulos de curto prazo	4.178	4.092	3.044	2.492	2.153	3.405	3.866	4.494	2.709	2.312
Recebíveis comerciais	5.438	5.827	5.480	4.352	3.933	4.779	3.834	3.866	4.289	3.951
Recebíveis financeiros	34.996	40.901	35.770	31.168	15.497	18.998	17.787	16.924	19.426	19.022
Estoques	10.035	11.272	10.181	9.240	8.399	10.717	9.463	9.531	12.802	9.804
Outros	5.909	6.508	5.505	5.537	3.180	4.385	4.429	4.859	8.694	4.643
Ativo realizável a longo prazo e permanente	36.637	44.899	41.011	35.572	52.552	63.775	57.232	52.198	65.931	69.000
Ativos intangíveis	5.757	7.476	7.377	6.494	5.499	6.500	5.462	4.640	8.832	8.959
Plantas e equipamentos	21.206	24.634	21.781	18.885	17.469	19.398	15.444	13.136	16.613	16.968
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	1.687	1.924	1.517	1.641	2.434	2.601
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	16.711	21.156	20.084	18.696	22.889	23.028
Equipamentos sob <i>leasing</i>	5.142	8.256	8.053	7.051	6.229	8.377	5.988	5.556	7.106	7.141
Participação em coligadas	3.320	3.851	3.239	2.660	3.099	3.559	5.221	5.295	4.579	7.209
Outros	1.213	681	561	481	1.858	2.861	3.516	3.234	3.478	3.094
Ativo total	99.511	118.354	103.839	94.328	93.218	112.809	103.723	98.741	120.657	122.989
Passivo³	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	52.202	59.754	46.534	41.531	35.731	45.189	40.611	38.087	46.563	48.267
Empréstimos de curto prazo	14.476	15.256	11.562	9.543	10.025	13.249	10.917	10.060	14.173	15.416
Notas e títulos de curto prazo	2.840	1.315	3.307	3.749	6.403	6.593	5.689	4.716	5.120	7.509
<i>Commercial paper</i>	10.850	17.482	10.031	9.607	4.778	6.429	6.191	4.703	6.664	5.262
Contas a pagar	6.127	6.983	5.843	5.002	4.627	5.260	4.809	4.812	6.140	5.718
Dívida com fornecedores	7.993	7.996	6.900	6.193	5.458	7.185	6.219	6.181	6.953	7.098
Outros	9.915	10.723	8.890	7.436	4.439	6.473	6.787	7.614	7.515	7.265
Passivo exigível a longo prazo	24.282	31.344	33.761	33.371	39.899	47.576	42.642	38.959	47.229	48.739
Empréstimos de longo prazo	5.280	4.387	3.385	3.273	4.208	5.209	4.743	4.110	6.257	7.877
Notas e títulos de longo prazo	3.733	10.063	15.198	17.262	19.430	21.081	17.074	15.804	17.640	17.802
Aposentadorias e pensões	10.275	10.926	9.498	8.026	8.024	11.870	10.519	8.561	9.309	9.674
Outros	4.995	5.967	5.679	4.810	8.236	9.416	10.304	10.484	14.024	13.387
Patrimônio líquido	23.027	27.256	23.544	19.425	17.588	20.045	20.470	21.696	26.865	25.982
Capital social	1.151	1.232	1.038	862	800	927	762	689	736	712
Reservas de capital	4.618	5.004	4.244	3.524	3.268	3.826	3.752	3.493	3.845	3.718
Lucros retidos	17.205	20.960	18.207	14.956	13.453	15.253	15.913	17.470	20.576	20.061
Outros	53	60	54	82	68	40	42	43	1.708	1.492
Passivo total + PL	99.511	118.354	103.839	94.328	93.218	112.809	103.723	98.741	120.657	122.989
Fluxos de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	9.901	11.377	9.974	6.902	8.438	9.163	10.987	10.639	7.760	8.844
Despesas com depreciação e amortização	4.356	5.291	4.671	4.226	4.147	4.759	4.504	3.692	3.730	3.490

(Continua)

(Continuação)

Fluxo de caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-15.656	-17.217	-15.272	-12.518	-11.070	-9.567	-9.793	-10.352	-13.854	-6.716
Investimentos em capital fixo	-6.590	-7.500	-6.510	-5.326	-4.075	-3.759	-2.831	-3.151	-4.946	-4.139
Fundos originados ou utilizados por financiamento ⁴	5.108	7.915	4.408	9.044	4.381	-1.521	-87	121	5.837	3.843
Variação nos empréstimos de curto prazo	7.906	7.478	-2.447	802	-1.301	2.199	367	-351	7.046	975
Aumento de dívida de longo prazo	3.074	4.895	8.854	11.758	10.071	4.878	6.040	6.464	5.512	10.824
Pagamento de dívida de longo prazo	-1.573	-3.663	-1.524	-3.065	-4.043	-8.311	-6.379	-5.763	-6.086	-7.082
Pagamento de dividendos	-358	-527	-485	-427	-336	-351	-342	-338	-519	-607
Venda (ou compra) de ações	-1.512	-238	31	-2	5	67	258	143	-103	-269
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-925	2.413	-1.238	3.602	1.971	-1.914	1.066	372	-338	6.103

Fonte: relatórios financeiros anuais da Volkswagen (vários anos).

Notas: ¹ Valores em US\$ milhões, convertidos de euro para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual da corporação. Em 31 de dezembro, 2000, € 1,00 = US\$ 0,9302. Em 31 de dezembro, 2001, € 1,00 = US\$ 0,8823. Em 31 de dezembro, 2002, € 1,00 = US\$ 1,0487. Em 31 de dezembro, 2003, € 1,00 = US\$ 1,2630. Em 31 de dezembro, 2004, € 1,00 = US\$ 1,3621. Em 31 de dezembro, 2005, € 1,00 = US\$ 1,1797. Em 31 de dezembro, 2006, € 1,00 = US\$ 1,3170. Em 31 de dezembro, 2007, € 1,00 = US\$ 1,4721. Em 31 de dezembro, 2008, € 1,00 = US\$ 1,3917. Em 31 de dezembro, 2009, € 1,00 = US\$ 1,4406.

² Inclui lucro bruto proveniente do segmento de serviços financeiros, cujos resultados de receitas e custos foram incorporados nos valores precedentes apenas a partir de 2004, quando ocorreu uma mudança na metodologia de apresentação dos dados do grupo.

³ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

⁴ Inclui "outros" no montante total.

ANEXO B

Balanco patrimonial das corporações

TABELA 1B

Dados do consolidado Daimler – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)

(Em %)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	50,1	49,8	55,5	58,2	57,5	54,2	53,6	46,1	41,9	42,1
Disponibilidades	3,6	5,5	4,9	6,2	4,3	3,8	3,8	11,6	5,2	7,6
Títulos de curto prazo	2,7	1,5	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1	4,9	3,6	5,8
Recebíveis comerciais	4,0	3,1	3,4	3,4	3,8	3,8	3,9	4,7	5,3	4,1
Recebíveis financeiros	24,4	23,9	27,8	29,5	31,1	30,3	27,5	12,1	13,1	12,6
Estoques	8,2	8,1	8,4	8,4	9,2	9,5	9,3	10,4	12,7	10,0
Outros	7,2	7,8	9,4	8,9	7,1	4,3	6,0	3,1	1,9	2,1
Ativo realizável a longo prazo e permanente	49,9	50,2	44,5	41,8	42,5	45,8	46,4	53,9	58,1	57,9
Ativos intangíveis	1,6	1,4	2,6	2,6	2,6	2,5	1,3	3,9	4,6	5,2
Plantas e equipamentos	20,1	19,8	19,4	18,5	18,6	18,2	17,9	10,8	12,2	12,4
Ativos financeiros de longo prazo	6,1	6,0	5,0	4,9	3,9	3,2	3,2	23,3	25,1	24,1
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	16,9	17,4	15,1	13,7	14,6	17,0	19,4	14,5	14,1	14,4
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros ¹	5,2	5,6	2,4	2,1	2,8	5,0	4,6	1,4	2,1	1,7
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	41,3	40,0	39,5	37,7	41,8	42,4	40,3	36,2	39,5	36,9
Empréstimos de curto prazo	3,2	3,5	3,0	3,5	5,6	4,9	5,6	5,4	6,1	4,7
Notas e títulos de curto prazo	4,1	8,5	6,9	5,6	6,1	6,2	5,4	8,1	8,4	6,2
<i>Commercial paper</i>	10,0	3,6	5,1	4,0	3,7	4,5	4,1	0,1	1,8	0,1
Contas a pagar	9,2	9,6	10,2	10,2	11,1	10,9	9,5	5,4	5,2	4,9
Dívida com fornecedores	7,7	6,8	6,6	6,5	7,1	7,2	7,2	5,1	4,9	4,4
Outros	7,2	8,0	7,7	7,9	8,2	8,6	8,4	12,1	13,1	16,6
Passivo exigível a longo prazo	37,2	41,0	41,6	42,7	39,3	39,2	41,3	35,5	35,8	38,4
Empréstimos de longo prazo	3,4	4,0	4,5	4,4	3,7	3,8	3,2	3,9	5,0	5,4
Notas e títulos de longo prazo	20,5	23,0	20,8	21,2	18,6	17,3	18,6	19,3	17,3	17,2
Aposentadorias e pensões	5,1	5,6	7,8	6,9	6,9	6,4	9,7	2,9	3,1	3,2
Outros	8,2	8,5	8,5	10,2	10,1	11,8	9,8	9,4	10,3	12,7
Patrimônio líquido	21,5	19,0	18,9	19,6	18,9	18,4	18,3	28,3	24,7	24,7

(Continua)

(Continuação)

Passivo²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Capital social	1,3	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3	1,4	2,0	2,1	2,4
Reservas de capital	3,7	3,5	4,1	4,4	4,4	4,1	4,5	7,6	7,7	9,2
Lucros retidos	14,8	12,7	16,1	16,3	16,4	15,7	17,6	16,8	14,6	12,5
Outros	1,8	1,5	-2,8	-2,6	-3,4	-2,7	-5,2	1,9	0,3	0,6
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Notas:¹ Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.² Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

TABELA 2B

Dados do consolidado Fiat – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
(Em %)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	57,1	59,6	62,1	68,2	66,6	63,7	63,3	62,9	59,8	62,1
Disponibilidades	2,1	2,1	3,8	5,1	5,5	10,3	13,3	11,0	6,0	18,2
Titulos de curto prazo	6,3	8,4	8,2	6,2	3,9	1,7	1,1	1,7	1,6	1,3
Recebíveis comerciais	6,8	5,7	5,7	6,0	6,9	8,0	8,5	7,3	7,1	5,4
Recebíveis financeiros	20,7	21,1	19,9	17,1	12,5	25,6	20,1	20,4	21,3	18,9
Estoques	15,0	15,4	16,5	24,5	27,3	12,6	14,5	16,6	18,4	13,0
Outros	6,2	6,9	7,9	9,2	10,5	5,6	5,9	5,9	5,5	5,3
Ativo realizável a longo prazo e permanente	42,9	40,4	37,9	31,8	33,4	36,3	36,7	37,1	40,2	37,9
Ativos intangíveis	6,7	6,5	5,6	5,9	5,8	9,5	11,0	10,8	11,4	10,7
Plantas e equipamentos	17,4	13,8	13,1	15,4	16,7	17,6	18,1	18,7	20,4	19,3
Ativos financeiros de longo prazo	17,4	18,8	17,9	9,2	9,7	3,7	3,9	3,7	3,5	3,2
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	2,0	0,4	0,7	0,8	0,7
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros ¹	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	3,4	3,2	3,2	4,1	4,1
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	41,4	39,5	34,4	42,6	49,6	51,1	44,4	47,0	48,0	42,7
Empréstimos de curto prazo	8,8	7,6	4,8	4,3	12,1	4,6	2,7	2,6	5,3	5,3
Notas e títulos de curto prazo	7,3	5,4	3,1	4,8	3,6	4,4	1,4	1,0	1,4	2,5
<i>Commercial paper</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	3,6	3,9	3,9	4,6	4,5	3,5	4,1	4,2	3,7	2,8
Dívida com fornecedores	11,6	12,0	13,0	18,7	19,1	18,9	21,6	24,5	21,5	18,3
Outros	10,2	10,5	9,6	10,2	10,3	19,8	14,5	14,8	16,2	13,8
Passivo exigível a longo prazo	42,8	47,0	56,2	45,4	40,3	33,8	38,4	34,2	34,0	40,8
Empréstimos de longo prazo	5,4	5,9	9,2	10,7	3,2	4,3	3,0	1,9	5,0	7,2
Notas e títulos de longo prazo	9,7	11,8	12,8	13,7	12,2	7,8	11,6	11,1	10,1	15,0
Aposentadorias e pensões	3,7	3,2	3,3	4,5	4,8	6,3	6,5	6,0	5,4	5,1
Outros	23,9	26,1	30,9	16,6	20,2	15,4	17,3	15,3	13,4	13,4

(Continua)

(Continuação)

Passivo²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Patrimônio líquido	15,9	13,5	9,4	12,0	10,1	15,1	17,2	18,8	18,0	16,5
Capital social	2,9	2,7	3,3	7,8	8,6	-	-	-	-	-
Reservas de capital	1,7	1,6	2,5	0,4	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	7,9	7,2	5,7	4,5	2,3	-	-	-	-	-
Outros	3,4	1,9	-2,2	-0,8	-0,8	-	-	-	-	-
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Notas:¹ Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.² Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

Obs.: desde 2005, quando houve mudança na metodologia de apresentação dos resultados do grupo, foram somados ao total do ativo circulante os ativos para venda. Não consta também a abertura do patrimônio líquido, de acordo com as rubricas padronizadas para todas as empresas, nem o detalhamento de algumas categorias para anos anteriores.

TABELA 3B

Dados do consolidado Ford – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)

(Em %)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	59,0	59,7	58,6	59,9	60,0	64,8	67,4	65,3	69,1	70,0
Disponibilidades	1,7	2,6	4,2	7,1	8,0	11,7	10,4	12,6	10,1	11,0
Títulos de curto prazo	4,9	4,2	6,3	5,8	3,6	4,1	9,6	5,6	8,0	11,0
Recebíveis comerciais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis financeiros	45,7	41,3	33,5	36,4	37,8	39,3	38,4	39,1	42,8	39,5
Estoques	2,6	2,2	2,4	3,0	3,7	3,8	4,2	3,6	3,9	2,8
Outros	4,1	9,4	12,1	7,6	6,8	5,9	4,9	4,4	4,2	5,7
Ativo realizável a longo prazo e permanente	41,0	40,3	41,4	40,1	40,0	35,2	32,6	34,7	30,9	30,0
Ativos intangíveis	-	-	2,3	2,4	2,5	2,2	2,5	0,7	0,7	0,1
Plantas e equipamentos	13,2	12,0	13,1	14,3	15,2	15,1	13,8	13,0	13,1	12,7
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	16,4	17,1	13,8	10,5	10,9	10,1	10,7	11,9	11,8	8,9
Participação em coligadas	1,0	0,9	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8
Outros ¹	10,4	10,3	11,0	12,0	10,5	6,9	4,6	8,1	4,6	7,6
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	44,0	37,8	33,8	39,1	44,0	35,7	34,0	31,3	35,3	29,9
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de curto prazo	7,8	10,8	11,2	14,0	14,7	3,9	3,9	5,1	4,7	5,8
<i>Commercial paper</i>	15,7	6,0	3,3	5,7	8,0	8,5	6,1	5,0	5,3	3,3
Contas a pagar	10,1	9,8	8,7	9,7	10,7	11,4	11,0	10,6	15,7	10,1
Dívida com fornecedores	5,3	5,7	5,0	5,0	5,5	6,1	6,1	5,6	4,9	5,8
Outros	5,2	5,5	5,5	4,7	5,2	5,7	7,0	5,0	4,7	4,9
Passivo exigível a longo prazo	49,2	59,1	62,3	56,9	50,2	59,1	66,8	66,1	72,1	73,5
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(Continua)

(Continuação)

Passivo²	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Notas e títulos de longo prazo	34,8	43,3	41,3	39,1	36,1	44,9	51,8	50,2	60,9	59,2
Aposentadorias e pensões	5,0	5,6	5,6	5,6	5,2	6,6	9,1	10,9	7,7	8,8
Outros	9,4	10,3	15,4	12,2	8,9	7,6	5,8	5,0	3,5	5,4
Patrimônio líquido	6,8	3,1	3,9	4,0	5,8	5,2	-0,8	2,5	-7,4	-3,3
Capital social	2,2	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8	1,6	2,8	4,2	8,6
Reservas de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	6,3	3,8	3,0	2,8	3,8	4,6	0,0	-0,5	-7,4	-7,0
Outros	-1,7	-2,9	-1,0	-0,5	0,1	-1,2	-2,5	0,2	-4,2	-5,0
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Notas:¹ Inclui ativos para venda, despesas antecipadas etc.² Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. Aliás, a categoria "notas e títulos" inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que essas rubricas não são discriminadas pela corporação.

Obs.: até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados. No entanto, como algumas contas importantes na análise não eram detalhadas para o consolidado, recorreu-se ao procedimento anterior. Nesses casos, como não necessariamente o total dos dois segmentos correspondia ao consolidado, haja vista ajustes para evitar dupla contagem e/ou outros problemas, realizaram-se acertos, sobretudo por meio da categoria "outros" do balanço, a fim de manter as identidades contábeis.

TABELA 4B

Dados do consolidado General Motors – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
(Em %)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Ativo circulante	48,3	49,1	55,7	63,2	65,9	66,1	36,0	42,5	47,2	43,5		43,5
Disponibilidades	3,4	5,7	5,8	7,3	7,5	6,5	13,0	16,7	15,4	16,6		16,6
Títulos de curto prazo	3,5	3,5	4,5	5,0	4,5	4,1	0,2	1,6	0,2	0,1		0,1
Receíveis comerciais	1,9	1,7	1,6	1,2	1,4	1,6	4,4	6,5	8,5	5,5		5,5
Receíveis financeiros	30,5	30,8	36,3	38,6	41,6	38,0	-	-	-	-		-
Estoques	3,6	3,1	2,7	2,4	2,6	3,0	7,5	10,0	14,3	7,4		7,4
Outros	5,3	4,3	4,8	8,7	8,3	12,9	10,9	7,8	8,9	13,8		13,8
Ativo realizável a longo prazo e permanente	51,7	50,9	44,3	36,8	34,1	33,9	64,0	57,5	52,8	56,5		56,5
Ativos intangíveis	2,5	4,2	3,9	1,1	1,0	0,9	0,6	0,7	0,3	33,2		33,2
Plantas e equipamentos	11,2	10,8	10,2	8,5	8,1	8,4	22,5	28,9	43,6	13,7		13,7
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Receíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	12,1	10,7	9,4	7,7	7,1	8,0	6,3	4,5	2,4	0,0		0,0
Participação em coligadas	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	0,7	1,1	1,3	1,8	5,8		5,8
Outros	24,7	23,6	19,4	18,2	16,4	15,9	33,5	22,1	4,6	3,8		3,8
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		100,0

(Continua)

(Continuação)

Passivo¹	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Passivo circulante	46,2	38,1	36,7	33,8	35,0	35,1	37,1	47,3	82,5	38,5		38,5
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Notas e títulos de curto prazo	11,5	13,9	14,6	15,0	17,7	17,4	3,1	4,1	18,6	7,5		7,5
<i>Commercial paper</i>	14,6	5,2	3,6	2,9	1,8	0,1	-	-	-	-		-
Contas a pagar	13,4	13,0	13,0	11,0	10,6	9,7	19,6	23,4	39,5	16,4		16,4
Dívida com fornecedores	6,0	5,6	5,4	4,8	5,1	5,5	14,5	19,8	24,4	13,7		13,7
Outros	0,7	0,5	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,9		0,9
Passivo exigível a longo prazo	43,6	55,6	61,2	60,5	59,1	61,6	65,2	76,6	111,2	40,3		40,3
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Notas e títulos de longo prazo	21,7	32,3	36,2	42,6	43,2	42,5	22,8	25,7	32,5	4,1		4,1
Aposentadorias e pensões	12,5	14,0	15,4	9,0	6,8	8,4	33,3	39,5	59,4	26,3		26,3
Outros	9,5	9,3	9,7	8,9	9,1	10,7	9,1	11,4	19,3	9,9		9,9
Patrimônio líquido	10,2	6,3	2,1	5,7	5,9	3,3	-2,3	-23,8	-93,7	21,2		21,2
Capital social	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,5	0,6	1,1	5,1		5,1
Reservas de capital	6,9	6,6	5,8	3,4	3,2	3,2	8,2	10,3	17,3	17,6		17,6
Lucros retidos	3,3	2,9	2,7	2,8	3,0	0,5	0,2	-26,5	-35,5	-3,2		-3,2
Outros	-0,4	-3,6	-6,7	-0,7	-0,5	-0,6	-11,2	-8,3	-76,7	1,7		1,7
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. Aliás, a categoria "notas e títulos" inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que essas rubricas não são discriminadas pela corporação.

Obs.: 1. Até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados que, na maioria das vezes, correspondiam aos dois segmentos juntos, eliminadas contas entre eles. A partir de 2006, houve mudança na forma de apresentação dos resultados.

2. Venda da GMAC em 30 de novembro de 2006, mantendo-se 49% do controle acionário.

3. Reestruturação da corporação em 2009. Dados apresentados nas demonstrações financeiras separados entre a companhia predecessora, P (até 9/7/2009), e sucessora, S (de 10/7/2009 em diante). Para o balanço de 2009, constam apenas dados referentes à empresa sucessora. Dados da predecessora cessam em 2008 (por isso, manteve-se a coluna de 2009, nesse caso, em branco).

TABELA 5B

Dados do consolidado Honda – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2003-2009)
(Em %)

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	42,9	43,9	43,0	43,8	43,6	41,5	39,1
Disponibilidades	7,1	8,7	8,3	7,1	7,9	8,3	5,8
Títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis comerciais	5,8	4,5	8,5	9,1	8,8	8,1	7,2
Recebíveis financeiros	14,3	15,2	11,0	11,6	11,8	10,6	9,9
Estoques	9,8	9,2	9,3	9,8	9,8	9,5	10,5
Outros	5,9	6,3	6,0	6,1	5,3	4,9	5,6
Ativo realizável a longo prazo e permanente	57,1	56,1	57,0	56,2	56,4	58,5	60,9
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Plantas e equipamentos	18,2	17,2	17,0	17,2	17,3	17,4	18,2
Ativos financeiros de longo prazo	1,8	2,9	2,8	2,7	2,1	1,8	1,1
Recebíveis de longo prazo	29,0	28,5	28,2	28,2	25,3	21,5	20,3
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	3,6	3,6	3,8	3,9	4,1	4,4	4,3
Outros	4,6	3,9	5,2	4,3	4,9	6,2	6,1
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	40,6	40,0	40,2	37,7	35,6	37,1	35,9
Empréstimos de curto prazo	2,9	3,1	3,0	3,0	2,6	3,3	5,4
Notas e títulos de curto prazo	4,2	1,0	0,9	1,4	1,5	3,5	2,0
<i>Commercial paper</i>	4,3	4,7	4,3	2,1	6,4	6,6	7,1
Contas a pagar	10,1	9,8	9,8	8,8	6,7	5,8	4,8
Dívida com fornecedores	10,8	10,9	10,9	10,7	9,7	8,4	6,0
Outros ²	8,3	10,5	11,3	11,7	8,7	9,6	10,7
Passivo exigível a longo prazo	25,1	25,4	24,5	23,2	26,1	25,8	29,2
Empréstimos de longo prazo	1,1	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4	4,8
Notas e títulos de longo prazo	13,8	15,6	15,7	16,7	14,6	13,1	11,5
Aposentadorias e pensões	7,2	5,0	4,1	1,6	4,4	4,7	5,2
Outros	3,0	3,7	3,6	3,8	5,9	6,5	7,7
Patrimônio líquido	34,2	34,5	35,3	39,0	38,3	37,1	34,9
Capital social	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
Reservas de capital	2,6	2,5	2,2	2,0	1,7	1,7	1,8
Lucros retidos	41,2	43,1	40,9	40,4	38,7	40,4	43,1
Outros	-10,7	-12,1	-8,7	-4,1	-2,9	-5,6	-10,8
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Notas:¹ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.² Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

Obs.: dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano.

TABELA 6B

Dados do consolidado Hyundai – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)

(Em %)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	22,6	30,2	32,8	35,6	36,9	37,8	34,8	33,6	37,6	36,0
Disponibilidades	1,4	5,8	6,0	8,8	5,5	6,7	5,3	5,2	6,0	8,5
Títulos de curto prazo	1,0	2,2	1,5	0,7	0,8	1,3	0,7	0,2	1,0	0,2
Recebíveis comerciais	6,3	4,6	4,8	5,0	4,7	6,6	7,6	7,7	7,4	7,1
Recebíveis financeiros	4,2	4,1	7,8	7,5	9,5	6,7	4,4	4,0	3,3	5,5
Estoques	5,7	9,5	8,3	10,1	11,9	12,1	14,0	13,4	16,3	11,4
Outros	4,0	4,0	4,3	3,5	4,5	4,5	2,7	3,1	3,5	3,2

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo realizável a longo prazo e permanente	77,4	69,8	67,2	64,4	63,1	62,2	65,2	66,4	62,4	64,0
Ativos intangíveis	8,4	5,4	3,6	3,4	3,1	3,5	3,7	3,6	3,3	3,6
Plantas e equipamentos	47,0	42,4	36,3	32,9	33,9	32,6	33,2	30,6	28,0	28,2
Ativos financeiros de longo prazo	15,4	-	-	7,6	6,9	6,0	5,1	4,2	3,7	4,5
Recebíveis de longo prazo	-	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	4,4	4,5	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	6,6	17,4	22,6	20,1	19,0	20,0	23,2	28,0	27,4	27,6
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo¹	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	37,3	44,8	45,2	46,7	45,8	45,6	43,8	44,1	46,6	42,3
Empréstimos de curto prazo	2,9	16,9	16,3	17,4	18,1	17,0	16,5	19,6	21,0	12,7
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Commercial paper</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	1,1	3,4	2,6	3,8	3,6	4,4	4,1	3,7	3,5	4,0
Dívida com fornecedores	15,4	9,5	10,2	7,8	10,9	9,6	14,2	12,1	12,6	13,0
Outros ²	17,9	15,1	16,0	17,6	13,1	14,6	8,9	8,7	9,6	12,6
Passivo exigível a longo prazo	20,3	26,4	25,7	23,4	24,9	24,6	26,6	27,6	28,8	29,4
Empréstimos de longo prazo	4,5	7,7	3,9	2,8	2,8	3,2	5,8	6,8	9,4	11,0
Notas e títulos de longo prazo	9,7	13,0	13,4	9,0	10,3	12,9	12,3	13,3	12,1	11,8
Aposentadorias e pensões	3,0	1,9	2,1	1,9	1,7	1,6	1,6	1,2	1,1	0,9
Outros	3,1	3,8	6,3	9,6	10,0	6,9	6,9	6,3	6,2	5,8
Patrimônio líquido	42,4	28,8	29,1	30,0	29,3	29,8	29,7	28,3	24,6	28,3
Capital social	8,2	3,7	3,2	2,7	2,5	2,3	2,1	1,8	1,4	1,5
Reservas de capital	29,8	13,3	11,5	9,8	8,8	8,5	8,0	6,9	5,7	5,7
Lucros retidos	8,5	5,7	8,0	9,5	11,2	13,4	13,9	13,4	11,5	14,3
Outros	-4,2	6,1	6,5	7,9	6,8	5,7	5,6	6,2	6,0	6,9
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Notas:¹ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.² Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

TABELA 7B

Dados do consolidado Toyota – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2003-2009)

(Em %)

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	42,8	40,1	38,8	37,4	36,2	37,2	38,9
Disponibilidades	7,9	7,8	6,1	5,5	5,8	5,0	8,4
Títulos de curto prazo	3,0	2,0	2,2	2,2	1,3	1,7	1,7
Recebíveis comerciais	7,3	6,9	6,6	6,9	6,2	6,3	4,8
Recebíveis financeiros	12,4	11,9	12,4	12,2	12,4	13,3	13,4
Estoques	5,1	4,9	5,4	5,6	5,5	5,6	5,0

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outros	7,0	6,5	6,1	5,0	4,9	5,4	5,6
Ativo realizável a longo prazo e permanente	57,2	59,9	61,2	62,6	63,8	62,8	61,1
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-
Plantas e equipamentos	25,8	24,3	23,8	24,6	24,7	24,1	25,5
Ativos financeiros de longo prazo	8,2	10,2	11,1	11,8	11,8	10,6	7,2
Recebíveis de longo prazo	12,8	14,7	16,3	16,8	17,5	18,4	19,5
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	6,3	6,2	6,5	6,4	6,3	6,5	6,3
Outros	4,1	4,5	3,5	3,0	3,5	3,3	2,7
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	35,0	34,5	33,8	34,9	36,1	36,8	36,4
Empréstimos de curto prazo	3,8	3,7	3,2	3,4	3,2	3,8	3,8
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
<i>Commercial paper</i>	5,4	6,3	6,5	7,1	7,5	7,2	8,6
Contas a pagar	5,3	5,1	5,3	5,1	5,1	5,0	5,3
Dívida com fornecedores	7,6	7,8	7,6	7,3	6,8	6,8	4,5
Outros ²	12,9	11,6	11,1	12,0	13,5	14,1	14,2
Passivo exigível a longo prazo	28,1	26,4	26,9	26,3	25,6	24,6	27,1
Empréstimos de longo prazo	3,4	3,2	3,8	3,6	3,1	3,2	5,3
Notas e títulos de longo prazo	17,2	16,1	16,8	16,1	16,1	15,3	16,4
Aposentadorias e pensões	5,2	3,3	2,7	2,4	2,0	1,9	2,2
Outros	2,3	3,8	3,7	4,3	4,4	4,2	3,2
Patrimônio líquido	36,9	39,1	39,2	38,8	38,3	38,6	36,5
Capital social	2,0	1,8	1,6	1,4	1,2	1,2	1,4
Reservas de capital	2,5	2,2	2,0	1,7	1,5	1,5	1,7
Lucros retidos	36,2	37,8	38,3	36,4	36,1	38,2	39,7
Outros	-3,8	-2,7	-2,8	-0,7	-0,6	-2,4	-6,3
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Notas:¹ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.² Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

Obs.: dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano.

TABELA 8B

Dados do consolidado Volkswagen – segmentos automotivo e de serviços financeiros (2000-2009)
(Em %)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	63,2	62,1	60,5	62,3	43,6	43,5	44,8	47,1	45,4	43,9
Disponibilidades	2,3	4,1	2,7	6,3	8,0	6,0	6,9	7,0	5,6	11,6
Títulos de curto prazo	4,2	3,5	2,9	2,6	2,3	3,0	3,7	4,6	2,2	1,9
Recebíveis comerciais	5,5	4,9	5,3	4,6	4,2	4,2	3,7	3,9	3,6	3,2

(Continua)

(Continuação)

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Recebíveis financeiros	35,2	34,6	34,4	33,0	16,6	16,8	17,1	17,1	16,1	15,5
Estoques	10,1	9,5	9,8	9,8	9,0	9,5	9,1	9,7	10,6	8,0
Outros	5,9	5,5	5,3	5,9	3,4	3,9	4,3	4,9	7,2	3,8
Ativo realizável a longo prazo e permanente	36,8	37,9	39,5	37,7	56,4	56,5	55,2	52,9	54,6	56,1
Ativos intangíveis	5,8	6,3	7,1	6,9	5,9	5,8	5,3	4,7	7,3	7,3
Plantas e equipamentos	21,3	20,8	21,0	20,0	18,7	17,2	14,9	13,3	13,8	13,8
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	1,8	1,7	1,5	1,7	2,0	2,1
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	17,9	18,8	19,4	18,9	19,0	18,7
Equipamentos sob <i>leasing</i>	5,2	7,0	7,8	7,5	6,7	7,4	5,8	5,6	5,9	5,8
Participação em coligadas	3,3	3,3	3,1	2,8	3,3	3,2	5,0	5,4	3,8	5,9
Outros	1,2	0,6	0,5	0,5	2,0	2,5	3,4	3,3	2,9	2,5
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo¹	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	52,5	50,5	44,8	44,0	38,3	40,1	39,2	38,6	38,6	39,2
Empréstimos de curto prazo	14,5	12,9	11,1	10,1	10,8	11,7	10,5	10,2	11,7	12,5
Notas e títulos de curto prazo	2,9	1,1	3,2	4,0	6,9	5,8	5,5	4,8	4,2	6,1
<i>Commercial paper</i>	10,9	14,8	9,7	10,2	5,1	5,7	6,0	4,8	5,5	4,3
Contas a pagar	6,2	5,9	5,6	5,3	5,0	4,7	4,6	4,9	5,1	4,6
Dívida com fornecedores	8,0	6,8	6,6	6,6	5,9	6,4	6,0	6,3	5,8	5,8
Outros	10,0	9,1	8,6	7,9	4,8	5,7	6,5	7,7	6,2	5,9
Passivo exigível a longo prazo	24,4	26,5	32,5	35,4	42,8	42,2	41,1	39,5	39,1	39,6
Empréstimos de longo prazo	5,3	3,7	3,3	3,5	4,5	4,6	4,6	4,2	5,2	6,4
Notas e títulos de longo prazo	3,8	8,5	14,6	18,3	20,8	18,7	16,5	16,0	14,6	14,5
Aposentadorias e pensões	10,3	9,2	9,1	8,5	8,6	10,5	10,1	8,7	7,7	7,9
Outros	5,0	5,0	5,5	5,1	8,8	8,3	9,9	10,6	11,6	10,9
Patrimônio líquido	23,1	23,0	22,7	20,6	18,9	17,8	19,7	22,0	22,3	21,1
Capital social	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Reservas de capital	4,6	4,2	4,1	3,7	3,5	3,4	3,6	3,5	3,2	3,0
Lucros retidos	17,3	17,7	17,5	15,9	14,4	13,5	15,3	17,7	17,1	16,3
Outros	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: anexo A.

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL: AVANÇOS E DESAFIOS*

Maria Cristina Penido de Freitas**

1 INTRODUÇÃO

Os nós do financiamento de longo prazo no Brasil são sobejamente conhecidos. Uma vez que a maior parte da poupança financeira doméstica está aplicada em ativos de curto prazo e/ou indexados à taxa de juros de curtíssimo prazo,¹ os recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os depósitos de poupança resultam insuficientes para atender às necessidades de financiamento de longo prazo (infraestrutura, indústria, pesquisa e inovação, e habitação). O risco elevado dos projetos de investimento de longo prazo afasta os investidores e os bancos privados, que encontram melhor opção nos títulos públicos, ativos com rentabilidade e liquidez elevadas. Em razão da existência de títulos de dívida pública indexados à taxa básica de juros, a grande maioria dos agentes econômicos apresenta um viés de curto prazo em suas decisões de alocação da riqueza financeira, priorizando aplicações com remuneração referenciada à taxa de juros do mercado interbancário (Certificado de Depósito Interfinanceiro – CDI-*over*), o que dificulta o surgimento de um mercado de financiamento voluntário de longo prazo.

Tanto o mercado privado de crédito bancário como o mercado de capitais são fontes exíguas de recursos para o financiamento de projetos de longa maturação e/ou retorno incerto. De um lado, por não terem captação doméstica de longo prazo, os bancos só concedem financiamento de longo prazo como repassadores

* Versão ampliada e atualizada de artigo publicado originalmente no *Boletim de Economia* da Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP), n. 4, em maio de 2011. Na elaboração desta versão foram utilizadas informações disponíveis até o dia 15 de outubro de 2011.

** Conselheiro Sênior na Diretoria Executiva do Brasil junto ao Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

1. Embora ainda seja relativamente baixo quando comparado com outros países, o estoque da poupança financeira voluntária no Brasil, calculado a partir da soma do estoque de ações, títulos de renda fixa, públicos e privados, e de depósitos bancários, era da ordem de R\$ 5.476 bilhões em junho de 2011, correspondendo a cerca de 140% do produto interno bruto – PIB (CEMEC, 2011). Deste total, 44,4% estavam aplicados no mercado acionário, 27,1% estavam aplicados em títulos públicos federais, 24,9% em depósitos e títulos bancários e 3,7% em títulos de renda fixa de empresas não financeiras.

do BNDES² e/ou com *funding* externo. De outro lado, como o mercado doméstico de títulos privados é pouco desenvolvido e sem liquidez – o que significa que o investidor é obrigado a carregar o título até o vencimento –, os bancos e as empresas enfrentam dificuldades para captar recursos mediante emissão de títulos de dívida direta de prazos de vencimentos mais longos, com nível de remuneração compatível ao retorno dos seus negócios.³

No atual contexto institucional, sem o suporte do crédito bancário direcionado ou de endividamento externo, a concretização de projetos de investimento de longo prazo resta impraticável. Isso porque, como mostrou Keynes, financiamento do crescimento econômico pressupõe a existência de um sistema bancário organizado e mercados financeiros profundos e bem integrados, uma vez que a viabilização das decisões empresariais de investimento depende, em um primeiro momento, da criação de crédito por parte de um banco (*finance*) em resposta a uma demanda por liquidez. A utilização desse poder de compra novo dará origem, em um momento posterior, ao crescimento da renda e à criação da riqueza (ou poupança) financeira (*funding*), a qual será utilizada para validar as dívidas vindendas e alongar os prazos dos passivos dos devedores.

A partir do diagnóstico de que os bancos públicos não podem continuar como promotores quase que exclusivos do *funding* de longo prazo da economia brasileira, o governo federal lançou, em 15 de dezembro de 2010, um pacote de estímulo à construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo.⁴ Espera-se que o mercado privado seja capaz de suprir parte dos recursos necessários ao financiamento dos vultosos investimentos identificados como indispensáveis para manter a economia brasileira em trajetória sustentada de crescimento,⁵ constituindo-se, assim, em relevante fonte de *funding* complementar ao crédito bancário direcionado.

2. Atualmente, 90% da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos tem lastro em linhas oriundas de bancos públicos. Deste total, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) responde por 62% (Brasil, 2010). Devido às condições de prazo, custo e garantias mais favoráveis, os empréstimos do BNDES são a fonte de recursos preferida pelas empresas no financiamento de mais longo prazo *vis-à-vis* a demais fontes onerosas, como mostram Almeida *et al.* (2009).

3. Além de pouco expressiva (em torno de 2,5% do PIB), a captação de recursos no mercado primário privado de renda fixa é realizada por meio da emissão de títulos de curto e médio prazos, indexados a juros de curtíssimo prazo.

4. As bases legais do pacote são a Medida Provisória (MP) nº 517 e o Decreto nº 7.412, que foram publicados no Diário Oficial em 31 de dezembro de 2010. Aprovada pelo Congresso, a MP nº 517 foi transformada em lei (Lei nº 12.421), sancionada pela presidenta Dilma em 27 de junho de 2011.

5. O governo estima que para crescer acima de 5% ao ano (a.a.) a economia brasileira precisa de investimentos da ordem de R\$ 1.324 bilhões no período 2011-2013. Mapeamento realizado por pesquisadores do BNDES para o período 2011-2014 indica intenções de investimento, de origens pública e privada, da ordem de R\$ 613 bilhões em oito setores industriais (petróleo e gás, extrativa mineral, siderurgia, química, papel e celulose, veículos, eletroeletrônica e têxtil/confeccões) e de R\$ 380 bilhões nos setores de infraestrutura (energia elétrica, telecomunicações, saneamento e rodovias, ferrovias e portos). Para mais detalhes, ver Puga e Borça (2011a e 2011b).

A expectativa do governo é que as emissões primárias de papéis cheguem a R\$ 60 bilhões ou R\$ 70 bilhões por ano nos próximos três a quatro anos.⁶

O propósito deste capítulo é analisar as iniciativas recentes em prol da constituição de um mercado privado de financiamento de longo prazo. Além desta introdução, está organizado em quatro seções. Na seção 2 resumiram-se os objetivos do pacote de estímulo e suas principais medidas. Nas seções 3 e 4 examinam-se os impactos das medidas no desempenho recente, respectivamente, do mercado de títulos privados de renda fixa e do crédito bancário corporativo. Na seção 5, à guisa de conclusão, discutem-se as perspectivas e os desafios para o desenvolvimento do mercado doméstico privado de financiamento de longo prazo.

2 PACOTE DE ESTÍMULOS AO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

Com o intuito de viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo, as medidas de estímulo adotadas pelo governo federal no fim de 2010 procuraram ampliar a atratividade do mercado primário de títulos privados de longo prazo, em termos de rentabilidade esperada e de segurança nas negociações, e promover o desenvolvimento do mercado secundário para a negociação desses títulos, contribuindo, assim, para aumentar a liquidez dos papéis.⁷ Além de desonerações tributárias, com custo fiscal estimado em R\$ 972 milhões nos dois primeiros anos após sua adoção, foram introduzidas importantes alterações institucionais.

Para incentivar o financiamento de longo prazo no mercado primário privado, foi concedida desoneração do imposto de renda (IR) incidente sobre rendimentos de títulos privados de longo prazo emitidos por empresas não financeiras, vinculados a projetos de investimento, com prazo médio ponderado (*duration*)⁸ de no mínimo quatro anos (prazo total aproximado de seis anos) e adquiridos por inves-

6. Em declaração à imprensa no dia do lançamento do pacote, o presidente do BNDES, Luciano Coutinho, afirmou que o objetivo do governo é “elevar a taxa de investimentos dos atuais 19% para 23% do PIB. Dos investimentos adicionais de até R\$ 650 bilhões, cerca de R\$ 300 bilhões deverão vir do lucro das empresas e os restantes R\$ 350 bilhões terão de ser viabilizados pelo mercado de capitais”.

7. Cabe ressaltar que, para a formatação desse pacote de estímulo, as autoridades governamentais ouviram diversas entidades representativas do setor empresarial privado, bem como entidades representativas do sistema financeiro. Em outubro de 2010, por exemplo, importantes entidades privadas – como Confederação Nacional da Indústria (CNI), Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), Instituto Talento, Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo (Secovi) – encaminharam ao governo um documento com propostas e recomendações para ampliar o financiamento privado ao investimento em bases voluntárias. Ver Frischtak (2010).

8. A *duration* é a média ponderada do tempo que se espera receber os juros mais o principal em uma aplicação financeira de renda fixa. Na Resolução nº 3.947, de 27 de janeiro de 2011, o Conselho Monetário Nacional (CMN) definiu a fórmula de cálculo do prazo médio ponderado dos títulos de renda fixa vinculados aos projetos de investimento de longo prazo.

tidore não residentes.⁹ A Medida Provisória (MP) nº 517/2010 vetou a recompra do papel pelo emissor nos dois primeiros anos após sua emissão, fixou em 180 dias o prazo mínimo de intervalo para pagamento periódico de rendimento (“cupom de remuneração”) e estabeleceu que a emissão dos títulos se dê por meio de oferta pública, em condições estipuladas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A Lei nº 12.431/2011 ratificou as disposições da MP nº 517/2010 relativas às condições necessárias para aplicação do referido benefício fiscal, estendeu sua aplicação aos títulos privados de longo prazo destinados ao financiamento de projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I) – desde que tal alocação seja devidamente comprovada – e estabeleceu em complemento vedação à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento. Também em relação à remuneração dos títulos vinculados a projetos de investimento (inclusive de PD&I), esta referida lei foi além da exigência prevista na MP nº 517/2010 de remuneração por taxa de juros prefixada vinculada a índices de preço ou taxa referencial (TR), adicionando a proibição de ajuste parcial ou total de taxa de juros pós-fixada.

Especificamente para os projetos de investimento em infraestrutura, foi definida a isenção e/ou redução do imposto de renda incidente sobre rendimento das debêntures emitidas por sociedades de propósito específico (SPEs) até 31 de dezembro de 2015, com *duration* de no mínimo quatro anos (prazo total aproximado de seis anos) e que observem todas as condições anteriormente mencionadas. Investidores estrangeiros e pessoas físicas residentes no Brasil foram tornados isentos, enquanto para as pessoas jurídicas residentes no Brasil houve redução da alíquota de 34% para 15%. A Lei nº 12.431/2011 esclareceu que a alíquota de 15% do imposto de renda é aplicável inclusive às instituições financeiras e se dá de forma definitiva/exclusiva na fonte. Já as eventuais perdas com as debêntures não são passíveis de dedução.

Esse benefício fiscal, que de acordo com a MP nº 517/2010 seria concedido apenas às emissões relacionadas a projetos de infraestrutura aprovados pelo governo federal e que obedecessem as condições estipuladas pela CVM, foi estendido pela Lei nº 12.431/2011 às emissões realizadas por SPEs constituídas com a finalidade de implementar projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários pelo Poder Executivo. Esta lei instituiu ainda uma multa de 20% sobre o valor total de emissão das debêntures, no caso de não ocorrer a implementação do respectivo projeto pelos integrantes da SPE.

9. Cabe ressaltar que a desoneração do imposto de renda (IR) sobre rendimentos de títulos privados de longo prazo, emitidos por empresas não financeiras destinados ao financiamento dos projetos de investimento, foi concedida somente aos investidores residentes ou domiciliados no exterior que comprem diretamente esses títulos ou adquiram quotas de fundos de investimento exclusivos para investidores não residentes que possuam no mínimo 98% de seu patrimônio líquido aplicado em tais títulos.

Ainda com intuito de incentivar o financiamento de projetos de investimentos em infraestrutura, a MP nº 517/2010 estabeleceu alíquota zero do imposto de renda incidente tanto sobre os rendimentos como sobre o ganho de capital auferido por pessoas físicas na alienação de quotas de Fundo de Investimento em Participação em Infraestrutura (FIP-IE), dentro ou fora de bolsa de valores. Para pessoas jurídicas, os ganhos de capital auferidos na alienação das referidas quotas, dentro ou fora de bolsa, permanecem sujeitos à alíquota de 15% de imposto de renda.

Finalmente, a Lei nº 12.431/2011 retificou as condições previstas para o FIP-IE e instituiu o chamado Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I), sujeito à regulamentação específica editada pelo Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT). Esta lei estabelece que o FIP-IE e o FIP-PD&I deverão aplicar no mínimo 85% do valor do patrimônio líquido do fundo em ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou não em ações ou outros títulos de emissão das SPEs constituídas para realização de investimento em novos projetos de infraestrutura e de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Para estimular a emissão de títulos de dívida pelas empresas não financeiras, foram propostas modificações na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976). Entre as mudanças, a mais importante foi, sem dúvida, a revogação do Artigo 60, que definia o limite de emissão de títulos de renda fixa, o qual passará a ser determinado pela assembleia de acionistas, e não mais pelo capital social da empresa.¹⁰ Além disso, foi atribuída ao conselho de administração das empresas de capital aberto maior flexibilidade nas decisões relativas à emissão de valores mobiliários, inclusive debêntures conversíveis em ações.

O pacote contemplou igualmente a ampliação do *funding* de longo prazo para as instituições financeiras, com a regulamentação da oferta pública das letras financeiras (LFs), títulos de longo prazo emitidos pelos bancos que até então só podiam ser vendidos de forma privada,¹¹ o que reduzia substancialmente o universo

10. O Artigo 60 da Lei das Sociedades Anônimas estabelecia que o valor total das emissões não ultrapassasse o capital social e que o limite poderia ser excedido até alcançar 80% dos bens gravados, no caso das debêntures com garantia real, e 70% do valor contábil do ativo diminuído das dívidas garantidas por direitos reais, no caso das debêntures flutuantes. Cabe ressaltar que as alterações propostas nesta lei entraram em vigor com a transformação da MP nº 517/2010 na Lei nº 12.431/2011.

11. As ofertas privadas de valores mobiliários (*private placement*) destinam-se exclusivamente aos acionistas da empresa emitente ou aos investidores institucionais qualificados, quais sejam: instituições financeiras e fundos de investimento. Como esse tipo de emissão não exige registro junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é vedada a oferta dos títulos a investidores pessoas físicas.

de investidores.¹² Por meio da Instrução nº 488, de 16 de dezembro de 2010, a CVM definiu as exigências para registro, prospecto, *road-show*, *bookbuilding*, limite anual de emissão etc.

Por sua vez, naquela mesma data, o Conselho Monetário Nacional (CMN) concedeu ao BNDES autorização para emitir letras financeiras (Resolução nº 3.933/2010), fixando como limite para esse lançamento o montante equivalente ao patrimônio de referência da instituição, ou seja, o total de capital em ações e lucros retidos (denominado capital de nível 1). Desse modo, o banco poderá emitir até R\$ 40 bilhões em novos títulos de dívida como forma de ampliar a captação de recursos para concessão de empréstimos ao setor produtivo, reduzindo a necessidade de empréstimos da União para suplementar sua capacidade de fomento.

Para estimular a securitização do crédito imobiliário, ou seja, a venda de títulos vinculados a contratos imobiliários no mercado, alterou-se a regra estipulada para o direcionamento dos depósitos de poupança. Por meio da Resolução nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010, o CMN autorizou as instituições financeiras integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) a computar os créditos securitizados no cálculo dos 65% dos recursos captados em depósito de poupança, porcentagem mínima a ser obrigatoriamente direcionada para o financiamento imobiliário. A nova regulamentação permite que o banco, ao vender o crédito imobiliário, não tenha de retirar, de uma só vez, o valor do cálculo do direcionamento. A retirada será gradual, com redução de um trinta e seis avos por mês. Com essa nova regra de enquadramento, as instituições financeiras do SBPE poderão levantar recursos para a concessão de novos créditos por meio da securitização dos créditos imobiliários em carteira sem descumprir a exigibilidade dos depósitos de poupança, incentivando igualmente a emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRIs).

Outra importante medida de natureza institucional foi a criação de um fundo de liquidez para os títulos privados. Esse fundo atuará como *market maker* mediante colocação diária de propostas de compra e venda de modo a dar liquidez ao mercado secundário. O fundo será criado a partir de direcionamento de três pontos percentuais (p.p.) dos compulsórios sobre os depósitos a prazo, o que garantirá um aporte de cerca de R\$ 2,2 bilhões. Ademais, esse fundo poderá receber aportes de outros agentes, tais como o BNDES.

12. Criadas em dezembro de 2009 pela MP nº 472, as letras financeiras (LFs) foram regulamentadas pelo CMN, que definiu as condições para a emissão pelos bancos, Caixa Econômica Federal (CEF), financeiras e sociedades de crédito imobiliário desses títulos de renda fixa. De acordo com a Resolução nº 3.836, de 25 de fevereiro de 2010, as LFs podem ser emitidas com valor nominal unitário mínimo de R\$ 300 mil e prazo mínimo de 24 meses, sem possibilidade de resgate antes do vencimento. No que se refere à remuneração, esses títulos podem ser emitidos com taxa de juros prefixada, combinada ou não com taxas flutuantes ou índice de preços. Porém, é vedada a emissão com cláusula de variação cambial. As emissões de letras financeiras tiveram início em abril de 2010. No fim daquele mês, o estoque registrado na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) era de R\$ 2,2 bilhões. Desse total de letras emitidas, 97% era remunerada pela taxa DI enquanto os restantes 3% eram pós-fixadas em Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA (Anbima, 2010).

Para atrair investidores e estimular o mercado secundário de títulos privados de renda fixa, o governo alterou a tributação do mercado de capitais (Decreto nº 7.412, de 30 de dezembro de 2010). Além de eliminar a cobrança de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) nas operações de compra e venda de títulos privados com prazo de até trinta dias,¹³ o decreto modificou a tributação sobre rendimentos periódicos (“cupom de remuneração”) pagos aos investidores, estabelecendo que a negociação de títulos fora da data de pagamento do cupom não gerará tributação adicional.

Igualmente, foi concedida, a partir de janeiro de 2011, desoneração do IOF incidente sobre a entrada de recursos estrangeiros em fundos de *private equity*, tais como os fundos de investimento em participação (FIPs) e Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEEs). A alíquota sobre essas operações de câmbio foi reduzida de 6% para 2%.

Um conjunto de iniciativas do BNDES também integrou o pacote de medidas de estímulo ao financiamento privado de longo prazo. Além da revisão de suas políticas operacionais, com redução de 10% em sua participação máxima no financiamento de projetos de investimentos de longo prazo,¹⁴ o banco procurou reforçar seu papel no estímulo ao financiamento privado voluntário de longo prazo no mercado de capitais.

Para influenciar positivamente o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa por meio de sua ação como investidor, o BNDES aperfeiçoou as condições para aquisição de debêntures em ofertas públicas e lançou um novo programa com essa finalidade, cujos recursos serão da ordem de R\$ 10 bilhões. Nesse novo programa – que veta remuneração do título expressa em porcentagem do CDI, além de exigir transparência na precificação e na distribuição e presença de formadores de mercado –, o banco só adquirirá títulos com vencimento mínimo de dois anos, sendo proibido o resgate antecipado para títulos com prazo inferior a seis anos. Além desses requisitos obrigatórios, o BNDES definiu outros critérios adicionais, como o esforço na distribuição de varejo e a utilização dos recursos pelo emissor para investimento em ativos fixos ou reestruturação societária (Coutinho, 2011).

13. Por um provável erro de redação, o Decreto nº 7.424, de 30 de dezembro de 2010, conferiu isenção de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), no resgate e/ou revenda em até trinta dias, de todos os títulos privados de renda fixa, inclusive os certificados de depósito bancário (CDBs), que embora tenham liquidez diária são depósito a prazo. Contudo, quatro meses depois, por meio do Decreto nº 7.487, de 23 de maio de 2011, o governo explicitou que a desoneração do IOF incide sobre aplicações de curto prazo (até trinta dias) em debêntures, letras financeiras e certificados de recebíveis imobiliários (CRIs). Para as aplicações em certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCAs), letras do crédito do agronegócio (LCAs) e certificados de recebíveis do agronegócio (CRAs), a alíquota do IOF era e permanecerá zero. Já o resgate e a revenda de CDB e de outros títulos privados de renda fixa com menos de trinta dias estão sujeitos à incidência regressiva da alíquota de 1%.

14. No âmbito do Programa BNDES de Sustentação do Investimento (BNDES PSI), lançado em 2009 e cuja vigência foi prorrogada em 2011 para até o fim de 2012, o apoio a bens de capital para médias, pequenas e microempresas (MPMEs), que era de 100% do investimento, agora será limitado a 90%. Para grandes empresas, o limite passou de 80% para 70%. Esta redução foi aplicada igualmente aos subprogramas de inovação e exportação.

Com o intuito de contribuir para o desenvolvimento e a padronização do mercado primário de debêntures, o banco continuará utilizando características e mecanismos inovadores nas ofertas públicas de debêntures pela BNDES Participações S. A. (BNDESPAR).¹⁵ Em 2010, por exemplo, para incentivar alternativas de indexadores mais adequados ao financiamento do longo prazo, em substituição ao *DI-over*, o banco efetuou emissão de debêntures simples com séries em taxas prefixadas, referenciadas ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e indexadas a uma taxa flutuante trimestral. Além do esforço de pulverização junto a investidores do varejo, as ofertas públicas de debêntures do BNDESPAR contaram com formadores de mercado, que oferecem cotações diárias de compra e venda em ambiente eletrônico, de modo a ampliar a liquidez dos papéis.¹⁶

Com o objetivo de ampliar a liquidez do mercado secundário de títulos privados de longo prazo, o BNDES decidiu atuar diretamente nesse mercado via plataforma eletrônica. A mesa de renda fixa do banco passou a realizar ofertas em leilão eletrônico com solicitação de cotação aberta a todos os participantes do mercado. Ao mesmo tempo, o banco intensificou as operações de negociação das debêntures adquiridas no âmbito do programa de aquisição no mercado secundário.¹⁷

Para contribuir para a atuação das instituições financeiras como *market maker*, o banco estuda alugar parte de sua expressiva carteira de debêntures. Desse modo, os formadores de mercado não precisarão manter entesourado um volume grande desses papéis para poder oferecê-los no mercado secundário.

3 IMPACTOS DAS MEDIDAS NO MERCADO DE TÍTULOS PRIVADOS DE RENDA FIXA¹⁸

O anúncio do lançamento do pacote de estímulo ao financiamento voluntário de longo prazo, em meados de dezembro, criou expectativas otimistas em relação ao desempenho do mercado de capitais em 2011, em particular no segmento de renda fixa. Na avaliação dos analistas do setor privado, as medidas favoreceriam tanto o aumento das emissões – em razão das perspectivas positivas das empresas, decorrentes do mercado interno aquecido, do aumento do poder de consumo das classes C e D e dos investimentos previstos para a realização da Copa do Mundo e das Olimpíadas e para a exploração de petróleo da camada pré-sal – como

15. Organizada sob a forma de sociedade por ações, a BNDES Participações S. A. (BNDESPAR) é a subsidiária do BNDES que se ocupa da gestão das participações societárias do BNDES em empresas privadas, da administração da carteira de valores mobiliários e da oferta e distribuição de títulos de dívida direta.

16. Em 2010, o banco captou R\$ 2 bilhões por meio da oferta pública de três séries de debêntures simples do BNDESPAR.

17. Segundo Coutinho (2011), até o primeiro trimestre de 2011, já foram realizados 33 negócios com volume financeiro de R\$ 217,5 milhões.

18. Ultrapassa os propósitos deste texto a caracterização dos instrumentos utilizados no mercado de títulos privados de renda fixa, bem como de sua evolução institucional e desempenho. Para os interessados em aprofundar o conhecimento sobre o tema, sugere-se a leitura de, entre outros, Leal e Silva (2008), Freitas (2009a) e Paula *et al.* (2009).

a demanda dos investidores estrangeiros, atraídos pela maior rentabilidade dos papéis, resultante da desoneração tributária em um momento de taxas de juros extremamente baixas e liquidez abundante no mercado financeiro internacional.

Dados divulgados pela Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima), órgão de autorregulação do mercado de capitais, sugerem que algumas das medidas de estímulo ao financiamento de longo prazo já começaram a ter efeito no segmento de renda fixa do mercado de capital. No período compreendido entre dezembro de 2010 e setembro de 2011, houve considerável crescimento na emissão de letras financeiras pelas instituições bancárias, bem como a ampliação na oferta de títulos de cessão de crédito, como certificado de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário (LCIs), e, em menor grau, de debêntures (tabela 1). Entretanto, o estoque total de títulos privados registrou alta nominal de apenas 3% nesse período.

TABELA 1
Estoque de títulos privados de renda fixa
(Em R\$ bilhões correntes)

Tipo de título	Dezembro/2009	Dezembro/2010	Setembro/2011	Variação set./2011-dez./2010 (%)
Títulos bancários ¹	848	908	875	-4
CDB	830	854	732	-14
Letras financeiras	0	31	114	268
DPGE	14	19	25	31
Títulos corporativos ²	297	349	391	12
Debêntures	283	338	382	13
Títulos de cessão de crédito ³	84	122	157	29
CRI	11	19	25	30
LCI	16	29	43	47
Total privado	1.230	1.379	1.423	3
Para comparação				
Títulos públicos federais	1.388	1.640	1.763	8
Estoque total de renda fixa	2.618	3.019	3.186	6

Fonte: Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais – Anbima (2010, 2011a, 2011d e 2011e).
Elaboração da autora.

Notas: ¹ Certificado de depósito bancário (CDB), depósito bancário com garantia especial (DPGE), recibo de depósito bancário (RDB), letra de câmbio e letra financeira.

² Debêntures e notas promissórias de empresas não financeiras.

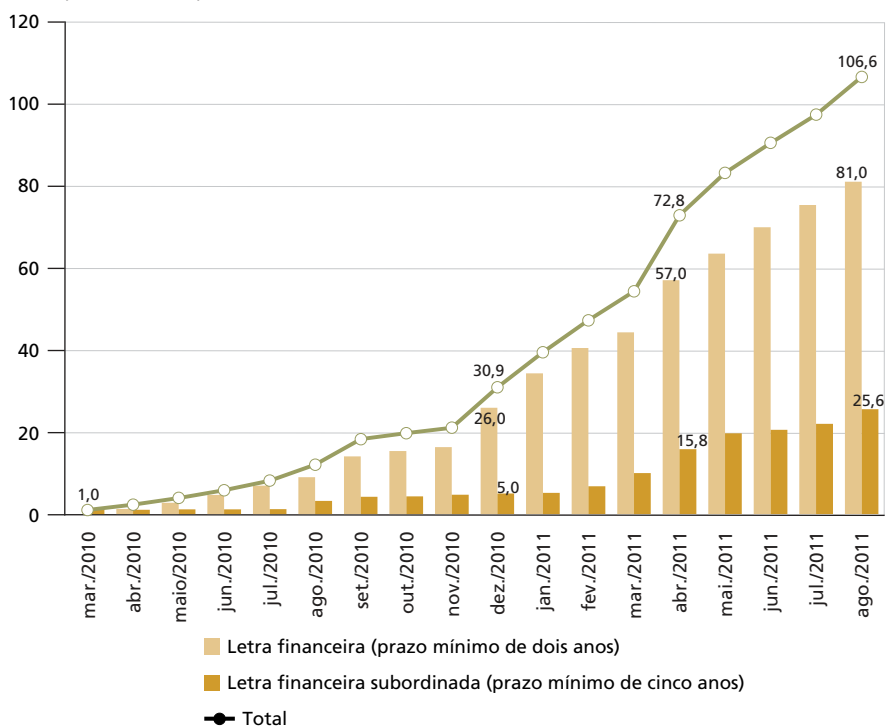
³ Títulos de cessão de crédito ou securitização do segmento agrícola (certificados de direitos creditórios do agronegócio – CDCA, certificado de recebíveis do agronegócio – CRA e letra de crédito do agronegócio – LCA), do segmento comercial (cédula de crédito bancário – CCB e certificado de cédula de crédito bancário – CCCB), do segmento exportador (cédula de crédito à exportação – CCE, *export notes* e nota de crédito à exportação – NCE) e do segmento imobiliário (cédula de crédito imobiliário – CCI, certificados de recebíveis imobiliário – CRIs, letra hipotecária – LH e letra de crédito imobiliário – LCI).

A regulamentação da oferta pública de distribuição pela CVM, em 16 de dezembro,¹⁹ fez crescer a emissão de letras financeiras de forma expressiva em 2011. O crescimento foi ainda mais forte na modalidade *subordinada* (emitida com prazo mínimo de cinco anos), cujo estoque subiu de R\$ 5 bilhões no fim de dezembro de 2010 para R\$ 25,6 bilhões no fim de agosto do corrente ano, o que corresponde a uma variação da ordem de 409% (gráfico 1). Já a emissão de letra financeira simples, título que tem prazo mínimo de vencimento de 24 meses, cresceu 212%, com estoque atingindo R\$ 81 bilhões em fins de agosto de 2011, contra R\$ 26 bilhões no fim de dezembro de 2010.

GRÁFICO 1

Evolução do estoque de letras financeiras (2010-2011)

(Em R\$ bilhões)



Fonte: Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). Estatísticas: séries históricas.
Elaboração da autora.

Para esse aumento da emissão das letras financeiras contribuiu igualmente a decisão do Banco Central do Brasil (BCB) de elevar, no fim de 2010,

19. A CVM também autorizou que ofertas públicas de letras financeiras sejam feitas automaticamente, desde que os emissores tenham registrado previamente junto à CVM um Programa de Distribuição Contínua (PDC). Este programa permite que sejam realizadas diversas distribuições públicas de um mesmo tipo de letra financeira, possibilitando aos emissores aumentar o volume de títulos emitidos, dependendo das condições de mercado.

de 8% para 12% o adicional do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo (Circular nº 3.514/2010) e de recompor os níveis dos recolhimentos compulsórios sobre depósito a prazo²⁰ (Circular nº 3.513/2010). Como as letras financeiras não estão sujeitas ao compulsório que incide sobre os depósitos,²¹ os bancos, em particular os de maior porte, passaram a priorizar esse tipo de instrumento de captação.²² Esses foram os casos do Bradesco²³ e do Daycoval²⁴ (banco de médio porte de atuação destacada no segmento de crédito a pequenas e médias empresas), entre outros (FUNDAP, 2011).

Embora relevante, especialmente em função do pequeno período decorrido desde a sua criação, o estoque de LF ainda é bastante pequeno se comparado ao CDB, principal instrumento de captação bancária no mercado de títulos de renda fixa (tabela 1). Todavia, como esses títulos contribuem para o melhor gerenciamento de ativo e passivo das instituições financeiras, sua importância deverá aumentar progressivamente, contribuindo para o alongamento do crédito bancário no país. Tal alongamento torna-se ainda mais provável quando se considera que o prazo médio do estoque de LF era de 32,2 meses em junho de 2011, acima, portanto, do mínimo de 24 meses, sem possibilidade de resgate antecipado tal como ocorre com a maioria dos CDBs, que possuem liquidez diária (BCB, 2011a).

Em relação ao CDB, observou-se, em setembro de 2011, redução significativa do estoque (-14%) na comparação com dezembro de 2010. Além do efeito da já mencionada elevação do compulsório, essa queda pode ser reflexo de dois outros movimentos distintos. Por um lado, o menor interesse dos bancos em ampliar a captação no mercado doméstico ante a liquidez internacional abundante (situação que se manteve até agosto de 2011) e das taxas internacionais de juros extremamente baixas. Além da possibilidade de ganho com arbitragem, o *funding* externo tem permitido às instituições bancárias escapar das restrições da

20. Esses haviam sido gradualmente flexibilizados entre o último trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009 para minimizar os efeitos da crise financeira internacional na liquidez do sistema bancário brasileiro. Sobre as medidas de mitigação dos impactos da crise internacional no mercado de crédito, ver Freitas (2009b).

21. A título de ilustração, os bancos com melhor nota de crédito geralmente pagam entre 106% e 107% da taxa de depósito interfinanceiro na emissão de letras financeiras com vencimento entre dois e três anos. Já os bancos com piores classificações de risco de crédito chegam a pagar até 115% do CDI.

22. De acordo com o BCB (2011a), a elevação do compulsório sobre os depósitos não acarretou aumento da atratividade das letras financeiras para as instituições de pequeno porte, dado que registram saldo de captações de depósitos inferior ao limite mínimo para o recolhimento compulsório.

23. Já o Bradesco, que em 2010 captou R\$ 7,8 bilhões por meio da emissão de letras financeiras de colocação privada junto a investidores institucionais, anunciou em agosto um programa de emissão contínua de oferta pública até treze diferentes tipos de papéis, com prazos de vencimento de três, cinco e sete anos. O valor de cada oferta poderá variar entre R\$ 500 milhões e R\$ 2,5 milhões (Silva Junior, 2011; Mandl, 2011). De acordo com informação da imprensa, a intenção do Bradesco é aplicar os recursos captados via emissão de LF em 2011, prioritariamente nas carteiras de pessoa jurídica (expansão projetada entre 16% e 20%), com destaque para as pequenas e médias empresas (Cotias, 2011).

24. O banco Daycoval anunciou, em julho, um programa de distribuição contínua, até R\$ 1 bilhão em letras financeiras com prazo de 26 meses, cuja primeira emissão de R\$ 200,1 milhões ocorreu no mês de setembro. Instituições financeiras não bancárias também realizaram emissões de LF em 2011, como a CI Brasil, financeira do grupo de montadoras Renault-Nissan, que captou R\$ 300 milhões em agosto (Pinheiro e Mandl, 2011).

regulamentação macroprudencial adotadas recentemente pelo Banco Central.²⁵ Por outro lado, a queda do estoque de CDB pode representar a troca de posição dos investidores, em um contexto de maior aversão ao risco em relação às obrigações de bancos de menor porte – na esteira do caso do banco PanAmericano –, estimulada pela desoneração do IOF no resgate e/ou revenda em até trinta dias de títulos privados de renda fixa.²⁶

Os títulos de cessão de crédito ou securitização também estão se constituindo em fontes importantes de captação de recursos para as instituições financeiras. Além dos fundos de investimento em direitos creditórios (FDICs) relacionados a modalidades de empréstimos para pessoas físicas (por exemplo, consignado e aquisição de veículos), os bancos têm lançado, igualmente, fundos lastreados em suas carteiras de crédito corporativo e/ou títulos de renda fixa emitidos pelas empresas não financeiras.²⁷

Impulsionada pelo forte crescimento do financiamento habitacional, a oferta pública de distribuição de títulos de securitização específicos do segmento imobiliário tem crescido igualmente de forma expressiva. Este é o caso, por exemplo, dos CRIs. Até o fim de agosto de 2011, foram captados R\$ 7,1 bilhões por meio desse instrumento de securitização, o que representa um aumento de 50% na comparação com igual período do ano anterior. Este volume de recursos supera em 129% o total captado em todo o ano de 2009 (tabela 2).

TABELA 2

Volume captado no mercado privado de títulos de renda fixa
(Em R\$ milhões)

Meses	Debêntures ¹	Notas promissórias	CRI	Quotas de FIDCs	Outros ²
Dezembro/2009	7.732	2.983	189	50	168
Janeiro/2010	1.665	510	253	0	82
Fevereiro/2010	315	370	178	0	54
Março/2010	5.718	4.015	576	325	12
Abril/2010	8.095	943	236	0	10
Mai/2010	1.704	1.780	597	394	60
Junho/2010	3.430	1.246	854	103	3.756
Julho/2010	4.370	895	75	225	407
Agosto/2010	3.899	1.070	2.021	0	1.414

(Continua)

25. Sobre as medidas macroprudenciais no mercado de crédito, ver FUNDAP (2011).

26. Como já mencionado, por meio do Decreto nº 7.487, de 23 de maio de 2011, o governo reintroduziu a cobrança regressiva da alíquota de 1% de IOF no resgate e na revenda de CDB com menos de trinta dias.

27. Esse é o caso, por exemplo, do fundo denominado Crédito Corporativo do Brasil lançado pelo Santander em conjunto com o banco de investimento Crédit Suisse em setembro de 2009. Este fundo tem como colateral diversos instrumentos de dívida registrados no Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP).

(Continuação)

Meses	Debêntures ¹	Notas promissórias	CRI	Quotas de FIDCs	Outros ²
Setembro/2010	2.933	3.849	497	0	288
Outubro/2010	6.925	219	1.156	0	1.005
Novembro/2010	2.741	465	320	2	436
Dezembro/2010	10.169	3.876	854	700	828
Janeiro/2011	2.290	1.002	1.096	0	182
Fevereiro/2011	1.762	2.304	2.664	41	250
Março/2011	4.289	2.350	758	4	11.264
Abril/2011	2.982	990	262	3.699	205
Maior/2011	3.738	807	798	146	860
Junho/2011	20.433	729	561	184	1.585
Julho/2011	6.103	1.657	246	72	30
Agosto/2011	3.289	2.068	804	117	561
Acumulado					
2009	27.234	22.143	3.135	142	945
2010	51.964	19.238	7.619	1.750	8.351
2011 (jan.-ago.)	44.886	11.907	7.190	4.264	14.937

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2011).

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Inclui as captações de empresas de *leasings*.² Quotas de fundos de investimento de participação (FIPs/ FIC-FIP), quotas de fundos de investimento imobiliário (FIIs).

Do total de recursos captados via CRI, FDIC e demais títulos de cessão de crédito em 2011, cerca de 90% foi obtido mediante ofertas na modalidade de esforços restritos de distribuição, regulamentada pela Instrução CVM nº 476, de 15 de janeiro de 2009.²⁸ Para esta modalidade de emissão de títulos de renda fixa, não há exigência de elaboração de prospecto para emissão nem de registro da distribuição junto à CVM.

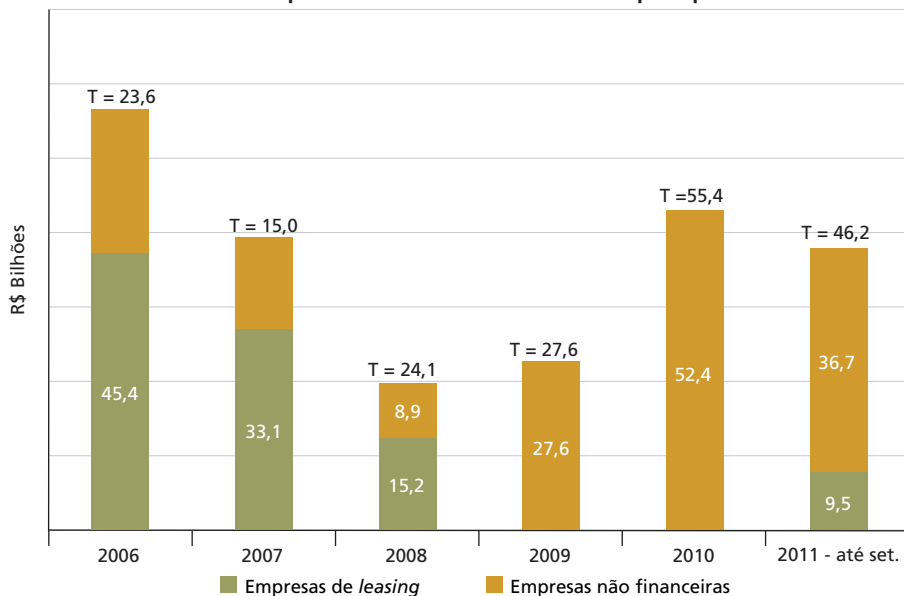
Principal alvo da adoção das medidas de estímulo fiscal para as ofertas de títulos relacionadas a projetos de investimento de longo prazo, o mercado de debêntures ainda não havia registrado, até setembro de 2011, nenhuma oferta em conformidade com os requisitos previstos para aplicação do benefício fiscal. Com incremento de 13% no estoque em comparação com dezembro de 2010 (tabela 1), o volume acumulado de recursos captados por meio da emissão de debêntures no corrente ano só superou o de 2010 a partir do mês de junho (tabela 2).

28. De acordo com a Instrução CVM nº 476/2009, são considerados objeto de oferta restrita, as emissões distribuídas a, no máximo, vinte investidores qualificados (instituições financeiras, fundos mútuos de investimento, entidades de previdência privada, fundos de pensão e seguradoras).

Naquele mês ocorreu o recorde de 29 emissões de debêntures em ofertas de esforços restritos,²⁹ resultando na captação de um total de R\$ 19 bilhões. Desse total, metade foi captada pela Bradesco Leasing, cuja oferta de esforço restrito marcou o retorno de empresas de *leasing*³⁰ ao mercado de debêntures (gráfico 2), do qual haviam se retirado gradativamente em 2008.³¹

GRÁFICO 2

Volume de recursos captados via emissão de debêntures por tipo de emissor



Fonte: Anbima – tabelas de registros.

Elaboração da autora.

29. Ao viabilizar a redução dos custos e tempo envolvidos na preparação da emissão de títulos de renda fixa para oferta pública direcionada aos investidores qualificados, a Instrução CVM nº 476/2009 facilitou o acesso de empresas menores ao mercado de capitais. Impulso adicional a essa modalidade de emissão de títulos de renda fixa foi dado pelo Conselho Monetário Nacional, no fim de setembro de 2009, que alterou as regras das aplicações dos fundos de pensão. Pela Resolução CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2010, as entidades de previdência fechada foram autorizadas a participar de ofertas públicas de distribuição restrita, não registradas na CVM.

30. As sociedades de arrendamento mercantil, também conhecidas como empresas de *leasing*, são as únicas intermediárias financeiras autorizadas a emitir debêntures. Desde 1996, por decisão do Conselho Monetário Nacional (Resolução CMN nº 2.309), essas empresas são supervisionadas pelo Banco Central do Brasil (BCB).

31. Em 31 janeiro de 2008, por meio da Circular nº 3.375, o BCB instituiu um compulsório de 25% sobre os depósitos interfinanceiros das empresas de *leasing*, com intuito de frear a concessão de crédito bancário, principalmente para pessoas físicas (que vinha crescendo em uma taxa superior a 20% a.a.) e, assim, desestimular a demanda interna e evitar pressões inflacionárias. Tal imposição se fez necessário porque, desde 2005, os bancos vinham utilizando suas empresas de *leasing* para captar recursos via emissão de debêntures. Por meio desse expediente, escapavam do recolhimento de depósitos compulsórios e contribuições para o Fundo Garantidor de Crédito (FGC) que incidem sobre os recursos captados via certificado de depósito bancário (CDB). O cronograma de recolhimento da exigibilidade em títulos federais previa alíquotas progressivas sobre os saldos dos depósitos iniciando em 5%, em maio de 2008, e alcançando 25% em janeiro de 2009. Contudo, com impacto da crise financeira internacional na economia brasileira, a vigência do recolhimento foi postergada.

As debêntures são o principal título de renda fixa emitido pelo setor corporativo não financeiro no mercado doméstico de capitais (tabela 1). São também o instrumento de captação com prazo mais longo à disposição das empresas organizadas como sociedades por ações (S.A.), abertas ou fechadas. Enquanto as notas promissórias são emitidas com prazo de até 180 dias (mínimo de trinta dias), as debêntures simples ou não conversíveis têm prazo mínimo de um ano e as conversíveis em ações, de três anos. De acordo com a Anbima, o prazo médio das debêntures emitidas até setembro de 2011 ficou em 5,1 anos (tabela 3).

Na distribuição das debêntures por faixa de prazo médio de emissão, observa-se que, em 2011, 58% se concentrou na faixa de quatro a seis anos, padrão semelhante ao verificado tanto nos anos anteriores ao impacto da crise financeira internacional como em 2010. Frente a esse último ano, nota-se aumento da porcentagem de debêntures com prazo nas faixas de quatro a seis anos e de sete e nove anos. Em contraste, ocorreu uma diminuição das emissões com prazo até três anos e com prazo igual ou superior a dez anos. Até setembro de 2011, as debêntures com vencimentos em até três anos registraram participação de 22,1%, o que representa uma redução expressiva em comparação com 2009, mas ainda bem acima dos níveis vigentes nos anos pré-crise (11,4% em 2006 e 9,6% em 2007).

TABELA 3
Evolução do prazo das debêntures de empresas não financeiras¹

Ano da emissão	Prazo médio (em anos)	Distribuição (%)			
		Até três anos	De quatro a seis anos	De sete a nove anos	Mais de dez anos
2006	5,8	11,4	56,8	27,3	4,5
2007	5,6	9,6	50,0	36,5	3,9
2008	6,3	21,6	48,7	10,8	18,9
2009	4,0	57,1	36,3	2,2	4,4
2010	4,9	25,0	56,8	10,9	7,3
Até setembro/2011	5,1	22,1	58,0	13,7	6,1

Fonte: Anbima (2011g).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Exclui as emissões de empresas de *leasing*.

No que se refere à captação de recursos por empresas não financeiras via emissão de debêntures, nota-se que o volume, até setembro de 2011, já foi 20% maior que o total verificado em igual período de 2010, enquanto o número de ofertas foi quase 60% mais elevado (tabela 4). Esta diferença indica uma maior pulverização das emissões, tal como pretendido pela CVM quando da edição da Instrução nº 476/2009. Nos primeiros nove meses de 2011, foram realizadas 118 ofertas de esforço restrito de distribuição, o que corresponde a um incremento da ordem de 81% em relação ao

mesmo período de 2010. Em contraste, o número e, sobretudo, o volume captado nas ofertas registradas diminuíram: -23,5% e -81,5%, respectivamente, no acumulado até setembro de 2011 frente a igual período do ano anterior.

TABELA 4

Debêntures de empresas não financeiras¹ por tipo de oferta

Ano	Número de ofertas				Volume captado (R\$ bilhões)			
	Registradas	Dispensadas	ICVM nº 476	Total	Registradas	Dispensadas	ICVM nº 476	Total
2008	22,0	11,0	-	33,0	21,5	2,6	-	24,0
2009	32,0	5,0	45,0	82,0	11,1	1,2	15,4	27,6
2010	35,0	1,0	139,0	175,0	15,6	0,6	36,2	52,4
Até set.	17,0	-	65,0	82,0	13,3	-	17,2	30,5
2011 (set.)	13,0	-	118,0	131,0	2,5	-	34,2	36,7

Fonte: Anbima (2011i)

Elaboração da autora.

Nota:¹ Exclui as emissões de empresas de *leasing*.

É provável que a elevação da meta da taxa Selic em 1,75 p.p. entre janeiro e agosto de 2011, ao encarecer o custo de captação, combinada com a forte concorrência entre os bancos no repasse dos recursos do BNDES, tenha contribuído para dissuadir as empresas de financiar seus investimentos de longo prazo mediante a emissão de dívida direta no mercado doméstico de capitais. Afinal, os recursos do BNDES, mesmo quando intermediados pelos agentes financeiros, ainda são menos onerosos que a emissão de títulos de renda fixa, cuja remuneração é predominantemente referenciada ao Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI) e/ou à taxa Selic.³²

Além disso, até a deterioração do cenário internacional e o aumento da incerteza em razão do recrudescimento na crise na área do euro em setembro de 2011, os grandes emissores de debêntures, tais como empresas dos setores de energia elétrica, construção civil, transporte e logística, e telecomunicações, se beneficiaram da liquidez abundante no mercado financeiro internacional. A emissão no exterior de títulos de renda fixa (*bônus* e *notes*) representou para estas empresas de capital aberto e maior porte uma importante fonte alternativa de recursos para investimentos de longo prazo, a custos e prazos mais favoráveis do que as vigentes no mercado doméstico.³³

32. Cabe mencionar, a título de comparação, que o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), está fixada, desde julho de 2009, em 6% a.a., enquanto desde fevereiro de 2011, o CDI ficou em média acima de 11% a.a.

33. De acordo com Anbima (2011f), as empresas não financeiras brasileiras captaram US\$ 16,8 bilhões por meio da emissão de títulos de dívida no exterior nos primeiros oito meses de 2011, volume 64% superior ao registrado em igual período de 2010.

Em relação à utilização dos recursos pelas empresas emissoras, os dados divulgados pela Anbima mostram que o refinanciamento de passivo, o alongamento e a adequação do perfil da dívida são a principal motivação para a emissão de debêntures pelas empresas não financeiras (tabela 5). Nas emissões realizadas até setembro de 2011, apenas 19,9% teve como finalidade o financiamento do investimento. Esse percentual é bem inferior ao de 2008 e 2010.

TABELA 5

Destinação de recursos captados mediante emissão de debêntures por empresas não financeiras
(Em %)

Destinação dos recursos captados	2008	2009	2010	2011 (set.)
Refinanciamento de passivo ¹	21,8	56,9	49,2	58,8
Capital de giro	46,7	38,5	18,9	18,9
Investimento imobilizado	0,5	-	0,7	3,2
Investimento em infraestrutura	2,2	0,2	3,8	1,4
Investimento ou aquisição de participação societária	19,8	-	20,1	15,2
Implantação de projetos	5,5	3,1	-	0,1
Recompra ou resgate de emissão anterior	3,5	1,3	7,3	2,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Anbima (2011g).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Inclui alongamento do perfil do endividamento e redução do passivo.

Nos dados sobre o volume de captação no mercado primário de títulos de renda fixa, chama atenção, igualmente, o vertiginoso aumento na captação do item *Outros* (quotas de fundo de investimento de participação e quotas de fundos de investimento imobiliário) em 2011, o que levou o acumulado nos oito primeiros meses do ano a atingir R\$ 14,9 bilhões, superando em 79% o montante captado em todo o ano de 2010. Apenas no mês de março, foram captados R\$ 7,5 bilhões via quotas de FII e R\$ 3,3 bilhões via quotas de FIP em ofertas com esforço restrito de colocação, nos moldes da Instrução CVM nº 476/2009.

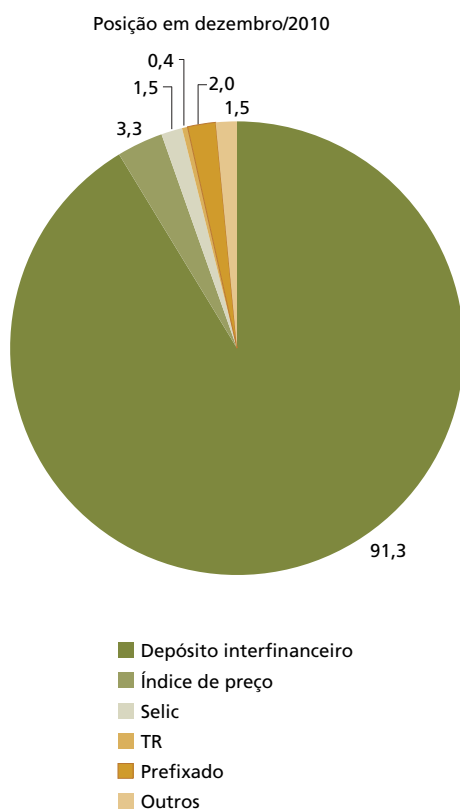
Como a cobrança de IOF sobre as operações de câmbio para aquisição de quotas desses fundos por investidores não residentes foi reduzida de 6% para 2%, os agentes econômicos começaram a utilizar esses fundos para burlar as restrições impostas à entrada de investimento estrangeiro de portfólio com o intuito de conter a apreciação do real. Para corrigir essa distorção, a CVM estabeleceu, em 11 de maio de 2011, por meio da Instrução nº 496, limites mínimos de 90% para as aplicações desses fundos em seus “ativos alvo”, de modo a preservar a característica de investimento de longo prazo desses instrumentos.

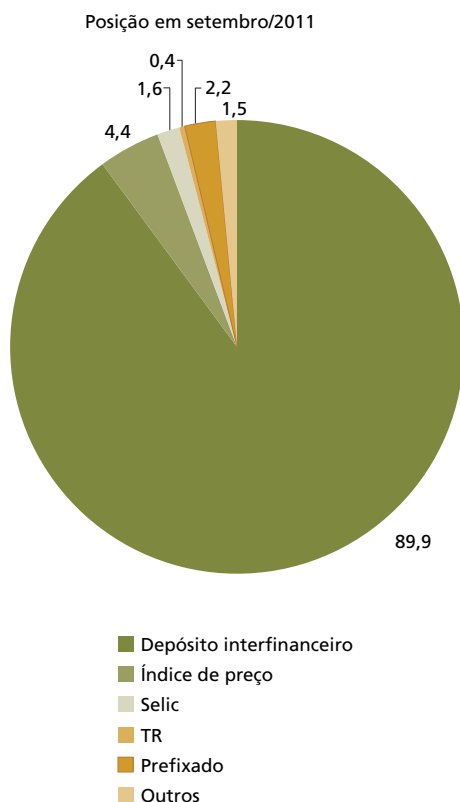
No que se refere à remuneração dos títulos privados de renda fixa, a alteração da política operacional do BNDES no sentido de priorizar a aquisição

de debêntures com remuneração vinculada a indexadores mais adequados ao financiamento de longo prazo, com veto ao CDI-*over*, ainda não se traduziu em uma modificação significativa da composição do mercado privado de renda fixa (gráfico 3). Em setembro de 2011, no estoque total de títulos privados, predominavam papéis com remuneração vinculada à taxa de depósito interfinanceiro (DI) – 89,8% ante 91,3% em dezembro de 2010. Apenas 2,2% dos títulos eram prefixados – 2% em dezembro de 2010.

GRÁFICO 3

Estoque de títulos privados de renda fixa por tipo de indexador
(Em %)





Fonte: Anbima (2011b) e (2011d).

No caso das letras financeiras, embora predomine igualmente a remuneração referenciada aos juros de curtíssimo prazo (CDI-Selic), nota-se que, entre abril de 2010 e agosto de 2011, ocorreu um aumento na participação das modalidades referenciadas, que atingiram 6,6% ao fim do período. Nas emissões de letras financeiras subordinadas, cujo prazo de emissão é de no mínimo cinco anos, o peso da remuneração referenciada a índice de preços alcançou 22,9% em agosto de 2011 (ante 6,9% em abril de 2010 e 11,7% em dezembro do mesmo ano), reflexo provável da maior preocupação com a inflação, cuja trajetória descolou do centro da meta a partir do último trimestre de 2010. Nessa modalidade, a participação das emissões prefixadas também aumentou, atingindo 3,6% em dezembro (tabela 6).

TABELA 6
Composição do estoque de letras financeiras por tipo de indexador

Indicador/período	Letras financeiras simples (%)		
	Abril/2010	Dezembro/2010	Agosto/2011
Referenciada DI/Selic	100,0	98,9	96,7
Índices de preço	0,0	0,2	1,5
Prefixada	0,0	0,9	1,8
Total	100,0	100,0	100,0
Indicador/período	Letras financeiras subordinadas (%)		
	Abril/2010	Dezembro/2010	Agosto/2011
DI/Selic	93,1	87,4	73,5
Índices de preço	6,9	11,7	22,9
Prefixada	0,0	0,9	3,6
Total	100,0	100,0	100,0
Indicador/período	Estoque total de letras financeiras (%)		
	Abril/2010	Dezembro/2010	Agosto/2011
DI/Selic	96,8	97,0	91,1
Índices de preço	3,2	2,1	6,6
Prefixada	0,0	0,9	2,2
Total	100,0	100,0	100,0

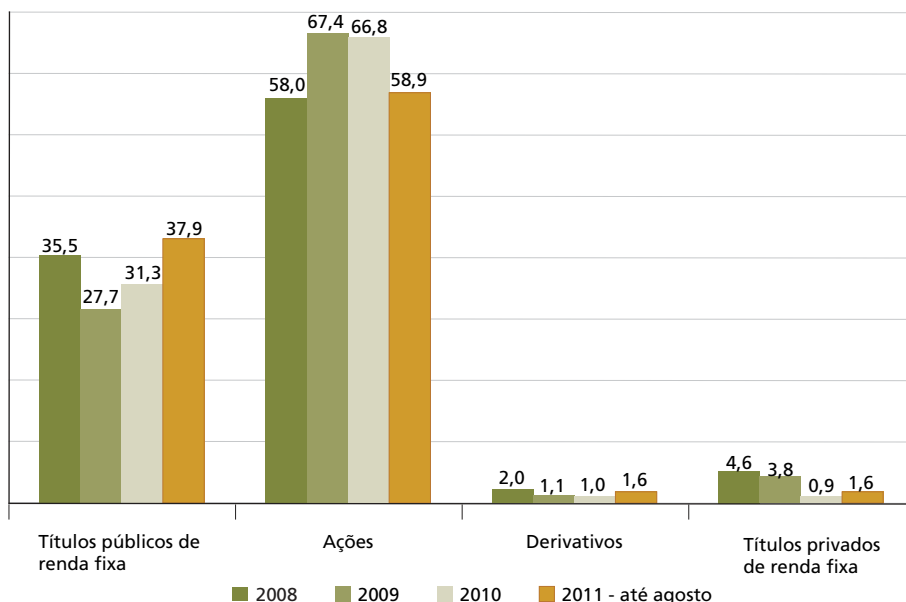
Fonte: CETIP. Estatísticas: séries históricas.
Elaboração da autora.

Não obstante os incentivos fiscais aos investidores estrangeiros previstos no pacote de estímulo ao financiamento de longo prazo, a participação dos títulos privados de renda fixa nos investimentos estrangeiros de portfólio (IEPs) permanece extremamente modesta. As estatísticas mais recentes disponibilizadas pela CVM (gráfico 4) mostram que até agosto de 2011 apenas 1,6% da carteira de investimentos estrangeiros, cujo valor total era de US\$ 349,24 bilhões, estava alocada em títulos privados. A maior parte dos investimentos estrangeiros se concentrava no mercado acionário (58,9%), onde, segundo as estatísticas da BM&FBovespa, os estrangeiros detinham fatia do volume de negociação da ordem de 34,1% até 7 de outubro de 2011 (ante 29,6% em 2010). Com a elevação da meta da Selic em 2011, que consolidou a posição do Brasil como campeão mundial dos juros, e a maior volatilidade do mercado acionário, os títulos públicos atraíram uma porcentagem ainda maior dos IEPs: 37,9% até agosto de 2011.³⁴

34. Embora, desde 2006, os rendimentos dos investimentos de não residentes em títulos públicos federais estejam isentos de imposto de renda, essa é a participação mais elevada já alcançada pelos títulos públicos na carteira dos investimentos estrangeiros em ativos financeiros.

GRÁFICO 4

Composição da carteira dos investidores estrangeiros no mercado brasileiro de capitais
(Em %)



Fonte: CVM (2011).
Elaboração da autora.

Os incentivos tributários concedidos para a negociação dos títulos privados de renda fixa de longo prazo e as ações do BNDES como agente indutor do desenvolvimento do mercado secundário também ainda não resultaram na ampliação significativa do volume de negócios realizados na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), mercado de balcão organizado onde são registrados e negociados os títulos de renda fixa (tabela 7). Na comparação dos dados de setembro de 2011 com os do mesmo mês no ano anterior, o giro dos ativos privados de renda fixa no mercado secundário, medido em termos da proporção entre o volume negociado e o estoque de títulos, não variou, mantendo-se no patamar de 1,4% (1,6% em dezembro de 2010).³⁵

35. Cabe mencionar, a título de comparação, que o giro das ações negociadas na Bovespa era de 66,4% em dezembro de 2010.

TABELA 7

Giro dos títulos privados de renda fixa no mercado secundário
 (Em %)

Tipo de título	Giro (volume negociado'/estoque)			Participação no giro		
	Setembro/2010	Dezembro/2010	Setembro/2011	Setembro/2010	Dezembro/2010	Setembro/2011
Títulos bancários	1,2	0,5	1,0	55,8	20,0	44,5
CDB	1,1	0,4	1,0	50,2	16,5	34,6
LF	2,2	1,1	1,7	2,1	1,5	9,4
Títulos corporativos	1,6	3,7	2,0	27,9	59,5	39,3
Debêntures	1,6	3,8	2,1	27,7	58,7	38,8
Títulos de cessão de crédito	3,0	3,6	2,1	16,4	20,5	16,1
Total de títulos privados	1,4	1,6	1,4	100,0	100,0	100,0

Fonte: Anbima (2010, 2011b e 2011c).

Elaboração da autora.

Nota:¹ Os dados de volume negociado referem-se às operações definitivas.

No início de abril, a Anbima propôs a criação do novo mercado de renda fixa (NMRF), com padronização, pulverização e redução do valor unitário dos papéis. O NMRF será um ambiente institucional autorregulado, de adesão voluntária, caracterizado por regras específicas destinadas a garantir a qualidade da governança das emissões e as características essenciais das transações realizadas. Com o objetivo de promover a distribuição pulverizada de debêntures e demais instrumentos de renda fixa para facilitar a revenda no mercado secundário, fixou-se em no máximo 20% a oferta por investidor (mínimo de dez investidores).

Para fazer parte desse novo mercado, os títulos emitidos deverão, entre outros critérios, ter baixo valor unitário, de forma a facilitar a aquisição por pessoas físicas; remuneração com base em taxa prefixada, índice de preço ou taxa de juros flutuante de seis meses (*Libor* brasileira); condições de prazo, *duration* e recompra que os caracterizem como ativos de longo prazo; avaliação de risco, com atualização anual; e negociação em mercado organizado de balcão e/ou bolsa de valores. Além disso, precisarão contar com formador de mercado e *research* em seu primeiro ano de emissão (Anbima, 2011h).

No dia 30 de setembro de 2011, a assembleia da Anbima aprovou o código do novo mercado de renda fixa, o qual fixa as regras e os parâmetros para as emissões que serão realizadas no âmbito do NMRF (Anbima, 2011a). O NMRF será composto por dois segmentos: de *renda fixa de longo prazo* e de *renda fixa de curto prazo*, ambos sujeitos aos mesmos parâmetros diferenciados para as *ofertas públicas*, que buscam reduzir os custos de emissão e transação dos ativos de renda fixa. O segmento de longo prazo será formado por títulos e valores mobiliários com prazo médio ponderado superior a quatro anos, sem recompra nos dois primeiros anos.

Para integrar o NMRF, o título deverá ter valor unitário de R\$ 1 mil e remuneração por taxa de juros prefixada, índices de preços e/ou outras taxas de juros de referência a serem definidas pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas. A empresa emissora deverá possuir avaliação de risco de crédito emitida por agência classificadora de risco atuante no país, com periodicidade de atualização mínima anual. Como previsto na proposta de criação do NMRF, o código estabelece a exigência de formador de mercado e a divulgação periódica de relatório de análise preparado por analistas de investimento devidamente credenciados pela CVM em seu primeiro ano de emissão.

Integrava ainda a proposta da Anbima, apresentada em abril, a criação de dois fundos de liquidez, privados e voluntários: o Fundo de Apoio à Liquidez (FAL) e o Fundo Garantidor de Liquidez (FGL). O primeiro teria a função de garantir a liquidez na fase inicial de transição do ambiente atual para o NMRF. Já o segundo seria um fundo com o objetivo de estimular as instituições financeiras a operar com um descasamento maior de maturidade entre ativos e passivos. Ao financiar as posições dos intermediários financeiros, garantindo a liquidez em momentos de eventuais crises, o fundo incentivaria as instituições a assumirem posições ativas mais longas com os papéis privados de renda fixa, estimulando assim a atratividade desses títulos. A formatação e a governança desses fundos serão discutidas com o BNDES, no caso do FAL, e com o BCB e a CMN, no caso do FGL.

As discussões para a criação desses dois fundos estão avançando lentamente. O pacote de estímulos está para completar um ano, e a liquidez do mercado privado de renda fixa permanece como um dos principais obstáculos para ampliação e aprofundamento do mercado de debêntures.

No que se segue, procura-se avaliar se ocorreram alterações qualitativas no mercado de crédito bancário corporativo, em decorrência das medidas de estímulo ao financiamento de longo prazo. Ênfase particular será dada à análise do segmento de crédito com recursos livres, ou seja, aqueles que são realizados a critério da instituição financeira, com taxas livremente pactuadas, dado que o pacote de medidas governamentais contemplou a ampliação do *funding* de longo prazo das instituições financeiras.

4 IMPACTOS DAS MEDIDAS NO MERCADO DE CRÉDITO BANCÁRIO CORPORATIVO

O volume de crédito concedido pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN) ao setor privado, medido em termos do produto interno bruto (PIB), está em trajetória de crescimento desde o início de 2004, subindo de 23,4% para 46,1% em agosto de 2011, o maior patamar da série histórica do BCB, iniciada em 2001.³⁶ Ao longo desse período, o estoque de crédito teve uma expansão a uma taxa média anual da ordem de 15,2% em termos reais. Em razão da ação anticíclica

36. A análise e a discussão dos determinantes da expansão do crédito e sua evolução estão além do propósito deste capítulo. Ver, entre outros, Cintra (2006), Freitas (2007), Oliveira (2009) e Prates *et al.* (2009).

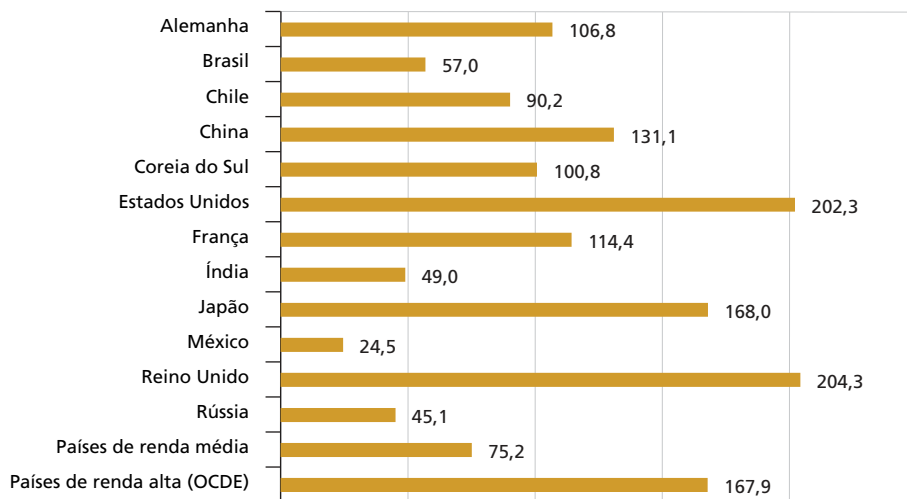
dos bancos públicos federais,³⁷ notadamente BNDES, Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco do Brasil (BB), nem mesmo o forte impacto da crise financeira global na economia brasileira, no fim de 2008 e no primeiro trimestre de 2009, se traduziu na reversão da tendência de ampliação da oferta de crédito no país.³⁸

A despeito desse expressivo aumento, o financiamento do setor privado no mercado doméstico de crédito ainda é pequeno se comparado a outros países (gráfico 5). Embora os dados do Banco Mundial não sejam diretamente comparáveis com os do BCB, na medida em que incluem o crédito obtido mediante a emissão de títulos de dívida direta no mercado de capitais, o volume de crédito interno ao setor privado no Brasil como proporção do PIB (57% em 2010) é inferior não somente ao das economias maduras (167,9% na média da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE), mas também ao daquelas com grau semelhante de desenvolvimento, casos da China (131,1%), do Chile (90,2%) e da média do conjunto dos países de renda média (75,2%).

GRÁFICO 5

Crédito doméstico ao setor privado em países selecionados (posição em 2010)¹

(Em %)



Fonte: Banco Mundial. Private Sector Indicators. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator>>. Acesso em: 14/out./2011. Elaboração da autora.

Nota: ¹ Refere-se a recursos financeiros fornecidos ao setor privado, mediante empréstimos, títulos de dívida direta, créditos comerciais e outras contas credoras. Para alguns países, esses direitos incluem crédito para empresas públicas.

37. Sobre a atuação anticíclica dos bancos públicos federais no período recente, ver: Ipea (2011) e Freitas (2011).

38. Além da mencionada ação anticíclica dos bancos públicos, outros fatores explicam crescimento, aparentemente paradoxal, do crédito bancário no cenário de agravamento da crise internacional no último trimestre de 2008. Em primeiro lugar, a inércia característica dos dados de estoque. Em segundo lugar, o efeito da abrupta depreciação do real (22,7% entre 15 de setembro e 15 de outubro) sobre o saldo das modalidades com *funding* externo, bem como sobre o custo dos empréstimos vinculados às operações com derivativos de dólar, o que exigiu o refinanciamento de dívida das empresas.

No que se refere especificamente ao setor privado corporativo, observa-se que o estoque de crédito atingiu 25,3% do PIB em junho de 2011 (tabela 8). Contudo, em um contexto de nítida desaceleração da concessão de crédito pelo BNDES, responsável por mais de 96% do crédito com recursos direcionados ao setor corporativo (tabela 9), o volume de crédito concedido às empresas perdeu participação total do crédito do SFN ao setor privado, declinando de 56,6% em dezembro de 2010 para 55,7% em junho de 2011.

TABELA 8

Crédito ao setor privado corporativo por tipo de recurso (saldo em final de período)

Período	Total pessoa jurídica			Recursos livres ¹			Recursos direcionados ²		
	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no crédito ao setor privado (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total pes- soas jurídicas (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total pessoas jurídicas (%)
Setembro/2008	637,7	21,4	56,4	444,4	14,9	69,7	193,3	6,5	30,3
Dezembro/2008	695,0	23,1	57,9	476,9	15,9	68,6	218,1	7,3	31,4
Junho/2009	695,3	22,8	55,7	464,5	15,2	66,8	230,8	7,6	33,2
Dezembro/2009	778,4	24,4	57,4	484,7	15,2	62,3	293,7	9,2	37,7
Junho/2010	836,6	24,1	57,1	510,2	14,7	61,0	326,4	9,4	39,0
Dezembro/2010	927,9	25,2	56,6	556,4	15,1	60,0	371,6	10,1	40,0
Junho/2011	984,3	25,3	55,7	598,0	15,4	60,8	386,3	9,9	39,2

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). Séries temporais de operações de crédito.

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Refere-se a empréstimos e financiamentos realizados a critério da instituição financeira, com taxas livremente pactuadas entre as partes.

² Refere-se a operações de crédito com recursos compulsórios ou governamentais, com prazos e custos regulamentados.

No Brasil, o caráter anticíclico do crédito direcionado ao segmento corporativo é ainda mais acentuado, como revelam os dados da tabela 9. Entre o último trimestre de 2008 e o fim de 2009, período marcado pela forte desaceleração do crédito bancário privado e de baixo dinamismo da economia brasileira, o BNDES sustentou a oferta de crédito às empresas, lançando novas linhas de crédito e ampliando seus financiamentos diretos.³⁹ Em consequência, a participação direta do BNDES no total de crédito direcionado ao setor corporativo saltou de 47,2% para 53,8%, entre setembro de 2008 e dezembro de 2009, alcançando um volume financeiro equivalente a 5,0% do PIB.

39. Em dezembro de 2008, por exemplo, o BNDES lançou uma nova linha destinada à concessão de capital de giro, denominada Programa Especial de Crédito (PEC), com prazo de vigência até 30 de junho de 2009 e dotação orçamentária de R\$ 6 bilhões. E, em junho de 2009, lançou o Programa de Sustentação ao Investimento (PSI). Financiado com recursos do Tesouro, o PSI reduziu o custo final para o tomador dos financiamentos para aquisição e produção de máquinas e equipamentos.

TABELA 9

**Crédito com recursos direcionados ao setor privado corporativo
por modalidades selecionadas (saldo em final de período)**

Período	BNDES-direto ¹			BNDES-repasses ²		
	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total de recursos direcionados (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total de recursos direcionados (%)
Setembro/2008	91,3	3,1	47,2	93,8	3,1	48,5
Dezembro/2008	107,8	3,6	49,4	101,5	3,4	46,5
Junho/2009	116,4	3,8	50,4	104,8	3,4	45,4
Dezembro/2009	158,1	5,0	53,8	124,9	3,9	42,5
Junho/2010	168,1	4,8	51,5	146,4	4,2	44,8
Dezembro/2010	178,0	4,8	47,9	179,8	4,9	48,4
Junho/2011	180,9	4,6	46,8	190,8	4,9	49,4

Fonte: BCB. Séries temporais de operações de crédito.

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Financiamento concedido pelo BNDES diretamente ao tomador final.

² Financiamento com recursos do BNDES repassado ao tomador final por intermédio dos agentes financeiros.

Com a recuperação da atividade econômica e a retomada do crescimento e dos planos empresariais de investimentos a partir do fim de 2009, os financiamentos diretos concedidos pelo BNDES passaram a crescer em um ritmo mais lento do que os repasses com recursos desta instituição, cujo risco de crédito é assumido pelos agentes financeiros repassadores. Entre dezembro de 2009 e junho de 2011, o crédito às empresas na modalidade BNDES-direto cresceu 14,4% (4,0% em termos reais), enquanto os repasses dos agentes financeiros com recursos do BNDES aumentaram quase 53,0% (38,8% em termos reais) no período. Esta evolução reflete, sobretudo, o comportamento procíclico das instituições privadas, que aceleraram a concessão de crédito ao setor privado em um esforço para recuperar fatias de mercado perdidas para os bancos públicos, notadamente o Banco do Brasil, que havia ampliado sua participação nos repasses com recursos do BNDES para empresas industriais e do setor de serviços.⁴⁰

40. O Banco do Brasil (BB) e também a CEF, bancos públicos federais que operam em concorrência direta com as instituições financeiras privadas, aliaram a ação anticíclica às suas próprias estratégias operacionais. Aproveitando a retração das instituições privadas, estes bancos diversificaram sua atuação, penetrando em segmentos do mercado de crédito até então dominados pelas instituições privadas, e ampliaram suas bases de clientes, sobretudo no segmento corporativo. No segmento de crédito corporativo com recursos livres, mais intensamente afetados pela aversão ao risco das instituições privadas, o avanço dos bancos públicos federais foi ainda maior. Sobre esse ponto, ver Prates e Freitas (2010) e Freitas (2011).

O volume de crédito com recursos livres concedidos ao setor empresarial, que havia retraído 2,6% em termos reais entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009, voltou a subir a partir de 2010. Todavia, em junho de 2011, a participação das operações de crédito com recursos livres no total do crédito às pessoas jurídicas, que declinou continuamente entre 2008 e 2010, ainda se encontrava distante do patamar registrado no período pré-crise: alcançou 60,8%, ante o patamar de 69,7% observado em setembro de 2008 (tabela 8).

Essas alterações no peso relativo do crédito com recursos livres e com recursos direcionados concedidos ao setor privado empresarial ao longo do período de setembro de 2008 a junho de 2011 se refletem na composição das operações de crédito em termos de prazo. O exame dos dados do Sistema de Informações de Crédito (SCR), disponibilizados pelo BCB com classificação dos saldos dos empréstimos totais por prazo de vencimento – embora estes não sejam inteiramente comparáveis com os dados das estatísticas de empréstimos do SFN –,⁴¹ mostram diminuição na parcela de curtíssimo e curto prazos (até 360 dias) e aumento relativo nas operações de médio (entre 361 e 1.088 dias) e longo prazos (acima de 1.088 dias). Ou seja, com ampliação da participação relativa dos empréstimos com recursos direcionados, cuja fonte é majoritariamente o BNDES, houve um relativo alongamento nos prazos de concessão de crédito.

No primeiro semestre de 2011, com a expansão relativamente mais forte do crédito com recursos livres, a proporção de operações de curtíssimo prazo voltou a registrar incremento, subindo 0,9 p.p. na comparação com dezembro de 2010, para 33,4% do total do crédito ao setor corporativo.

41. No Sistema de Informações de Crédito (SCR) são registrados todos os empréstimos realizados pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN) com valor superior a R\$ 5 mil. Pela regulamentação em vigor, as instituições financeiras são obrigadas a fornecer informações detalhadas sobre as operações de crédito, tais como origem do recurso, finalidade, setor de atividade do tomador etc. Porém, tais informações não são disponibilizadas ao público pelo BCB.

TABELA 10
Crédito ao setor privado corporativo por prazo¹ (saldo em final de período)

Período	Curto prazo: até 180 dias			Curto prazo: de 181 a 360 dias			Médio prazo: de 361 a 1.088			Longo prazo: acima de 1.088			Indeterminado ²		
	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total (%)
Setembro/2008	263,6	8,8	41,7	94,4	3,2	14,9	153,2	5,1	24,2	120,0	4,0	19,0	1,2	0,0	0,2
Dezembro/2008	275,3	9,2	40,1	102,7	3,4	15,0	172,0	5,7	25,1	135,0	4,5	19,7	0,9	0,0	0,1
Junho/2009	266,7	8,7	36,9	109,0	3,6	15,1	208,3	6,8	28,8	138,6	4,5	19,2	0,7	0,0	0,1
Dezembro/2009	272,0	8,5	35,2	110,4	3,5	14,3	208,3	6,5	26,9	181,8	5,7	23,5	0,7	0,0	0,1
Junho/2010	284,7	8,2	34,0	121,7	3,5	14,5	219,2	6,3	26,2	208,2	,0	24,9	2,8	0,1	0,3
Dezembro/2010	301,1	8,2	32,5	135,3	3,7	14,6	251,2	6,8	27,1	229,2	6,2	24,7	9,6	0,3	1,0
Junho/2011	332,5	8,5	33,4	137,0	3,5	13,8	273,5	7,0	27,5	242,9	6,2	24,4	9,4	0,2	0,9

Fonte: BCB. Séries temporais de operações de crédito.

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Dados do total do crédito privado corporativo não são comparáveis com os apresentados na tabela 8, pois inclui empréstimos a empresas do setor público.

² Prazo indeterminado inclui operações sem prazo de vencimento definido ou operações em processo de repactuação decorrente de norma do CMN. Não inclui parcelas vencidas e repactuação decorrente de norma do CMN. Não inclui parcelas vencidas e não pagas.

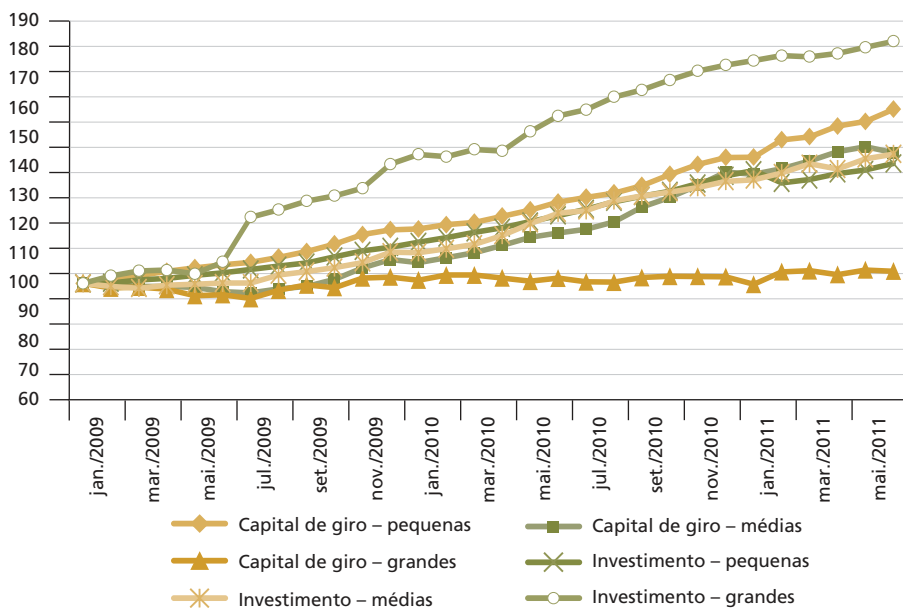
Também no primeiro semestre de 2011 ocorreu um pequeno aumento na parcela de créditos de médio prazo (com prazo entre um e três anos), sugerindo um movimento de alongamento dos prazos dos empréstimos. Esse alongamento provavelmente foi viabilizado pela ampliação do *funding* de longo prazo das instituições financeiras, efeito combinado da elevação dos compulsórios sobre os depósitos a prazo, regulamentação da oferta pública das letras financeiras e das condições favoráveis, em termos de prazo e custo de captação, do mercado financeiro internacional no período.

Informações do SCR apresentadas no Relatório de Estabilidade Financeira, publicado em setembro de 2011 pelo BCB e que são reproduzidas no gráfico 6, permitem completar o quadro do crédito total do SFN às atividades ao setor privado corporativo pelo prisma do porte de empresas tomadoras. De acordo com o BCB (2011a, p. 26), a forte ampliação do financiamento do capital de giro em 2010, sobretudo, no primeiro semestre de 2011, foi impulsionada pelas empresas de menor porte (dívidas junto ao SFN inferiores a R\$10 milhões), enquanto a evolução das modalidades de financiamento associadas ao investimento foi liderada pelas empresas de maior porte (endividamento junto ao SFN superior a R\$100 milhões).

GRÁFICO 6

Evolução do crédito a pessoas jurídicas por porte¹ e destinação do recurso

(Em R\$ milhões. Janeiro/2009 = 100)



Fonte: BCB (2011a).

Nota: ¹ O BCB utilizou como *proxy* do porte das empresas o valor devido das operações de crédito junto ao SFN. Empresas com dívidas no sistema financeiro inferiores a R\$10 milhões foram classificadas como de menor porte; aquelas cujo endividamento supera R\$100 milhões foram classificadas como de maior porte; aquelas cuja exposição situa-se entre esses dois valores foram classificadas como de médio porte.

Retornando aos dados das séries temporais de operações de crédito, que fornecem informação para as diversas modalidades de crédito com recursos livres às pessoas jurídicas, é possível avaliar se houve uma alteração significativa na concessão de crédito destinado ao financiamento de investimento, o qual possui prazos mais longos. São duas as modalidades de crédito que contemplam os investimentos e, assim, podem ser consideradas como uma *proxy* do financiamento com recursos livres dos investimentos empresariais: a modalidade *capital de giro* e a modalidade *aquisição de bens*.

A modalidade de capital de giro inclui tanto as operações de crédito voltadas para o financiamento de curto prazo (igual ou inferior a 365 dias) das pessoas jurídicas, vinculadas às suas necessidades de capital de giro *stricto sensu*, como operações de crédito voltadas para o financiamento de médio e longo prazos. Já a modalidade aquisição de bens inclui empréstimos destinados a financiar a compra de máquinas, equipamentos e outros bens (incluindo veículos automotores) que tenham por finalidade a manutenção ou aumento da capacidade produtiva das pessoas jurídicas tomadoras do crédito, configurando-se assim como investimento. A tabela 11 e os gráficos 7 e 8 reúnem as informações relativas ao volume de crédito dessas modalidades, detalhadas em termos de custo e prazo de vencimento.

No que se refere ao volume de crédito, nota-se que, embora o financiamento dos investimentos com recursos livres representasse, em junho de 2011, menos da metade do estoque de crédito de livre escolha das instituições financeiras que integram o SFN, sua participação aumentou 13,1 p.p. em comparação com setembro de 2008, impulsionada pela forte expansão dos empréstimos na modalidade capital de giro. Relativamente a dezembro de 2010, porém, houve ligeiro recuo, dado que o aumento da participação da modalidade aquisição de bens não foi suficiente para compensar o decréscimo verificado na modalidade capital de giro, que se mantém como a mais importante. Já como proporção do PIB, o financiamento ao investimento privado com recursos livres subiu, atingindo 7,9% em junho de 2011 (7,2% em dezembro de 2010 e 5,7% em setembro de 2008). Essa porcentagem permanece inferior à do crédito com recursos do BNDES nas modalidades BNDES-direto e BNDES-repasses (9,7%, tabela 9).

TABELA 11

Crédito com recursos livres ao setor privado corporativo por modalidades selecionadas (saldo em final de período)

Período	Capital de giro			Aquisição de bens		
	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total de recursos livres (%)	Volume (R\$ bilhões)	PIB (%)	Participação no total de recursos livres (%)
Setembro/2008	151,3	5,1	34,0	17,2	0,6	3,9
Dezembro/2008	170,1	5,7	35,7	15,9	0,5	3,3
Junho/2009	185,4	6,1	39,9	14,4	0,5	3,1
Dezembro/2009	216,5	6,8	44,7	15,3	0,5	3,2
Junho/2010	235,8	6,8	46,2	16,3	0,5	3,2
Dezembro/2010	266,1	7,2	47,8	18,8	0,5	3,4
Junho/2011	282,7	7,3	47,3	22,4	0,6	3,7

Fonte: BCB. Séries temporais de operações de crédito.
Elaboração da autora.

Em relação ao custo, é possível constatar que os juros cobrados pelo SFN nas modalidades de empréstimos corporativos de prazo mais longo são bem elevados quando comparados com a taxa do CDI, que é a taxa de juros de curtíssimo prazo (gráfico 7). Porém, em geral, as taxas cobradas nessas modalidades são inferiores às demais modalidades de crédito às empresas, como conta garantida (cuja taxa prefixada supera 100% a.a.), descontos de duplicatas e promissórias.

Cabe assinalar que, após expressiva elevação no contexto do impacto da crise global,⁴² as taxas de juros para o setor corporativo entraram em trajetória de declínio acentuado ao longo de 2009, acompanhando o movimento de redução da meta Selic (-5 p.p. entre os meses de janeiro e julho desse ano) e do custo do CDI. Para essa diminuição do custo do crédito ao setor corporativo foi essencial a ação dos bancos públicos federais, notadamente o BB e a CEF, os quais, em resposta à orientação do governo federal, reduziram os juros de suas operações ativas, forçando a reação dos bancos privados na mesma direção.⁴³ Estes, para não perder fatias ainda maiores de mercado para os bancos públicos, também diminuíram os juros cobrados em seus empréstimos.

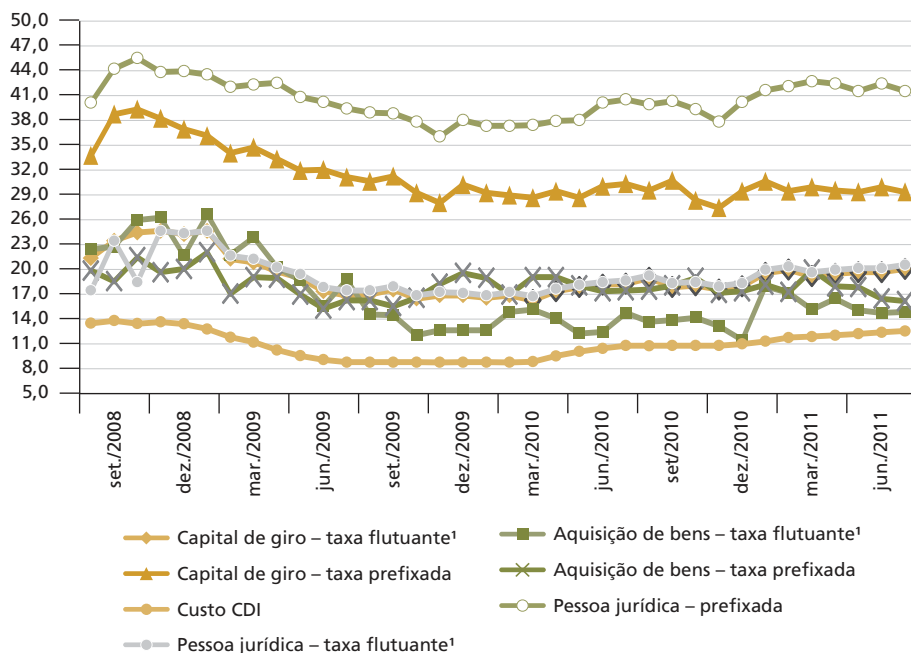
42. Nos meses seguintes ao impacto da crise global, no contexto de aversão ao risco, de elevada preferência pela liquidez e de rápida desaceleração econômica, os bancos privados deixaram de renovar parte das linhas de crédito, sobretudo para pequenas e médias empresas industriais, e tornaram-se mais seletivos na avaliação de risco dos tomadores, o que se traduziu em forte elevação do custo do crédito.

43. Insatisfeito com a manutenção dos *spreads* bancários em níveis elevados, o governo federal orientou os bancos públicos federais a reduzirem os juros de suas operações ativas. Ao longo do primeiro semestre de 2009, tanto o BB como a CEF realizaram diversas rodadas de corte de taxas nas operações de crédito com recursos livres, desencadeando a esperada reação dos bancos privados (FUNDAP, 2010).

GRÁFICO 7

Taxa média de juros de modalidades selecionadas do crédito com recursos livres ao setor privado corporativo e custo do CDI

(Em %)



Fonte: BCB (2011b).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Operações vinculadas à variação da taxa CDI ou Selic.

Com a retomada vigorosa do crescimento em 2010, e uma nova rodada de alta da meta da Selic entre os meses de abril e julho (alta acumulada de 2 p.p.), as taxas ativas das instituições financeiras praticadas no segmento de crédito corporativo foram ajustadas para cima, mas os aumentos verificados nas modalidades de crédito ao capital de giro, e à aquisição de bens foram relativamente menores do que a média. Em particular, no caso do capital de giro, ocorreu redução dos *spreads* tanto nas operações com taxa flutuante como com taxa prefixada, o que sugere que, no esforço para recuperar fatias de mercado perdidas para os bancos públicos, as instituições privadas diminuíram juros e *spreads*.

Em 2011, com elevação da meta da taxa Selic pelo BCB, as taxas de juros praticadas nas operações de crédito para capital de giro subiram em intensidade ainda maior que a Selic. Além do impacto da alta dos juros básicos no custo de captação das instituições financeiras,⁴⁴ essa elevação das taxas ativas do capital reflete também o aumento esperado na inadimplência, sobretudo no caso das empresas de menor porte, como geralmente ocorre em consequência de uma política monetária contracionista. Esta hipótese é corroborada pelo fato de que os *spreads* praticados nessa modalidade de crédito corporativo registraram, até agosto de 2011, alta de 1,9 p.p. no caso das operações prefixadas e 0,7 p.p. no caso de operações com taxa flutuante.

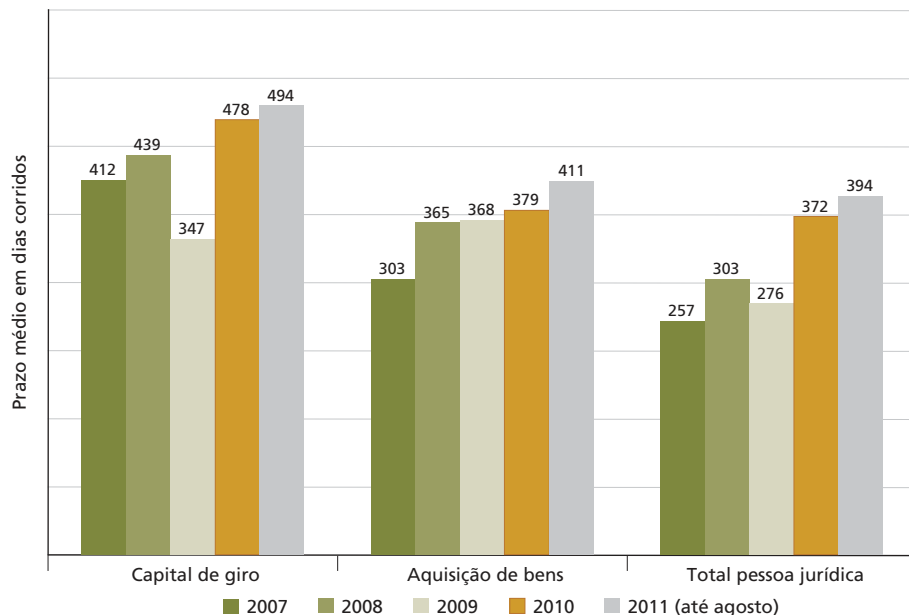
Já na modalidade aquisição de bens, a taxa prefixada média verificou uma diminuição de 1 p.p. até agosto de 2011, enquanto a taxa flutuante registrou alta de 1,7% no acumulado do ano. Contudo, ambas as taxas praticadas nas operações de crédito para aquisição de bens registraram moderação a partir de maio. Provavelmente, esse movimento foi resultado de um ajuste das taxas ativas excessivamente elevadas no primeiro trimestre de 2011 em resposta às medidas macroprudenciais de contenção do crédito introduzidas em dezembro de 2010 e da recomposição dos níveis de compulsórios sobre os depósitos a prazo, que se traduziu em maior custo de captação para os bancos.

Nas duas modalidades de crédito ao setor privado corporativo com recursos livres relacionadas às atividades de investimento, observa-se, até agosto de 2011, uma relativa ampliação dos prazos médios, expresso em dias corridos (gráfico 8). Na modalidade de capital, o prazo médio alcançou 494 dias (contra 478 em 2010), enquanto na modalidade aquisição de bens o prazo médio subiu para 411 dias em 2011 (ante 379 dias em 2010). Paradoxalmente, a modalidade de aquisição de bens que corresponde ao financiamento do investimento *stricto sensu* concentra empréstimos e financiamento com prazos de vencimento inferiores ao da modalidade de capital de giro, que inclui operações de crédito de curto prazo.

44. No início de fevereiro, por exemplo, a taxa efetiva do CDI, usado nas trocas de dinheiro entre as instituições no mercado aberto, era de 11,14% a.a. ante os 10,64% registrados trinta dias antes. Já as novas emissões de CDB, com prazo de sessenta dias e para grandes volumes, subiram de 11,0% para 11,42% no mesmo intervalo (Cotias, 2011).

GRÁFICO 8

Prazo médio¹ de modalidades selecionadas do crédito com recursos livres ao setor privado corporativo
(Em dias corridos)



Fonte: BCB (vários anos).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Média dos prazos ponderados pelo estoque.

Em resumo, pode-se concluir que, não obstante a expansão do volume e o alongamento dos prazos no período recente, o crédito bancário ao setor corporativo no Brasil continua caro, escasso e com prazo relativamente curto. Como agentes dinâmicos impulsionados pela lógica concorrencial, os bancos definem suas estratégias de ação procurando conciliar rentabilidade e preferência pela liquidez em suas escolhas em relação às fontes de recursos ou de aplicações. A existência de aplicação alternativa em títulos públicos federais,⁴⁵ ativos negociáveis com vantajosa combinação de alta rentabilidade e baixíssimo risco, faz com que os bancos não optem por ampliar a concessão de crédito nem reduzir os *spreads* que praticam.⁴⁶

45. De acordo com dados divulgados em BCB (2011c), 99,8% do estoque da dívida mobiliária pública federal doméstica em poder do público era constituído de títulos negociáveis. O volume de transações realizadas no mercado secundário correspondia a 27,1% do total do estoque. Porém, apenas uma fração do estoque é negociada no mercado secundário em transações definitivas (1%). O grosso das negociações refere-se a operações compromissadas, que são operações de venda com compromisso de recompra.

46. Não se trata aqui de uma questão de escolha de aplicação de recursos limitados, como pressupõe a visão convencional do *crowding-out*, e sim uma escolha estratégica de gestão operacional que prioriza ganho elevado e baixo risco.

Assim, sem que haja uma alteração radical no regime macroeconômico vigente no país – cujos pilares são o câmbio flutuante, o regime de metas de inflação e a geração de superávits primários – que viabilize uma forte diminuição da taxa básica de juros, dificilmente os bancos privados, quer sejam nacionais ou estrangeiros, assumirão uma postura mais agressiva na concessão e alongamento dos prazos do crédito bancário. Além de uma redução expressiva na taxa Selic, será preciso também avançar na gestão da dívida pública, cujas características institucionais herdadas do período de alta inflação garantem às instituições financeiras um alto retorno a risco praticamente nulo – ou seja, “um jogo *win-win*”, como ressalta Lopreato (2007). A presença de títulos indexados à taxa de juros básica afasta o risco inerente a qualquer transação financeira, dado que o Banco Central, em momentos de estresse, permite a recomposição da carteira de títulos via leilões de troca e resgates antecipados, preservando os ganhos das instituições financeiras.

Também é preciso considerar que, para as instituições bancárias, o crédito às pessoas físicas é um negócio muito mais vantajoso do que ao setor corporativo. Além de ser mais fácil de ser avaliado do que o crédito empresarial, que exige maior conhecimento dos negócios, análise financeira e monitoramento das atividades das empresas, as operações de crédito pessoal são também muito rentáveis, pois as taxas de juros praticadas nesse segmento são as mais elevadas do mercado.⁴⁷

Por essa razão, é imprescindível que as autoridades governamentais não abdicuem do poder de formular e executar políticas com vistas a estimular o aprofundamento do mercado de crédito bancário privado no Brasil. Igualmente, é essencial a preservação das instituições de fomento e dos mecanismos de crédito direcionado, bem como dos bancos públicos federais que, além de desempenhar importante função anticíclica, são um fundamental instrumento de pressão concorrencial sobre os bancos privados. Só assim será possível garantir o financiamento, em prazo e custo adequados, da atividade econômica e, em particular, dos investimentos produtivos necessários ao desenvolvimento sustentado para as próximas décadas.

5 DESAFIOS E PERSPECTIVAS

O pacote de estímulos governamentais ao financiamento de longo prazo foi bem recebido pelas entidades representativas do setor produtivo e do sistema financeiro. As medidas foram avaliadas como mudanças institucionais importantes para a criação de um ambiente propício para os investimentos em projetos de longo prazo.

47. Mesmo na modalidade de crédito consignado em folha, com risco praticamente nulo de crédito, as taxas praticadas são altas.

De fato, a desoneração dos instrumentos de renda fixa associados a projetos de investimento de longo prazo na indústria e nos setores de infraestrutura é correta e efetivamente constitui um avanço importante para a ampliação do financiamento privado de longo prazo. Igualmente, a constituição do fundo de liquidez que atuará como *market maker*, bem como o reforço da atuação da mesa de renda fixa do BNDESPAR, são iniciativas muito positivas que com certeza estimularão o desenvolvimento do mercado secundário de títulos de dívida privada, contribuindo para diminuir os custos de transação e ampliar a transparência, liquidez, volume e prazo das emissões.

De igual modo, a instituição do NMRF pela Anbima e a viabilização da proposta de criação dos dois fundos de liquidez, privados e voluntários, auxiliará na construção do mercado privado de renda fixa, constituído de um segmento primário robusto e de um segmento secundário líquido e dinâmico.

Todavia, o aprofundamento desejado do mercado privado de financiamento de longo prazo não será concretizado sem uma profunda alteração da cultura rentista arraigada nos estratos de renda mais altos da sociedade brasileira, que não abre mão dos mecanismos da indexação financeira introduzida no período de alta inflação no país. Além disso, o peso dos títulos públicos pós-fixados e os juros básicos elevados – mantidos, não obstante a queda recente e relativa estabilidade dos preços da inflação, em níveis extremamente altos para os padrões internacionais – contribuem para o viés de curto prazo dos investidores financeiros no país.

O financiamento privado voluntário de longo prazo exige que se alongue o vencimento das aplicações financeiras domésticas. Para tanto, é fundamental, em primeiro lugar, que seja concluída a separação da política monetária e da gestão da dívida pública, de modo a evitar que a política de juros continue a contaminar todo o estoque da dívida mobiliária federal, com prejuízo para a gestão fiscal. Em segundo, que se avance na coordenação das políticas macroeconômicas, de modo a viabilizar a redução da taxa básica de juros. Em terceiro, que as aplicações financeiras sejam tributadas em função do prazo, com fixação de alíquotas mais elevadas de IR para aplicações de vencimento mais curto. E, em quarto lugar, que seja ampliado o prazo mínimo de aplicação dos depósitos a prazo e das cadernetas de poupança.

Sem esses aperfeiçoamentos, dificilmente a economia brasileira poderá contar com um mercado de capitais desenvolvido e amplo, que possa atuar de forma complementar ao mercado de crédito bancário na oferta voluntária de recursos de longo prazo para o financiamento dos investimentos produtivos e de infraestrutura. Entretanto, é preciso ter claro que para o financiamento de certas atividades econômicas sempre será necessário contar com *funding* especial ou esquemas institucionais de garantias, que em geral só podem ser fornecidos ou mobilizados pelo setor público.

Esse é o caso, por exemplo, dos investimentos em infraestrutura e também em pesquisa, desenvolvimento e inovação, entre outros. Tais atividades apresentam certas características em termos de risco, retorno e prazo de maturação

que tornam mais elevado o grau de incerteza inerente ao investimento, dificultando o financiamento de seus investimentos, seja no mercado de capitais, seja no mercado de crédito. Por essa razão, a existência de subsistemas especiais de crédito para o financiamento desses setores estratégicos e atividades prioritárias é uma característica comum nos sistemas financeiros tanto de países desenvolvidos como daqueles em desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. G. *et al.* **Padrões de financiamento das empresas não financeiras no Brasil**. Relatório final do Subprojeto I – Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Coordenado por Ricardo de M. Carneiro. São Paulo: Instituto de Economia da UNICAMP 2009. Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/pesquisa_41_2789671916.pdf>. Acesso em: 6 abr. 2010.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Mercado de renda fixa. **Boletim Anbima**, ano I, n. 10, Rio de Janeiro, ago. 2010.

_____. **Código Anbima de regulação e melhores práticas para o novo mercado de renda fixa**. Rio de Janeiro, 6 out. 2011a. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=102>>.

_____. Mercado de renda fixa. **Boletim Anbima**, ano II, n. 14, Rio de Janeiro, jan. 2011b.

_____. Mercado de renda fixa. **Boletim Anbima**, ano II, n. 22, Rio de Janeiro, set. 2011c.

_____. Mercado de renda fixa. **Boletim Anbima**, ano II, n. 23, Rio de Janeiro, set. 2011d.

_____. Mercado de renda fixa. **Boletim Anbima**, ano II, vários números, Rio de Janeiro, 2011e.

_____. Mercado de capitais. **Boletim Anbima**, ano VI, n. 65, Rio de Janeiro, out. 2011f.

_____. Mercado de capitais. **Boletim Anbima**, ano VI, vários números, Rio de Janeiro, 2011g.

_____. **Novo mercado de renda fixa: premissas e propostas**. Rio de Janeiro, 6 abr. 2011h. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/nmrf/propostas.asp>>. Acesso em: 2 maio 2011.

_____. **Tabelas de registros**. out. 2011i. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br>>.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de estabilidade financeira**. v. 10, n. 2, Brasília, set. 2011a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

_____. **Política monetária e operações de crédito do sistema financeiro**. set. 2011b. (Nota para Imprensa).

_____. **Mercado aberto**. set. 2011c. (Nota para Imprensa).

_____. **Política monetária e operações de crédito do sistema financeiro**. Vários anos. (Nota para Imprensa).

BRASIL. Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, 31 dez. 2010. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/Mpv/517.htm>. Acesso em: 21 mar. 2011.

CEMEC – CENTRO DE ESTUDOS DO MERCADO DE CAPITAIS. Contas financeiras CEMEC. **Informativo mensal**, São Paulo, ago. 2011. Disponível em: <http://www.cemec.ibmec.org.br/cemec/estudos_relatorios_apresentacoes/indicadores_cemec.aspx>.

CINTRA, M. A. A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. In: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Editora UNESP, 2006. p. 321-346.

COTIAS, A. Com aperto monetário, sobe custo de captação dos bancos. **Valor Econômico**, 7 fev. 2011.

COUTINHO, L. **Contribuição ao desenvolvimento do mercado de renda fixa**. In: SEMINÁRIO ANBIMA DE MERCADO DE CAPITAIS, 6. Rio de Janeiro: BNDES 5 abr. 2011. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/nmrf/apresentacoes.asp>>.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Informativo CVM**, set. 2011.

FREITAS, M. C. P. Estratégias concorrenciais e crédito bancário no Brasil no contexto pós-crise. In: FUNDAP – FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO. **Boletim de conjuntura**, n. 6, p. 19-40, 2011.

_____. Mercado brasileiro de capitais no período 2003-2008: evoluções e tendências. In: BIASOTO JUNIOR., G. *et al.* **Panorama das economias internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global**. São Paulo: FUNDAP, 2009a. p. 235-252.

_____. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, 2009b. p. 125-145.

_____. **Evolução e determinantes do crédito bancário no período 2001-2006**. Relatório 2 do Subprojeto VIII – Crédito bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais. Pesquisa O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Convênio: BNDES-CECON-IE/UNICAMP, ago. 2007. Disponível em: <<http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoVIIIRelat2BNDES.pdf>>.

FRISCHTAK, C. **Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil**: análise e recomendações. São Paulo: IEDI/Instituto Talento Brasil, out. 2010. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20101108_flp.pdf>. Acesso em: 9 nov. 2010.

FUNDAP – FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO. Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito de câmbio. **Boletim de economia**, n. 3, p. 3-11, abr. 2011. (Seção Conjuntura em foco).

_____. **O mercado de crédito em 2009**: a força dos bancos públicos. São Paulo: FUNDAP, jun. 2010. (Nota Técnica Grupo de Conjuntura). Disponível em: <<http://debates.fundap.sp.gov.br/>>.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal**: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010. Brasília, ago. 2011. (Comunicado Ipea, n. 1005).

LEAL, R.; SILVA, A. **O mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil**. Rio de Janeiro: Andima, 2008.

LOPREATO, F. **Gestão da dívida pública**: é preciso avançar. Relatório 2 do Subprojeto V – Integração das políticas monetária, cambial e fiscal. Pesquisa O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Convênio: BNDES-CECON-IE/UNICAMP, ago. 2007.

MANDL, C. Bradesco testa oferta de letras financeiras, **Valor econômico**, 10 ago. 2011.

OLIVEIRA, G. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades. 2009. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia/UNICAMP, São Paulo, 2009.

PAULA, L. F. *et al.* **O mercado de títulos de dívida**. Relatório 2 do Subprojeto IV – Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Coordenado por Ricardo de M. Carneiro. São Paulo: Instituto de Economia/UNICAMP, 2009. Disponível em: <<http://www.iececon.net>>.

net/arquivos/SubprojetoIVRelat2BNDES.pdf>. Acesso em: 6 abr. 2010.

PINHEIRO, V.; MANDL, C. Daycoval capta R\$ 200 milhões em letra financeira. **Valor econômico**, 23 set. 2011.

PRATES, D.; FREITAS, M. C. P. **Crédito bancário corporativo no Brasil**: evolução recente e perspectivas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3. São Paulo, FGV, 11-13 ago. 2010. Disponível em: <<http://www.ppgge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/58.pdf>>.

PRATES, D. *et al.* **Mercado de crédito bancário**. Relatório do Subprojeto II – Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Coordenado por Ricardo de M. Carneiro. São Paulo: Instituto de Economia/UNICAMP, 2009. Disponível em: <<http://www.ieecon.net/pesquisa.htm>>.

PUGA, F.; BORÇA JUNIOR, G. Perspectivas de investimento na infraestrutura 2011-2014. **Visão do desenvolvimento**, n. 92, Rio de Janeiro: BNDES, 25 fev. 2011a.

_____. Perspectivas de investimento na indústria 2011-2014. **Visão do desenvolvimento**, n. 91, Rio de Janeiro: BNDES, 25 fev. 2011b.

PUGA, F. *et al.* Perspectiva do investimento na economia brasileira. In: TORRES, E.; PUGA, F.; MEIRELLES, B. (Org.). **Perspectiva do investimento**: 2010-2013. Rio de Janeiro: BNDES, p. 13-50, mar. 2011.

SILVA JUNIOR, A. Bradesco estuda fazer emissão pública de letra financeira. **Estadão**, 31 jan. 2011.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ARAUJO, S. Novo mercado para títulos privados. **O Estado de S. Paulo**, Caderno Economia, 4 abr. 2011.

COPPOLA, G.; PETROFF, K. Bradesco planeja uma oferta pública de letras financeiras em breve. Bloomberg, reproduzido por Exame, 12 ago. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/bradesco-testa-apetite-por-letra-financeira-com-oferta-publica>>. Acesso em: 18 set. 2011.

TRAVAGLINI, F. BNDES poderá emitir até R\$ 40 bi em novos títulos. **Valor econômico**, 17 dez. 2010.

TRAVAGLINI, F.; MANDL, C. Governo incentiva debênture para inovação. **Valor econômico**, 24 maio 2011.

FINANCIAMENTO E EXPOSIÇÃO CAMBIAL DAS FIRMAS BRASILEIRAS APÓS A CRISE DE 2008: CONDICIONANTES E IMPACTOS SISTÊMICOS*

Edison Benedito da Silva Filho**

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais fatores que potencializam a vulnerabilidade do Brasil e de outros países emergentes ao contágio das crises financeiras globais é a forte dependência do endividamento em moeda estrangeira e da entrada de capitais para o financiamento das atividades produtivas das empresas nacionais. Nestas economias, em geral, prevalece uma condição de escassez do crédito bancário ao setor produtivo, em virtude tanto do baixo grau de aprofundamento do sistema financeiro quanto de outras vulnerabilidades macroeconômicas e institucionais que restringem a oferta de crédito no mercado doméstico. Por isto, o acesso aos mercados financeiros internacionais tem se constituído historicamente em um elemento central na determinação dos ciclos de negócios dos países em desenvolvimento.

Contudo, em virtude das inovações do sistema financeiro nas últimas décadas, a exposição ao risco em moeda estrangeira por parte dos agentes econômicos nos países em desenvolvimento não se dá mais apenas por meio de instrumentos convencionais de crédito e da emissão de papéis junto aos investidores estrangeiros. São cada vez mais frequentes as operações envolvendo empresas não financeiras no mercado futuro de câmbio, bem como a utilização de diversos outros instrumentos de *hedge* de curto prazo por meio de derivativos.

Derivativos são instrumentos financeiros que têm seus fluxos de pagamentos atrelados ao preço de mercado de algum outro bem, indicador ou instrumento financeiro, a exemplo de taxas de juros e de câmbio, índices de bolsas de valores etc. A princípio, os derivativos apresentam diferentes graus de complexidade, de acordo com a quantidade de indicadores envolvidos no contrato e de

* Este capítulo elaborado com informações disponíveis até o terceiro trimestre de 2012. O autor agradece os comentários e as sugestões de André Gustavo Pineli Alves, Keiti da Rocha Gomes, Marcos Antonio Macedo Cintra e Renato Coelho Baumann, bem como o apoio de Karen Cursino Figueiredo no levantamento das informações aqui utilizadas.

** Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

parâmetros de negociação estabelecidos entre as partes. Os contratos negociados em bolsas de valores, contudo, costumam ser padronizados.

Os instrumentos derivativos podem ser negociados em bolsas (*exchange-traded*) ou no mercado de balcão (*over-the-counter*). No mercado de balcão, as operações são realizadas entre dois agentes, enquanto nas bolsas ocorrem entre o agente e a bolsa, que funciona como uma câmara de compensação (*clearing house*), ou seja, é quem efetua as compensações das posições credoras e devedoras dos participantes. Contudo, os mercados organizados de derivativos financeiros dispõem de uma regulamentação extremamente detalhada, que estabelece as condições de negociação, a definição do produto, a quantidade unitária de cada contrato, a moeda de pagamento e os vencimentos das operações. Além disso, o risco de crédito é relativamente limitado, pois a bolsa ou a câmara de compensação assume a contrapartida das operações. Os mercados de balcão primam pela ausência de normas e especificações dos diversos instrumentos negociados, permitindo que se adaptem às necessidades dos usuários. Portanto, montam-se nestes mercados operações sob medida – em termos de volume, prazo, preço futuro e outras variáveis –, dificultando, assim, os procedimentos de regulamentação e supervisão por parte das autoridades. Como os contratos do mercado de balcão não são padronizados, eles também possuem menor grau de liquidez (Farhi, 1998; 1999; 2001).

Atualmente, até as firmas que não atuam no comércio exterior acessam esses novos instrumentos financeiros, embutidos em contratos nas mais diversas modalidades de crédito ao setor produtivo. E este novo fator de risco tem adquirido crescente importância, como um canal de contágio das economias emergentes à volatilidade dos mercados internacionais.

O mercado de derivativos dos países emergentes tem crescido rapidamente nos últimos anos – estimativas recentes apontam que ele movimenta por dia cifras superiores a US\$ 1,2 trilhão (Mihaljek e Packer, 2010, p. 44). O Brasil ainda responde por uma parcela reduzida deste montante – cerca de US\$ 170 bilhões diários, somando contratos de moeda e de juros –, mas tem ampliado consistentemente sua participação relativa a cada ano. A crise de 2008 expôs, contudo, as fragilidades da economia brasileira, a exemplo de outros países emergentes,¹ ante o elevado grau de exposição do setor privado nacional a estes instrumentos financeiros.

As dificuldades impostas às empresas brasileiras pela deterioração do ambiente econômico internacional ao longo de 2008 foram agravadas pelos impactos da brusca desvalorização do real frente ao dólar e do congelamento do mercado

1. Diversos estudos apontam os efeitos deletérios da crise de 2008 para os países emergentes, destacando-se as perdas incorridas pelas empresas destes países que se encontravam mais expostas nos mercados futuros de câmbio. Os trabalhos de Dodd e Griffith-Jones (2007), Dodd (2009) e Farhi e Borghi (2009) apresentam dados sobre o desempenho das empresas dos países emergentes afetados pela crise. Por sua vez, Alves (2011) realiza um estudo mais aprofundado acerca das estratégias de financiamento das principais firmas exportadoras da Rússia, bem como dos efeitos da desvalorização cambial e da queda no preço das *commodities* sobre seu desempenho.

de câmbio no país após a falência do banco americano Lehman Brothers, em setembro de 2008. Este inesperado movimento² resultou na fragilização e falência de grandes empresas industriais, tais como Sadia e Aracruz, devido ao seu elevado grau de exposição ao risco cambial por meio de contratos de derivativos, cujo montante era até então desconhecido pelo mercado. Diante da retração do crédito privado às empresas, houve a necessidade de intervenção maciça das maiores instituições financeiras públicas do Brasil para fornecer liquidez ao sistema bancário, prevenindo o agravamento da crise no mercado doméstico. Não obstante, as consequências do choque cambial de 2008 foram severas em termos de fragilização patrimonial e redução da capacidade de investimento das firmas nacionais para os anos subsequentes. O Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements* – BIS) estimou em aproximadamente US\$ 25 bilhões o total de perdas das empresas brasileiras com operações envolvendo derivativos cambiais no último trimestre daquele ano (BIS, 2009, p. 55).

Em 2011, após um novo ciclo de apreciação do real, a economia brasileira sofreu os efeitos de uma acentuada desvalorização cambial decorrente da “fuga para a qualidade” do capital internacional, na esteira do agravamento da situação financeira dos bancos europeus. A crescente preocupação das autoridades financeiras do Brasil quanto ao nível de exposição das corporações nacionais à variação cambial culminou na introdução de uma série de medidas regulatórias visando monitorar o mercado de derivativos e conter o endividamento excessivo em moeda estrangeira do setor privado.³ A urgência e profundidade com que estas mudanças institucionais foram adotadas demonstram a relevância destes fatores de risco como possíveis fontes de vulnerabilidade sistêmica da economia brasileira, não obstante a melhoria dos fundamentos macroeconômicos do país a partir dos anos 2000 (Ipea, 2009).

Nesse sentido, convém analisar a evolução do nível de exposição ao risco cambial das corporações brasileiras, sobretudo exportadoras, a partir da crise de 2008, enfatizando suas estratégias de uso de derivativos e outros instrumentos financeiros de curto prazo, bem como os impactos resultantes da intermediação destes contratos e reverberação de potenciais perdas por parte do sistema bancário nacional. Desse modo, este estudo pretende debater as causas para o rápido crescimento desta exposição nos anos precedentes, sua trajetória recente e também seus potenciais efeitos deletérios para a economia brasileira em virtude do aumento do risco sistêmico.

2. Os principais bancos brasileiros esperavam para a segunda metade de 2008 a continuidade da trajetória de valorização da moeda doméstica (Febraban, 2008), baseados em uma visão mais otimista acerca do desempenho da economia internacional e da expectativa de continuidade da política monetária contracionista implementada nos meses anteriores pelo Banco Central do Brasil (BCB). Este consenso contribuiu para validar as apostas dos agentes econômicos no mercado de derivativos, cujos efeitos se mostrariam danosos para bancos e empresas nos meses seguintes.

3. Para uma discussão mais detalhada acerca do conceito e da crescente relevância dos derivativos na economia nacional, bem como a análise de algumas medidas recentes de regulação desse mercado adotadas pelo governo brasileiro, ver seção 5.

O texto se divide em cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção, apresenta-se o arcabouço teórico que embasará a análise dos dados obtidos na pesquisa. Na terceira seção, são discutidos os efeitos da desvalorização cambial de 2008 para as empresas brasileiras que faziam largo uso de contratos de derivativos, com destaque para os casos de Sadia e Aracruz, bem como as estratégias de intervenção do governo para assegurar a estabilidade do sistema econômico. Na quarta seção, analisa-se a evolução do endividamento externo do setor privado nacional de 2008 até os dados mais recentes, com ênfase nas estratégias de exposição cambial de algumas das maiores exportadoras do país; bem como são analisados indicadores acerca do comportamento dos mercados de derivativos cambiais no Brasil nesse período. Na quinta seção, são discutidas as principais medidas implementadas pelo governo brasileiro para a regulação do mercado de derivativos no país, visando prevenir o risco sistêmico e reduzir os impactos da volatilidade do câmbio sobre o setor produtivo da economia. Por fim, apresentam-se considerações apontando a necessidade de um monitoramento efetivo do nível de exposição cambial das empresas e do sistema financeiro nacional, tendo em vista o crescimento do endividamento externo privado no período recente e a ainda limitada transparência dos mercados de derivativos no país e no mundo.

2 DETERMINANTES DA ESTRATÉGIA ESPECULATIVA DAS FIRMAS NO MERCADO DE CÂMBIO

A literatura neoclássica tende a considerar a estratégia especulativa das firmas por meio de instrumentos financeiros como uma questão de oportunidade ou governança, não diretamente relacionada, pois, a fatores de ordem macroeconômica (Rossi Júnior, 2011). A especulação dos agentes econômicos por meio de derivativos (*over-hedging*) constitui um desvio em relação ao propósito original de proteção dos ativos e fluxos de caixa contra a volatilidade de preços (Stulz, 1996; Geczy, Minton e Schrand, 1997). Esta anomalia seria motivada pela assimetria de informação entre as partes – por exemplo, em decorrência de contratos financeiros cujo desenho engendrava uma distribuição desigual de riscos – ou, internamente às corporações, por deficiências nos mecanismos de agência que acarretavam em incentivos perversos à tomada de risco por parte dos gestores de ativos financeiros da firma.⁴

4. Segundo a teoria econômica ortodoxa, na presença de custos de transação significativos, as empresas maiores tenderiam a especular mais que suas concorrentes menores, uma vez que seu acesso ao crédito se dá em condições mais vantajosas. De forma subjacente a este argumento, alguns autores sustentam que as empresas com melhor situação financeira – ou seja, que possuem menor probabilidade de insolvência – podem correr maiores riscos que suas concorrentes, tornando-se, assim, mais propensas a ingressar em estratégias especulativas (Stulz, 1996). Por sua vez, a assimetria de informação pode condicionar as oportunidades especulativas no sentido de privilegiar aquelas empresas com um volume maior de operações relacionadas com o exterior – por exemplo, importadoras, exportadoras e firmas do setor financeiro –, dado que esta característica supostamente lhes assegura acesso a informações mais precisas acerca do comportamento dos agentes que participam do mercado de câmbio (Stulz, 1996; Geczy, Minton e Schrand, 1997). Por fim, há evidência de que firmas com melhores mecanismos de governança na forma de controles institucionais tendem a especular menos que outras nas quais estes controles se mostram menos efetivos (Geczy, Minton e Schrand, 1997). Para uma revisão mais detalhada desta literatura, bem como uma evidência empírica das empresas brasileiras, ver Rossi Júnior (2011).

Contudo, a recente crise econômica demonstra que não é possível negligenciar os condicionantes macroeconômicos que atuam sobre as estratégias de exposição ao risco dos agentes privados, sobretudo, no caso da economia brasileira (Delfim Netto, 2008; Barbosa, 2010; Roubini e Mihm, 2010; Farhi, 2010; Farhi e Prates, 2012). Segundo Beber e Fabbri (2011), em particular, a trajetória do câmbio tem influência significativa na decisão das firmas nacionais quanto à especulação por meio de instrumentos financeiros envolvendo derivativos (Allayannis, Brown e Klapper, 2003; Beber e Fabbri, 2011; Rossi Júnior, 2011). A condição de escassez de crédito constitui uma variável importante neste sentido: a dificuldade no acesso a capital de giro em condições favoráveis, característica de países em desenvolvimento, pode induzir as firmas a recorrerem a empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira para financiarem suas operações correntes, aumentando, assim, sua exposição ao risco cambial (Bodnar e Marston, 2000).

Outro elemento fundamental que contribui para a elevação dos riscos associados ao uso especulativo de derivativos por parte dos agentes privados é a deficiência de mecanismos institucionais de monitoramento e governança desses contratos, tanto por parte do marco regulatório quanto por parte das normas internas das corporações. No caso específico do Brasil, até 2008, este risco era amplificado devido à inexigibilidade de registro de operações com derivativos nos demonstrativos financeiros das corporações e à liberdade quase irrestrita para definição dos parâmetros nos contratos de balcão, permitindo às empresas alavancar suas operações e ampliar os ganhos extraordinários auferidos por meio da venda “a descoberto” de moeda estrangeira. Segundo Farhi e Borghi (2009, p. 172),

as empresas, caracteristicamente produtivas e crescentemente financeiras, enxergaram uma possibilidade de ganho não operacional com esses instrumentos, para além do que representaria uma garantia contra a volatilidade de preços. Isto é, aproveitando-se da elevada alavancagem permitida pela própria existência dos derivativos, em que se pode adquirir, no futuro, um ativo que não se deseja receber, e vender a descoberto outro que não se possui *ex ante*, elas, de fato, não se restringiram ao *hedge*, mas, sim, especularam ao apostarem em determinada direção do comportamento futuro de um ativo sem nenhum tipo de cobertura.

Características do padrão de exposição cambial empregadas pelas empresas brasileiras até 2008 foram: o uso simultâneo de diversos contratos de *swap*⁵ junto a diferentes bancos – que, deste modo, não possuíam informações sobre o grau de

5. Instrumento financeiro destinado a promover a troca de ativos financeiros entre os agentes econômicos contratantes, permitindo a transferência de risco do preço de referência do contrato em contrapartida à assunção de um compromisso na forma de fluxo de pagamentos atrelados a outro índice. Nos contratos de *swap* (troca, em inglês), cada uma das partes se compromete a pagar o montante correspondente à variação de uma taxa ou um ativo no período. É importante notar, contudo, que, ao atuar no mercado de câmbio por meio de contratos de *swap*, o BCB também está assumindo parte dos riscos do setor privado, por meio de uma estratégia que pode resultar em lucros ou prejuízos substanciais de acordo com a volatilidade do câmbio no curto prazo (Afonso, 2010, p. 302-304).

exposição total das firmas –, a não inclusão de riscos associados à variação cambial nos balanços patrimoniais, e a vigência de cláusulas desproporcionais⁶ nos contratos de empréstimo envolvendo derivativos (Farhi e Borghi, 2009, p. 179-181). Destarte, não apenas haveria um incentivo às empresas no sentido de adotar estratégias especulativas em virtude da trajetória consistente de valorização cambial vigente até a crise de 2008, mas, principalmente, a deficiência de instrumentos de regulação eficazes no mercado de derivativos potencializou a disseminação destas estratégias. Como resultado, ampliou-se de forma significativa, nos anos anteriores, a exposição cambial das firmas, e também o risco sistêmico em razão da incapacidade do setor bancário em avaliar com precisão os riscos de contraparte incorridos nas operações com empresas por meio de contratos de derivativos.

A literatura keynesiana, complementada por importantes contribuições de outros ramos do pensamento heterodoxo, permite melhor compreensão do comportamento dos agentes econômicos, posto que enfatiza a condição de incerteza e instabilidade inerente ao funcionamento dos mercados – sobretudo financeiros. Para tanto, esta literatura analisa também os condicionantes econômicos, institucionais e psicológicos que direcionam suas expectativas em relação ao futuro, manifestas em decisões correntes de consumo e investimento (Minsky, 1982; Davidson e Kregel, 1994; Kregel, 1994; 2009; Lima, Sicsú e Paula, 1999; Belluzzo, 2005). Deste modo, a estratégia especulativa deixa de ser uma distorção eventual na trajetória de decisões das firmas e dos indivíduos e passa a constituir um elemento central na explicação dos ciclos de negócios, o que implica que a instabilidade seja uma condição intrínseca ao sistema econômico capitalista. Os condicionantes macroeconômicos e institucionais influenciam a matriz de decisões dos agentes não por meio de eventuais incentivos e distorções dos preços “de equilíbrio”, mas moldando sua própria percepção acerca da dinâmica das opções de alocação de recursos em cada instante do tempo e dos riscos a elas associados (Minsky, 1982; Dequech, 2000).

Belluzzo (2005, p. 228-229) salienta que, após o fim do Regime de Bretton Woods, tomou curso um rápido processo de liberalização financeira e cambial, que acentuou a intensidade dos ciclos de negócios e a volatilidade dos mercados no sistema econômico mundial. Nesta nova etapa de evolução do capitalismo, marcada pela *financeirização da riqueza*, os agentes econômicos passam a “subor-

6. As chamadas cláusulas desproporcionais preveem a limitação das obrigações para apenas uma das partes – o fornecedor do crédito, ou seja, a instituição financeira – em caso de variação do câmbio para além das faixas estipuladas para determinar o preço provável da moeda no momento da liquidação financeira do contrato. Além de ampliar o risco incorrido pelas firmas em um contexto de excessiva volatilidade cambial, estes contratos também pressionavam seu fluxo de caixa por meio da exigência de pagamentos complementares crescentes para garantia de suas obrigações financeiras (“chamadas de margem”). Após a ocorrência de severos prejuízos na esteira da desvalorização do real em 2008, muitas empresas brasileiras buscaram questionar judicialmente as cláusulas desproporcionais embutidas nos contratos com os bancos, alegando a ocorrência de desequilíbrio contratual, condição vedada pela legislação nacional. Para mais informações sobre a operacionalização destes contratos e os questionamentos judiciais ocorridos após a desvalorização do câmbio em 2008, ver Carvalho e Ignacio (2009a; 2009b).

dinar as suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo ‘enriquecimento’ financeiro” (Coutinho e Belluzzo, 1998, p. 138; Carneiro *et al.*, 2011).

Esse processo de financeirização do capital foi reforçado pela desregulamentação dos mercados e eliminação dos instrumentos de regulação estatal, sobretudo no que tange à atividade bancária internacional e aos mecanismos de controle de capitais. A partir do final do século XX, as inovações financeiras se tornaram cada vez mais complexas e frequentes, incorporando novos agentes econômicos na forma de investidores institucionais, *hedge funds*⁷ e grandes seguradoras, por meio de novos desenhos de contratos – com destaque para os derivativos – que permitiam a estes agentes intercambiar rapidamente diferentes riscos, proteger ou alavancar suas operações financeiras. Ao mesmo tempo que este movimento de desregulamentação e liberalização possibilitou ao setor produtivo novas oportunidades de ganhos por meio de estratégias especulativas e valorização patrimonial calcada na expansão creditícia (“inflação de ativos”), no entanto, também tornou o sistema capitalista necessariamente mais instável (Coutinho e Belluzzo, 1998; Belluzzo, 2005; Cintra e Gomes, 2012). Com isto os riscos sistêmicos passaram a ser potencializados, devido ao elevado grau de alavancagem financeira dos agentes econômicos, à maior volatilidade dos preços dos ativos e, sobretudo, ao aprofundamento da interdependência entre os circuitos financeiro e produtivo no seio das economias capitalistas.

Uma vez que se almeje uma melhor compreensão dos determinantes e das consequências do agravamento da exposição cambial das firms brasileiras no contexto da atual crise internacional, é fundamental considerar na análise os condicionantes deste novo padrão de dominância do sistema financeiro que marca o capitalismo contemporâneo. Buscar-se-á neste trabalho, pois, uma análise histórica da trajetória recente de endividamento do setor produtivo nacional, sobretudo voltado à exportação, à luz das interpretações keynesianas e heterodoxas, salientando os efeitos da volatilidade do câmbio em termos de instabilidade dos fluxos de caixa e fragilização do patrimônio das firms.

3 EXPOSIÇÃO CAMBIAL E RISCO SISTÊMICO: A AÇÃO ESTABILIZADORA DO GOVERNO BRASILEIRO E O COLAPSO DAS EMPRESAS ARACRUZ E SADIA

Em que pese os riscos inerentes à exposição cambial, diversas empresas de países emergentes, em particular aquelas voltadas à exportação de *commodities*, sofreram perdas significativas em virtude da desvalorização das moedas nacionais durante a crise de 2008, o que evidencia o caráter disseminado do uso de derivativos

7. Para uma discussão mais detalhada sobre o funcionamento e as estratégias globais dos *hedge funds*, bem como seus impactos para a economia brasileira, ver Cintra e Gomes (2012).

cambiais por parte de firmas de atuação global (Farhi e Borghi, 2009). Convém analisar mais detidamente, portanto, em que contexto macroeconômico as firmas brasileiras operavam no período precedente à crise e como se deu o mecanismo de transmissão de sua fragilização financeira para o sistema bancário a partir da abrupta desvalorização do real na segunda metade de 2008.

Nos anos que antecederam a crise, a economia brasileira apresentava elevadas taxas de crescimento e uma sensível melhoria dos demais indicadores macroeconômicos, com destaque para a solvência do setor público, o aumento das reservas internacionais e uma situação confortável no balanço de pagamentos (Ipea, 2009). Estes fatores induziram um processo de entrada de capitais no Brasil sem precedentes na história do país, cujo impacto mais visível se deu justamente na trajetória contínua de apreciação cambial até o momento da eclosão da crise internacional em 2008.

A depreciação mais expressiva do real em comparação a moedas de outros países emergentes, a partir do aprofundamento da crise de 2008, pode ser associada, portanto, em parte, à expressiva apreciação cambial observada no período anterior. Mas outros condicionantes desempenharam um papel ainda mais relevante para a abrupta perda de valor da moeda doméstica e o aprofundamento da crise no país: em especial, o elevado volume de contratos de derivativos cambiais no Brasil e seu vínculo com operações de crédito no mercado doméstico (Rossi, 2011; Cintra e Gomes, 2012).

Os contratos de derivativos negociados no mercado brasileiro variavam em termos de forma – o chamado *target forward* acoplava uma operação de dólar a termo com uma opção cambial, enquanto o denominado *turn* envolvia várias opções de compra e venda de dólar –, mas, de modo geral, resultavam na mesma assimetria, qual seja, a assunção de maiores riscos por parte do tomador.⁸ Desde que o real continuasse se valorizando, estes contratos garantiam às empresas maiores lucros do que os instrumentos convencionais de *hedge*, ou mesmo a redução do custo do financiamento no caso dos contratos acoplados a operações de crédito.⁹ Em contrapartida, se o real se depreciasse – mais especificamente, se a sua cotação superasse o preço do exercício da opção de compra vendida pela empresa ou a taxa de câmbio a termo –, as perdas do tomador se duplicavam. Os bancos, por

8. Sobre os contratos de derivativos cambiais e as operações de empréstimos vinculadas, ver Lucchesi, Balarin e Valenti (2008), Brandimarte, Balarin e Bautzer (2008), Adachi (2008), Prado (2008) e Delfim Netto (2008).

9. Os bancos acoplavam à operação de empréstimo a venda de uma opção de compra de dólares pela empresa, que, assim, pagava ao banco um prêmio. Enquanto a cotação do real ficasse abaixo do preço de exercício da opção – que dependia da cotação do dólar à vista e foi fixado, na maioria dos casos, na faixa de R\$ 1,73 a R\$ 1,90 –, a empresa se beneficiava de uma redução do custo do empréstimo, que variava de 25% a 50% dos juros do Depósito Interfinanceiro (CDI). Este desconto correspondia, exatamente, ao prêmio da opção – que não era exercida pelo banco. Se a taxa de câmbio ultrapassasse este preço, a empresa passava a pagar a variação cambial a partir de uma cotação predeterminada. Este mecanismo de altíssimo risco – para os tomadores e por consequência para os ofertantes do crédito – parece ter contribuído para perpetuar a escalada da relação crédito/produto interno bruto (PIB) nos oito primeiros meses de 2008 ao reduzir o custo do crédito em um contexto de elevação da taxa de juros básica (Prates *et al.*, 2009).

sua vez, incorriam somente em risco de crédito – isto é, de não pagamento pelas empresas em caso de prejuízo –, já que eram capazes de realizar operações “espelho” na Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F Bovespa)¹⁰ ou mesmo no mercado internacional, neutralizando seu risco cambial. Nessas operações os bancos repassavam aos agentes “comprados em dólar” no mercado futuro as eventuais perdas oriundas da apreciação do real sobre seus contratos de derivativos.

Após a falência do banco americano Lehman Brothers, em setembro de 2008, aumentou em muito a desconfiança sobre a higidez do sistema financeiro doméstico não obstante os bancos brasileiros, ao contrário, por exemplo, dos europeus, deterem apenas uma pequena participação no mercado americano de ações e títulos de dívida privados (Mesquita e Torós, 2010). Esta desconfiança decorreu, para além dos mecanismos psicológicos de contágio da crise internacional, também da deterioração patrimonial de empresas que haviam vendido dólares no mercado futuro por meio de contratos de derivativos com o intuito de apostar na valorização do real e que, subitamente, se viram diante de um cenário de rápida perda de valor da moeda nacional.

Segundo o ex-diretor do BCB Mário Torós, no auge da crise, a posição vendida das empresas brasileiras no mercado futuro de dólar montava a US\$ 38 bilhões (Romero e Ribeiro, 2009). Embora os prejuízos efetivamente realizados tenham sido menores que este montante (US\$ 10 bilhões), houve pânico em razão da ausência de mecanismos de articulação e intercâmbio de informações entre os agentes envolvidos nestes contratos. A fragilização financeira das firmas nacionais mais expostas ao risco cambial suscitou rumores sobre a higidez financeira dos bancos com os quais operavam, ampliando a percepção do mercado sobre a dimensão da crise no Brasil. Esta desconfiança afetou tanto as instituições financeiras que tinham sido contrapartes das operações de derivativos quanto aquelas que detinham direitos ou obrigações junto a estas empresas, que agora buscavam rapidamente se capitalizar por meio do resgate antecipado de CDBs¹¹ e do reescalonamento de dívidas de curto prazo, engendrando um movimento que, no limite, poderia resultar numa crise sistêmica.¹²

A explicitação destes “*hedge* tóxicos”¹³ ou “*subprime* brasileiros” correspondeu, assim, ao chamado “momento da mudança” (*Minsky moment*), na percepção

10. BM&F Bovespa, companhia de capital brasileiro formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Constitui a principal instituição de intermediação para operações do mercado de capitais e a única bolsa conjunta de valores, mercadorias e futuros em operação no país.

11. Certificado de Depósito Bancário (CDB): título nominativo emitido por bancos para captação de recursos junto ao público.

12. Os rumores sobre as dificuldades de caixa dessas instituições foram objeto de entrevista e artigo do ex-diretor do BCB Mário Torós (Romero e Ribeiro, 2009; Mesquita e Torós, 2010).

13. Para uma discussão acerca do funcionamento e dos impactos dos instrumentos financeiros denominados “*hedge* tóxicos”, ver, entre outros, Delfim Netto (2008), Farhi e Borghi (2009), Freitas (2009) e Novaes (2010).

dos investidores, quanto ao elevado risco embutido em instrumentos financeiros complexos e opacos, carregados pelo sistema financeiro nacional (Chianamea, Calixtre e Cintra, 2010). A partir de então, os agentes iniciaram uma fuga para a liquidez que envolveu a compra maciça de moeda estrangeira e a antecipação da execução de garantias e da liquidação de contratos, pressionando ainda mais as cotações do dólar e o fluxo de caixa das empresas endividadas nesta moeda. Uma vez que inexistia o compartilhamento de informações entre bancos acerca do grau de exposição cambial das firmas e sua concentração em termos de volume, prazos de vencimento e instituições credoras vinculadas, era impossível ao mercado implementar de forma eficaz iniciativas endógenas de estabilização, por meio da repactuação de dívidas e negociação entre credores.

As dificuldades na repactuação dos contratos de derivativos eram acentuadas ainda pelo fato de os próprios bancos, sobretudo, os de pequeno e médio porte, terem celebrado contratos similares com instituições financeiras maiores como contraparte de suas operações cambiais com as empresas. Não raro, também estes contratos entre agentes financeiros realizavam operações alavancadas por derivativos visando ampliar os ganhos obtidos tanto com o diferencial de juros internacionais e domésticos quanto com a valorização cambial (*carry trade*).¹⁴ Com a reversão da trajetória cambial na segunda metade de 2008, a exemplo das empresas, também estes bancos foram surpreendidos por crescentes exigências de capital para cobertura de suas posições – chamadas de margem – e, com seu fluxo de caixa pressionado pela escassez dos dólares comprados junto às empresas, não tiveram lastro para suportar a turbulência que se seguiu no mercado. Um ponto relevante é que muitas empresas, neste momento, possuíam contratos de venda de moeda estrangeira a descoberto cujos prazos de vencimento eram superiores a um ano, o que implicaria que, caso tivessem mantido suas posições de derivativos até a liquidação, poderiam se beneficiar da retomada da apreciação da moeda doméstica já a partir do ano seguinte. Mas, diante da incerteza quanto à trajetória cambial e da perspectiva de prejuízos ainda maiores no curto prazo devido à pressão das chamadas de margem, várias destas firmas optaram por antecipar a liquidação de seus contratos ou mesmo cancelá-los junto às instituições credoras – mediante pagamento de pesadas multas –, desmontando seus esquemas especulativos e absorvendo as perdas imediatamente. De fato, é questionável que, ainda

14. Operações de *carry trade* visam propiciar retorno financeiro por meio da arbitragem entre moedas, favorecidas por diferenciais de juros e cupom cambial que superam os custos de transação financeira. No modelo mais simples de operação de arbitragem, um investidor estrangeiro que deseja adquirir ativos em reais oferta dólares no mercado brasileiro, que são adquiridos por um arbitrador e posteriormente revendidos ao BCB em troca de reais. Assim, a princípio, o arbitrador não assumiria qualquer risco cambial, obtendo seu retorno de eventuais diferenças de preço entre as moedas no país e no exterior. Mas, na existência de um “cupom cambial” – diferencial entre o custo de captação da moeda no país e no exterior –, então, é possível se realizar arbitragem também entre o mercado de derivativos de moeda e o *spot* (à vista), potencializando assim a atividade especulativa e a exposição ao risco cambial, dada a possibilidade de alavancagem nos contratos derivativos (Appy, 2011).

que estes agentes vislumbrassem uma nova mudança na trajetória de câmbio no curto prazo, pudessem manter suas posições alavancadas até o momento de reversão do mercado, dados os crescentes requisitos de capital que pressionavam diariamente seu fluxo de caixa durante o período mais turbulento de 2008.

No caso do Brasil, portanto, o risco sistêmico decorrente das perdas com derivativos se agravou não apenas em razão do tamanho das firmas envolvidas, mas, principalmente, porque o setor bancário não era capaz de atuar de forma coordenada no sentido de reescalonar os fluxos de pagamentos dos devedores e, assim, evitar a crise de liquidez decorrente do aumento no volume e da concentração das chamadas de margem no curto prazo. A dificuldade de mensurar precisamente o tamanho da exposição cambial das firmas e do sistema bancário nacional em meio à turbulência de 2008 engendrou uma deterioração ainda mais severa do nível de confiança dos agentes econômicos. À fuga para liquidez precipitada nos países centrais, seguiram-se o agravamento da incerteza acerca da estratégia de intervenção do governo brasileiro no mercado de câmbio¹⁵ e a desconfiança em relação à transparência dos demonstrativos de empresas e bancos do país. Como descrevem Farhi e Borghi (2009, p. 181):

Em primeiro lugar, (...) [as perdas dessas empresas] provocaram forte elevação da volatilidade e da desvalorização das moedas nacionais que já vinham sofrendo as repercussões da crise internacional. Em segundo lugar, tais prejuízos passaram a constituir um risco de crédito (...). Como ninguém sabia com precisão quais empresas e quais bancos estavam envolvidos, isso constituiu um fator suplementar para o forte empoçamento de liquidez nas operações interbancárias e a acentuada redução do crédito para pessoas jurídicas nas economias emergentes, mesmo nas que possuem um sistema bancário que não estava ligado às complexas operações que resultaram na crise financeira internacional. Em terceiro lugar, observou-se um processo de perda de confiança nas empresas, em decorrência de suas operações

15. Mesmo em um regime de flutuação cambial, são várias as razões para o governo intervir no mercado de moedas em uma situação de excessiva volatilidade dos preços, mesmo que interprete este movimento como transitório. Uma rápida e pronunciada desvalorização da moeda nacional pode ter impactos inflacionários significativos, devido não apenas ao encarecimento dos custos das empresas e à diminuição da pressão concorrencial das importações, mas, em especial, no caso dos países emergentes, também à existência de diversos contratos de fornecimento de serviços públicos cujos preços estão em algum grau indexados ao câmbio. Uma vez que a autoridade monetária identifique um elevado potencial de transmissão dos efeitos da depreciação da moeda para o nível de preços (*pass through*), ela terá incentivos para agir mais rapidamente no sentido de conter movimentos de desvalorização cambial do que em situações em que o câmbio se desloca no sentido oposto – quando há, inclusive, um ganho no curto prazo em termos de redução do componente inflacionário. Em razão das experiências de fuga de capitais ocorridas nas últimas décadas e dos seus impactos sobre a inflação, esta parece ser a realidade enfrentada pelo BCB.

No entanto, quando inexistente o compromisso formal ou mesmo implícito do governo para com qualquer taxa de câmbio, o cálculo dos agentes acerca da trajetória futura da taxa de câmbio se torna prejudicado mesmo no curto prazo, posto que flutuações de menor intensidade neste mercado podem ser interpretadas como ajustes fundados em variáveis reais da economia, destarte, não devem ser mitigados pela intervenção da autoridade monetária. Além disso, as próprias características do regime de flutuação em uma economia dependente de investimento estrangeiro direto para financiamento de suas contas externas, em um contexto em que o contágio ao ânimo dos mercados mundiais é facilitado pela ausência de controles efetivos da conta financeira, tal qual o caso brasileiro, tornam a ação do governo ineficaz no sentido de evitar o *overshooting* cambial no curto prazo (Ocampo, 1999; Dodd, 2009).

pouco transparentes realizadas em mercados opacos. Isso significou uma dificuldade maior na obtenção de novos empréstimos ou renovação de antigos, não apenas porque as firmas que incorreram nesses prejuízos com derivativos perderam credibilidade junto aos bancos por efetuarem operações “desconhecidas”, mas também porque comprometeram, em grande medida, seus lucros futuros, destinados ao pagamento dessas dívidas.

O agravamento da crise bancária no país resultou no congelamento generalizado das linhas de crédito ao setor produtivo, afetando, assim, de forma indiscriminada tanto as empresas mais expostas aos riscos dos contratos de derivativos quanto as que não fizeram uso destes instrumentos com fins especulativos (Ismael *et al.*, 2011, p. 413). A intervenção do governo no sistema bancário no segundo semestre de 2008, sobretudo por meio do Banco Central do Brasil (BCB), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), do Banco do Brasil (BB) e da Caixa Econômica Federal (CEF), foi, portanto, essencial para conter a desconfiança dos agentes financeiros e, assim, possibilitar a estabilização do mercado.¹⁶ Esta intervenção não se deu apenas por meio da concessão de linhas de crédito emergenciais – utilizando inclusive reservas internacionais, com supervisão do BCB¹⁷ –, mas também em nível institucional, mediante a intermediação dos processos de reescalonamento e abatimento parcial das dívidas das empresas junto ao setor bancário. Conforme salientou o presidente do BNDES Luciano Coutinho (*apud* Ismael *et al.*, 2011, p. 413):

Naquele momento, era indispensável essa coordenação para evitar que um jogo individualista por parte dos bancos resultasse em uma deterioração geral da carteira de todos. Uma parte do problema decorria do fato de que o banco que tinha uma fatia pequena dos créditos de uma determinada empresa, ficava tentando a tirar sua parte, a resgatá-la. O credor grande, que tinha uma fatia relevante, não podia fazer isso porque sabia que iria asfixiar a empresa. Se todos os bancos que tivessem fatias pequenas buscassem sair, ia ser um problema grave. Daí a ideia de o BNDES coordenar, para que os bancos atuassem conjuntamente. Alguns bancos pequenos premidos por falta de *funding* no interbancário tiveram que pular fora, e foi necessário suprir o espaço deles, coordenadamente. Várias grandes empresas exportadoras foram obrigadas a absorver grandes prejuízos com derivativos alavancados.

16. Para mais informações sobre a atuação do BNDES e dos demais bancos públicos federais durante a crise de 2008, ver Ismael *et al.* (2011) e Carneiro *et al.* (2009), bem como o capítulo escrito pela professora Maria Cristina Penido de Freitas para este livro.

17. Em entrevista publicada na *Folha de S. Paulo*, em 2009, o ex-presidente do BCB, Henrique Meirelles, declarou: “grandes empresas brasileiras tinham assinado contratos de derivativos vendendo dólares equivalentes, em alguns casos, a anos de exportação. Com a depreciação cambial, o prejuízo dessas empresas aumentou enormemente. Elas ficaram insolventes. Eram empresas grandes, não se sabia quantas nem quais. Elas tinham contrato majoritariamente com bancos internacionais. Só que mantinham linhas de crédito com grandes bancos nacionais. Aqui de novo, não se sabia quantos ou quais. (...) O prejuízo poderia chegar a proporções monumentais. O mercado estava de tal maneira alavancado que, se o Banco Central não interviesse, geraria perdas extravagantes para bancos brasileiros que tinham crédito com essas companhias” (Malbergier e Aith, 2009).

Embora bem-sucedida, a ação interventora do governo brasileiro imediatamente após o agravamento da crise não foi capaz de assegurar a sobrevivência de alguns dos mais importantes conglomerados industriais do país. Exemplos disso foram a Aracruz e a Sadia, cujos prejuízos com contratos de derivativos cambiais alcançaram a monta de R\$ 4 bilhões e R\$ 2,5 bilhões, respectivamente, inviabilizando a possibilidade de recuperação de sua solidez patrimonial (Bacic, Silveira e Souza, 2010, p. 53). Estas empresas tiveram de ser posteriormente absorvidas por concorrentes com auxílio de linhas de financiamento público, de modo a evitar o desmantelamento de plantas e demissões de trabalhadores. No setor financeiro, diversos bancos de menor porte que intermediavam contratos de derivativos e mesmo gigantes como Itaú e Unibanco foram fortemente atingidos pela crise,¹⁸ precipitando um movimento de consolidação do setor por meio de fusões ou aquisições de outras instituições em dificuldades.

A Aracruz já fazia uso de derivativos cambiais com fins especulativos pelo menos desde 2004, tendo auferido lucros expressivos com estas operações – da ordem de R\$ 630 milhões até o primeiro semestre de 2008, o que equivalia a 13% de todo o resultado da firma do período (Ragazzi e Valenti, 2008). Pelo fato de auferir a maior parte de suas receitas com exportações e ter em contrapartida cerca de 75% de seus custos denominados em reais, a empresa teve suas margens de lucro crescentemente pressionadas com a valorização do real nos anos anteriores à crise. A firma então passou a fazer uso da especulação no mercado cambial como instrumento de compensação das perdas em suas atividades produtivas causadas pela apreciação da moeda doméstica, sendo beneficiada nesta estratégia pela introdução por parte dos bancos de novos produtos financeiros que permitiam alavancar suas operações de *hedge*.¹⁹

18. Em 3 de novembro de 2008, os bancos Itaú e Unibanco anunciaram a fusão mediante a constituição de uma *holding* da qual as famílias controladoras dos dois bancos assumiram 50% cada uma. Este formato da transação surpreendeu o mercado e alimentou rumores de que o caixa do Itaú teria sido muito afetado pelas chamadas de margem na BM&F Bovespa em operações de derivativos de câmbio com empresas brasileiras. Com sua higidez financeira sob suspeita, o Unibanco foi forçado a antecipar a divulgação dos resultados do terceiro trimestre e lançar um programa de recompra de ações (Freitas, 2009).

19. Segundo Carneiro *et al.* (2009, p. 49, grifo nosso), “o Itaú oferecia aos seus clientes corporativos operações de crédito vinculadas a derivativos desde o ano 2000 (...), contudo as operações mais exóticas, envolvendo mais de um derivativo, surgiram quando a trajetória de apreciação do real se intensificou. Os contratos já incluíam termo de ciência, mas, após a crise, o banco iniciou uma política de aprimoramento do seu controle interno e de *suitability* (adequação do produto ao cliente), que considera não somente os demonstrativos financeiros, mas também aspectos de governança, capacidade de *risk management*, etc”. Evidencia-se, pois, como a trajetória de uma variável macroeconômica essencial – a taxa de câmbio – acabou por moldar a própria percepção dos agentes privados quanto ao risco e à viabilidade de suas estratégias no mercado financeiro: a apreciação continuada da moeda doméstica fez aumentar sua disposição em incorrer em maiores riscos cambiais por meio de apostas pró-cíclicas, em vez de lhes sinalizar a necessidade de mais cautela frente à probabilidade crescente de reversão do ciclo.

Ao final do terceiro trimestre de 2008, a Aracruz ostentava uma exposição em contratos de venda a descoberto de moeda estrangeira no valor de R\$ 340 milhões mensais, ou R\$ 4 bilhões em doze meses, o que, por sua vez, equivaleria a mais de dois anos de suas receitas. Contudo, dadas as características dos contratos derivativos, que envolvem cláusulas desiguais, as perdas mensais da empresa em caso de desvalorização do real seriam muito maiores que o valor nocional destes contratos, utilizado para estimar sua exposição cambial (Ragazzi e Valenti, 2008; Delfim Netto, 2008; Farhi e Borghi, 2009). Após realizar a liquidação antecipada de vários contratos de venda a descoberto de dólares, a Aracruz informou ao mercado em setembro de 2008 que seu resultado do exercício havia sido um prejuízo contábil de R\$ 1,95 bilhão.²⁰ Não obstante, o esforço da empresa e de outras também expostas para obter no mercado à vista os dólares necessários à cobertura de suas posições no mercado futuro contribuiu para pressionar ainda mais o câmbio e, assim, ampliar suas perdas no curto prazo (Ragazzi e Valenti, 2008; Lucchesi, Balarin e Valenti, 2008).

No caso da Sadia, além da exposição excessiva no mercado cambial, Novaes (2009, p. 7-10) também aponta como fator determinante para sua quebra a ausência de controles internos que limitassem a liberdade de ação dos seus gestores de tesouraria e permitissem um monitoramento efetivo do grau de alavancagem da empresa no curto prazo. Em particular, o fato de os agentes responsáveis pela definição dos parâmetros de risco e política de exposição cambial da companhia serem os mesmos encarregados de auditar internamente os resultados das operações financeiras constituiu um grave conflito na sua estrutura de governança, reduzindo a transparência e aumentando o risco de uma exposição excessiva no curto prazo.

Detectou-se posteriormente que grande parte do lucro alcançado pela empresa nos anos que antecederam seu colapso tinha origem na especulação com contratos derivativos,²¹ cujo volume no curto prazo e riscos associados não eram conhecidos no mercado e tampouco obedeciam aos próprios parâmetros de gestão adotados formalmente pela empresa. A posição líquida vendida em contratos

20. A maior parte dos instrumentos de derivativos empregados pela Aracruz previa que, em caso de valorização do dólar para além do patamar preestabelecido de venda, a companhia seria obrigada a pagar ao banco o equivalente ao dobro da diferença entre este patamar e a cotação vigente no momento da liquidação do contrato. Em setembro de 2008, a empresa decidiu liquidar contratos com o dólar cotado a R\$ 1,91, mantendo uma posição vendida em descoberto a R\$ 1,76. Para calcular suas perdas, a diferença resultante (R\$ 0,15) deve ser multiplicada por 2 (R\$ 0,30) e aplicada ao valor nocional de sua exposição cambial total para o ano (aproximadamente R\$ 4 bilhões), resultando assim no valor de R\$ 1,95 bilhão que foi informado como prejuízo contábil da empresa no ano. Para mais informações sobre a operacionalização destes contratos, ver Lucchesi, Balarin e Valenti (2008) e Delfim Netto (2008).

21. A participação das operações com derivativos nos resultados da empresa foi crescente no período anterior à crise, alcançando o patamar de 80% do lucro total realizado no primeiro semestre de 2008 (Oliveira, 2010).

futuros de dólar da Sadia saltou de R\$ 405,5 milhões em dezembro de 2007, para R\$ 3,1 bilhões em junho de 2008 (Novaes, 2009, p. 5). Por sua vez, a posição líquida passiva da empresa em moeda estrangeira era negativa – ou seja, uma desvalorização do real traria impactos líquidos negativos sobre seus ativos – e subiu para R\$ 783 milhões no mesmo período. Isto sugere que a empresa adotava uma estratégia especulativa no mercado cambial: se a Sadia buscasse apenas a proteção de seus ativos contra a variação do câmbio, seu balanço deveria apresentar uma posição líquida *comprada* em dólares no mercado futuro, em um montante equivalente ao de sua posição líquida passiva.

Ao final de 2008, a Sadia informou ao mercado um prejuízo contábil de R\$ 2,5 bilhões e, coincidentemente, o primeiro resultado negativo de toda a sua história. Grande parte deste prejuízo pode ser explicado por uma estratégia especulativa particularmente arriscada adotada pela firma: a Sadia operava no mercado futuro de câmbio com contratos denominados “2 para 1”, que, *grosso modo*, significam duas operações de venda de moeda estrangeira para uma de compra (Oliveira, 2010). Assim, a empresa obtinha ganhos ainda maiores com a apreciação do real, mas também teria de recorrer ao mercado à vista para cobrir parte de sua exposição em dólares. Enquanto os fluxos de capitais externos assegurassem a liquidez do mercado interno de dólares, a empresa não encontraria problemas para rolar estes contratos. Contudo, com a reversão do câmbio na segunda metade de 2008, houve escassez de dólares no país e a Sadia se encontrou em uma situação de insolvência em razão da impossibilidade de honrar seus contratos de entrega de moeda estrangeira.

Para uma melhor compreensão das razões que desencadearam o colapso de gigantes industriais como Sadia e Aracruz, é necessário analisar os mecanismos financeiros de transmissão que potencializavam a exposição cambial destas empresas por meio dos bancos que constituíam a contraparte de suas complexas operações. O setor bancário desempenhou um papel central na crise sistêmica de 2008 no Brasil, a qual exigiu uma profunda intervenção estatal no sentido de estabilizar o mercado de crédito no país e, assim, evitar o transbordamento de sua volatilidade para o conjunto do setor produtivo da economia nacional. A razão disso é que não apenas os bancos auxiliaram as grandes empresas a estruturarem esquemas alavancados de exposição no mercado cambial potencializando seus riscos, mas também disseminaram operações similares para diversas outras empresas, inclusive pequenas e médias que jamais haviam operado com comércio exterior. Estes contratos foram utilizados como contrapartida de operações de crédito, desvirtuando seu propósito original de proteção contra a

volatilidade cambial na medida em que envolviam cláusulas desiguais que impunham às firmas riscos desconhecidos ou imprecisos no momento da contratação, tais como ajustes diários no valor dos contratos e chamadas de margem (Prates *et al.*, 2009; Freitas, 2009).

As operações com derivativos cambiais das empresas constituem, pois, uma fonte potencial de risco para o sistema econômico cuja relevância não pode ser menosprezada, uma vez que possuem como contrapartida outras operações alavancadas no mercado de moedas por parte dos bancos. Destarte, faz-se necessário analisar a qualidade do endividamento do setor produtivo privado – com ênfase na sua exposição a riscos de derivativos cambiais – e também o grau de exposição dos bancos a estas operações, de modo a se obter um indicativo mais claro para a mensuração dos potenciais riscos sistêmicos derivados do contágio da economia doméstica pela crise internacional.

4 EVOLUÇÃO DO NÍVEL DE EXPOSIÇÃO CAMBIAL DAS FIRMAS BRASILEIRAS E DO MERCADO NACIONAL DE DERIVATIVOS DE MOEDA ESTRANGEIRA APÓS A CRISE DE 2008

A análise da evolução da dívida externa bruta do Brasil a partir de 2007 (tabela 1) revela um crescimento significativo do volume de compromissos em moeda estrangeira assumidos pelos bancos e pelas empresas não financeiras nacionais nos últimos anos, notadamente ao longo de 2009 e 2010. Este processo se deu na esteira do forte crescimento do investimento público realizado nestes anos, capitaneado, sobretudo, pelas estatais: somente Petrobras e Eletrobrás foram responsáveis por metade do montante da dívida externa privada acumulada neste período. Mas também o setor produtivo privado ampliou sensivelmente seus investimentos no período recente, em grande parte, financiados pelo endividamento externo, que deu um salto de, aproximadamente, 50% nos últimos cinco anos (tabela 1).

TABELA 1
Dívida externa bruta do Brasil, por tomador (2007-2012)
 (Em US\$ milhões)

Discriminação	2007				2008				2009				2010				2011				2012
	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.	Jun.	Set.	Dez.	Mar.
I – Governo geral	69.604	68.798	67.292	66.043	65.377	64.821	63.050	62.555	62.689	63.995	64.837	64.372	62.034	63.070	65.600	65.127	63.029	60.273	58.678	57.838	58.695
II – Autoridade monetária	85	85	14	14	13	12	9	10	6	7	4.578	4.513	4.383	4.270	4.493	4.446	4.577	4.621	4.508	4.433	4.472
III – Bancos	49.913	75.448	77.487	75.009	80.778	82.086	88.998	74.237	68.118	72.267	72.090	63.623	71.462	84.583	98.722	103.143	119.475	134.161	139.650	138.249	138.012
Curto prazo	29.840	45.481	42.193	38.184	38.444	40.478	46.365	34.943	30.877	34.450	34.995	28.497	32.745	42.399	53.874	51.079	48.848	49.157	43.163	38.066	32.877
Longo prazo	20.073	29.967	35.294	36.825	42.334	41.608	42.633	39.294	37.241	37.816	37.095	35.126	38.717	42.185	44.849	52.063	70.627	85.004	96.486	100.184	105.135
IV – Outros setores	62.480	47.028	50.539	52.153	55.469	58.617	59.324	61.538	61.862	62.728	63.429	65.684	73.653	76.726	78.997	84.088	88.865	92.594	95.383	97.685	97.661
IV.1 – Empresas financeiras não bancárias	9	0	224	222	221	213	213	216	210	206	205	223	223	218	837	831	830	826	836	834	834
IV.2 – Empresas não financeiras	62.181	46.754	49.957	51.534	54.846	57.708	58.355	60.783	61.167	62.047	62.730	64.933	72.931	75.986	77.708	82.103	86.648	90.249	92.905	95.149	94.927
Curto prazo	4.708	410	567	669	517	745	1.087	1.398	1.413	1.457	2.492	2.389	2.801	3.442	4.424	6.112	8.502	5.440	2.698	2.047	1.274
Longo prazo	57.473	46.345	49.390	50.865	54.330	56.963	57.267	59.385	59.754	60.590	60.238	62.544	70.129	72.545	73.284	75.991	78.147	84.809	90.207	93.102	93.653
IV.3 – Famílias e organizações sem fins lucrativos	290	273	358	397	401	696	756	539	486	475	494	528	500	522	452	1.154	1.387	1.519	1.642	1.702	1.901
V – Investimento direto: empréstimos intercompanhia	33.462	38.938	42.301	47.276	51.847	56.893	61.585	64.570	67.251	71.111	77.172	79.372	81.473	80.916	85.387	95.137	102.144	104.555	102.087	105.913	115.521
Dívida externa bruta (I + II + III + IV + V)	215.543	230.296	237.632	240.495	253.483	262.429	272.966	262.910	259.926	270.107	282.107	277.563	293.005	309.566	333.199	351.941	378.092	396.203	400.306	404.117	414.362
Posição das reservas internacionais (liquidez)	109.531	147.101	162.962	180.334	195.232	200.827	207.494	206.806	202.460	208.425	224.213	239.054	243.953	253.114	275.206	288.575	317.146	335.775	349.708	352.012	365.216
Dívida do setor privado/reservas internacionais	56,8%	31,8%	30,7%	28,6%	28,1%	28,7%	28,1%	29,4%	30,2%	29,8%	28,0%	27,2%	29,9%	30,0%	28,2%	28,5%	27,3%	26,9%	26,6%	27,0%	26,7%
Dívida bruta do setor privado + empréstimos intercompanhias/reservas	87,3%	58,3%	56,6%	54,8%	54,6%	57,1%	57,8%	60,6%	63,4%	63,9%	62,4%	60,4%	63,3%	62,0%	59,3%	61,4%	59,5%	58,0%	55,8%	57,1%	58,4%

Fonte: BCB (2012).

A tabela 1 mostra que, a partir de 2008, verificou-se uma melhoria substancial dos indicadores brasileiros de endividamento externo no tocante à solvência da economia brasileira. Destaca-se, neste sentido, a sensível redução na relação entre a dívida bruta do setor privado e as reservas internacionais do país, de 56,8%, no início de 2007, para 26,7% no primeiro trimestre de 2012. Mesmo quando acrescida dos montantes de empréstimos intercompanhia, a dívida bruta do setor privado alcançou 58,4%, em março de 2012, um patamar bem mais confortável que o de 87,3% observado no primeiro trimestre de 2007. O principal fator a explicar esta melhoria foi o crescimento ininterrupto das reservas internacionais do país no período, que montavam a US\$ 109,5 bilhões no início de 2007 e em março de 2012 já alcançavam mais de US\$ 365 bilhões.

Menos suave, contudo, parece ter sido a trajetória de crescimento do endividamento externo do setor financeiro nacional no período observado. Os bancos brasileiros ampliaram de menos de US\$ 50 bilhões para quase US\$ 140 bilhões seu passivo em moeda estrangeira, desde o início de 2007 até o primeiro trimestre de 2012 (tabela 1). Não obstante, verificou-se uma sensível melhoria no perfil deste endividamento em termos de alongamento de prazos: vencimentos de curto prazo respondiam por quase 60% do total da dívida externa do setor bancário, no primeiro trimestre de 2007 e, em março de 2012, reduziram para apenas 23,8% do montante total. Este dado sugere, à primeira vista, que a ampliação do endividamento externo por parte dos bancos se deu pela necessidade de dólares para financiar a atividade produtiva no país e não por razões meramente especulativas. Contudo, é preciso considerar a série de medidas adotadas pelo governo desde 2008 para conter a entrada de capitais especulativos no país, entre as quais se destaca a elevação substancial do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) no período (Prates, 2011). Outrossim, ainda merece atenção o ritmo de crescimento da dívida bruta total do setor financeiro nacional, que quase triplicou em termos de volume em apenas cinco anos, bem como os efeitos de sua crescente integração com as praças financeiras internacionais.²²

Contudo, em que pese a melhoria observada no perfil do endividamento externo das firmas brasileiras ao longo dos últimos anos, sobretudo em termos de solvência, indicadores agregados ainda não permitem uma análise acurada do efetivo nível de exposição do setor produtivo do país ao risco cambial. Uma vez que a derrocada de corporações tradicionais do Brasil em 2008 surpreendeu por completo

22. O crescimento da exposição cambial de parte das empresas brasileiras por meio de derivativos cambiais até 2008 também está intimamente relacionado ao aumento da participação dos bancos estrangeiros no crédito industrial do país, uma vez que foram estas instituições as pioneiras no fornecimento deste tipo de instrumento financeiro (Carneiro *et al.*, 2009, p. 12). Neste sentido, o grau de desnacionalização do sistema financeiro do país também constitui uma variável relevante no monitoramento do risco sistêmico, dada a maior propensão das instituições bancárias de atuação global de introduzir inovações financeiras cujos riscos se tornam mais difíceis de serem adequadamente mensurados pelas autoridades regulatórias e pelos próprios agentes privados encarregados de seu gerenciamento. Para uma análise mais exaustiva da evolução recente do sistema financeiro nacional, ver Freitas (2009) e Prates *et al.* (2009).

os agentes do mercado e as autoridades governamentais, a rápida depreciação do real frente ao dólar ocorrida a partir da segunda metade de setembro de 2011²³ também lança dúvidas acerca da sustentabilidade financeira das empresas nacionais. Tendo em vista a persistência de dificuldades quanto à mensuração do grau de exposição cambial das firmas e as lições aprendidas em 2008, quando problemas financeiros aparentemente limitados a algumas companhias logo se mostraram disseminados para outras empresas, convém, pois, analisar mais detidamente a trajetória recente de endividamento externo do setor privado. Para tanto, este estudo concentrará atenção nos balanços de algumas das principais exportadoras nacionais, uma vez que estas empresas, por sua exposição ao setor externo e posição privilegiada junto ao sistema bancário para acesso ao mercado de derivativos cambiais, estiveram no epicentro da crise sistêmica de 2008 no Brasil.

As operações com derivativos cambiais realizadas pelas empresas exportadoras no Brasil consistem fundamentalmente de contratos a termo de moeda sem entrega física – que podem ser realizados no exterior (via *offshore*), sendo denominados *non-deliverable forward* (NDF),²⁴ ou, caso realizados no país, devem ser registrados no Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (CETIP).²⁵ Estas operações se destinam em geral à proteção contra os efeitos da variação cambial sobre o fluxo de caixa e os ativos patrimoniais da empresa, dado que o valor destes se acha atrelado à trajetória da moeda estrangeira. O funcionamento destes contratos pode ser sintetizado da seguinte forma: os contratantes estabelecem um preço de referência – cotação futura de uma moeda estrangeira –, um prazo de vencimento e uma determinada quantidade deste ativo. Contudo, não há necessidade de que a moeda estrangeira seja efetivamente entregue fisicamente no momento da liquidação do contrato, uma vez que o contrato permite que seja

23. Desencadeada por uma piora na expectativa dos agentes financeiros quanto à recuperação do bloco europeu, fortemente abalado pelas dificuldades de solvência do setor público de seus países periféricos.

24. Segundo Farhi (2009, p. 80): “os NDF são conceitualmente similares a uma operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futura. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento e a liquidação financeira na data do vencimento é feita em US\$ ou em outra divisa plenamente conversível. Este mecanismo permite negociar *offshore* moedas da Ásia, África e América Latina sem entrega efetiva – com a possibilidade, portanto, de vender o que não se possui, isto é, vender a descoberto – e sem precisar negociar nos mercados locais, evitando os riscos de conversibilidade dessas moedas e os custos de manter contas locais”. Rossi (2011) esclarece que, a rigor, no mercado futuro, não há contratos de câmbio, uma vez que as operações são liquidadas em reais e, logo, não ocorre movimentação de divisas –, no entanto, este é o nome dado aos contratos pela BM&F Bovespa, quando o mais adequado seria “contratos liquidados por diferença sem entrega física de divisas”. Deste modo, a legislação cambial que condiciona a negociação de divisas no mercado *spot* à exigência de registro do contrato não se aplicava ao mercado futuro. Ademais, desde 2000, os investidores não residentes também passaram a ter permissão para atuar no mercado futuro da BM&F Bovespa.

25. No Brasil, a partir do final de 2008, as operações envolvendo derivativos passaram a ser obrigatoriamente registradas na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). Neste mesmo ano, a instituição sofreu uma reestruturação visando adequar-se aos requisitos para abertura de capital, passando então a denominar-se CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos. Em resposta à repercussão das graves perdas sofridas por grandes corporações brasileiras em 2008 e 2009, em virtude de operações financeiras não registradas em seus balanços, a CETIP determinou que, a partir daquele momento, todas as empresas de capital aberto no Brasil deveriam publicar informações detalhadas acerca dos instrumentos derivativos dos quais faziam uso, bem como de quaisquer outros riscos relacionados a variações cambiais no curto prazo.

realizado apenas o pagamento do valor correspondente à diferença entre a taxa cambial de referência e aquela vigente no dia do vencimento da operação (denominada “ajuste”) (Farhi, 2009, p. 80; Carneiro *et al.*, 2011, p. 6).

Entre os benefícios possibilitados pelos contratos de balcão, destacavam-se a inexigibilidade de entrega física do ativo e a flexibilidade na definição de parâmetros de execução – por exemplo, combinando diferentes ativos e estabelecendo “bandas” de flutuação para seus preços cujos limites implicam condições distintas para a liquidação –, além do custo reduzido em termos de captação em razão do diferencial de juros existente entre o Brasil e o exterior. Deste modo, os bancos nacionais podiam fazer uso destes contratos para lucrar com operações de *carry trade*, captando dólares junto aos investidores internacionais interessados em ampliar sua exposição no país e repassando-os às empresas brasileiras que, em contrapartida, se comprometiam a devolvê-los por meio das vendas “a descoberto”, nas quais lucravam com a apreciação da moeda doméstica (Rossi, 2011, p. 17; Cintra e Gomes, 2012, p. 338).

Por fim, a inexigibilidade de registro das operações com derivativos nos balanços patrimoniais das firmas também incentivou muitas empresas a fazerem largo uso desses contratos como forma de proteção cambial e, não raro, com fins especulativos, até o aprofundamento da crise internacional em 2008. Mas, então, as mesmas vantagens apontadas anteriormente acabaram por produzir efeitos deletérios para as firmas: as cláusulas dos contratos “desiguais” implicavam pesadas obrigações ao contratante no caso de a cotação da moeda contratada oscilar para além dos limites preestabelecidos; além disso, havia diversos impactos imprevistos sobre seu patrimônio no momento da contratação. Estes impactos se deveram, sobretudo, ao descasamento entre o fluxo de recebimentos e as obrigações das empresas, gerado pela necessidade de liquidar uma grande quantidade de dívidas de curto prazo a um custo extremamente elevado, no bojo da desvalorização cambial.

Pode-se observar na tabela 2, um exemplo do impacto imediato da desvalorização cambial ocorrida em setembro de 2011 sobre os passivos em moeda estrangeira de algumas das principais corporações exportadoras do Brasil.

TABELA 2

Endividamento bruto de empresas exportadoras brasileiras em moeda estrangeira e impactos estimados da desvalorização cambial para seus balanços patrimoniais futuros (junho de 2011)

Empresa	Câmbio usado como referência pela empresa (R\$/US\$)	Endividamento total em dólar da empresa (R\$ milhões)	Endividamento total estimado ¹ em dólar da empresa para setembro de 2011 (R\$ milhões)	Perdas estimadas com uma valorização de 25% do dólar frente ao real (R\$ milhões)	Perdas estimadas com uma valorização de 50% do dólar frente ao real (R\$ milhões)	Exposição cambial aparente ² estimada para a empresa (US\$ milhões)
BRFOODS	1,561	4.076,0	4.773,0	30,7	126,0	102,5
Embraer	1,561	1.816,0	2.127,0	15,5	30,1	33,4
Fibria	1,600	7.476,0	8.754,0	610,0	1.220,0	1.334,8
JBS	1,561	5.932,0	6.946,0	315,0	630,0	689,3
Klabin	1,600	2.701,0	3.163,0	687,3	1.314,0	1.470,8
MARFRIG	1,561	7.354,0 ³	8.611,0	528,7	1.009,0	1.130,4

Fontes: Economática (Juliboni, 2011), Comissão de Valores Mobiliários – CVM, (2012) e BCB (2012).

Elaboração do autor.

Notas: ¹ Cotação de R\$ 1,828/US\$ para 21 de setembro de 2011.

² A exposição cambial aparente de cada empresa é um indicativo de seus passivos de curto prazo denominados em dólares, calculados com base nas análises de sensibilidade de possíveis impactos da desvalorização do real em relação ao dólar, constantes nos seus demonstrativos financeiros anuais, pela média aritmética das razões entre os valores de impacto previstos nos cenários possível e remoto e seus respectivos percentuais de variação cambial (25% e 50%). Refere-se, portanto, à exposição da firma ao risco cambial em virtude de compromissos, garantias e contingências oriundas de quaisquer tipos de ativos e instrumentos financeiros, não correspondendo necessariamente ao total de sua dívida de curto prazo denominada em dólares. O valor da estimativa é informado em milhões de dólares e calculado com base na cotação média do real/dólar PTAX (BCB) vigente em 21 de setembro de 2011 (R\$ 1,828/US\$).

³ O valor corresponde à dívida total em moeda estrangeira da firma, sendo apresentado como estimativa, uma vez que não há informação em seus balanços sobre qual parcela deste montante se encontra efetivamente indexada ao dólar.

A tabela 2 apresenta as diferenças entre a taxa de câmbio estimada pelas empresas para o segundo semestre de 2011 e aquela efetivamente observada no período, bem como seus diferentes montantes e perfis de endividamento em moeda estrangeira. A depreciação do real até 21 de setembro de 2011 para R\$ 1,828/US\$ representou um desvio de 16,5% em relação à média das estimativas das empresas para o câmbio no período, com consequências importantes para seu endividamento total em moeda estrangeira, como pode ser observado na quarta coluna da tabela 2. Além disto, constata-se que os impactos mais significativos desta depreciação não foram necessariamente sentidos pelas firmas com maior volume de endividamento em dólares e, sim, por aquelas que se achavam mais expostas no curto prazo, a exemplo de Klabin e Fibria, cuja exposição cambial aparente no período alcançava, respectivamente, US\$ 1,47 bilhão e US\$ 1,33 bilhão. Outras corporações como BRFoods e JBS, não obstante apresentarem um estoque de dívida em moeda estrangeira muito superior ao da Klabin, teriam resultados significativamente menores que o desta empresa em virtude da acentuada desvalorização do câmbio em 2011 (tabela 2).

Estes dados evidenciam a importância do monitoramento do grau de exposição cambial das empresas e de suas estratégias de operação no mercado cambial para a verificação de sua sustentabilidade financeira.

A análise consistente do nível de exposição cambial das corporações nacionais só se tornou possível a partir de dezembro de 2008, quando, por meio da Instrução 475, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passou a exigir que todas as empresas de capital aberto no Brasil publicassem o volume de sua exposição com derivativos em seus demonstrativos financeiros. A partir desta data, os balanços das empresas deverão conter informações discriminando os principais instrumentos financeiros utilizados e apontando os impactos no curto prazo de eventuais oscilações significativas do câmbio sobre seu passivo em moeda estrangeira. Por meio destas informações, denominadas “análises de sensibilidade”, pode-se estimar o volume total e a trajetória da exposição cambial aparente das principais firmas exportadoras do país ao longo dos últimos anos.

A tabela 3 apresenta as estimativas do nível de exposição cambial aparente de onze das principais empresas exportadoras brasileiras cujas ações são listadas no principal índice da Bolsa de Valores de São Paulo – o Ibovespa –, bem como um comparativo deste montante com o endividamento externo bruto total do setor privado no país.

TABELA 3

Exposição cambial de algumas das principais firmas exportadoras brasileiras listadas no Ibovespa e participação relativa na dívida externa total do setor privado (2008-2011)

Empresas	Exposição cambial aparente ¹ e impactos dos cenários cambiais (% desvalorização do real/dólar) ²															
	2008				2009				2010				2011			
	Cenário provável (R\$ milhões)	Cenário possível (25%) (R\$ milhões)	Cenário remoto (50%) (R\$ milhões)	Exposição cambial aparente (US\$ milhões)	Cenário provável (R\$ milhões)	Cenário possível (25%) (R\$ milhões)	Cenário remoto (50%) (R\$ milhões)	Exposição cambial aparente (US\$ milhões)	Cenário provável (R\$ milhões)	Cenário possível (25%) (R\$ milhões)	Cenário remoto (50%) (R\$ milhões)	Exposição cambial aparente (US\$ milhões)	Cenário provável (R\$ milhões)	Cenário possível (25%) (R\$ milhões)	Cenário remoto (50%) (R\$ milhões)	Exposição cambial aparente (US\$ milhões)
BRF Foods ³	6	(551)	(1.110)	1.142	(2.384)	(3.002)	(3.620)	6.245	84	(171)	(449)	497	(34)	(221)	(408)	472
Braskem	253	(1.700)	(4.489)	4.073	(13)	(620)	(1.240)	1.609	(164)	(2.017)	(4.033)	5.061	645	(2.406)	(4.811)	5.345
Cosan	53	—	—	—	52	(771)	(1.525)	1.990	52	(771)	(1.525)	1.924	(36)	(295)	(590)	656
Embraer	2	(18)	(36)	37	(2)	(15)	(30)	39	(3)	17	33	(42)	(20)	(76)	(153)	169
Fibria ⁴	(239)	(391)	(539)	682	(464)	(3.246)	(6.002)	8.108	(251)	(2.388)	(4.777)	5.995	870	(1.923)	(5.431)	5.153
JBS ⁵	—	—	—	—	—	(85)	(169)	220	(372)	(338)	(677)	849	(20)	(536)	(1.072)	1.191
Klabin S/A	(70)	(734)	(1.399)	1.480	(118)	(730)	(1.342)	1.818	(66)	(711)	(1.357)	1.744	223	(557)	(1.338)	1.362
MMX Miner	(425)	(780)	(1.134)	1.391	(869)	(1.087)	(1.304)	2.257	(699)	(874)	(1.049)	1.755	(2.136)	(2.664)	(3.196)	4.734
MARFRIG	(19)	(40)	(66)	75	(6)	(13)	(20)	30	(115)	(516)	(914)	1.220	(219)	(419)	(565)	779
Petrobras	(4)	(43)	(83)	87	2	(31)	(64)	81	71	18	32	(42)	95	24	47	(52)
Vale	(1.309)	(4.179)	(7.048)	7.954	1.500	(2.458)	(4.918)	6.381	651	(2.096)	(4.194)	5.262	(459)	(2.537)	(5.076)	5.638
Exposição cambial aparente total (US\$ milhões) ⁶	16.922				28.778				24.224				25.447			
Porcentagem da exposição cambial aparente total/dívida externa bruta setor privado ⁷	27,84				44,3				29,5				26,7			

Fontes: CVM (2012) e BCB (2012).

Elaboração do autor.

Notas: ¹ A exposição cambial aparente de cada empresa é um indicativo de seus passivos de curto prazo denominados em dólares, calculados com base nas análises de sensibilidade de possíveis impactos da desvalorização do real em relação ao dólar, constantes nos seus demonstrativos financeiros anuais, pela média aritmética das razões entre os valores de impacto previstos nos cenários possível e remoto e seus respectivos percentuais de variação cambial (25% e 50%). Refere-se, portanto, à exposição da firma ao risco cambial em virtude de compromissos, garantias e contingências oriundas de quaisquer tipos de ativos e instrumentos financeiros, não correspondendo necessariamente ao total de sua dívida de curto prazo denominada em dólares. O valor da estimativa é informado em milhões de dólares e calculado com base na cotação média do real/dólar PTAX (BCB) durante o último trimestre de cada ano. Para fins de correção monetária, utilizou-se a variação anual do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Valores entre parênteses significam que a empresa possui exposição cambial negativa, ou seja, teria um impacto positivo no caso de uma desvalorização da moeda doméstica em relação ao dólar, em virtude de possuir mais ativos que passivos denominados em dólar no curto prazo.

² Os cenários indicam os efeitos da trajetória do câmbio (real/dólar) para os resultados financeiros das empresas para o período de doze meses, com base em estimativas realizadas no início de cada ano fiscal e publicadas em seus balanços patrimoniais consolidados do ano anterior. Na primeira coluna, consta o cenário *provável*, com base na taxa de câmbio média estimada pelas empresas como a mais provável de vigorar nos próximos doze meses. Na segunda coluna, consta o cenário *possível*, que prevê os impactos de uma apreciação de 25% do dólar em relação ao real a partir da cotação média estimada no cenário provável. Finalmente, na terceira coluna, consta o cenário *remoto*, que prevê os impactos de uma apreciação de 50% do dólar em relação ao real a partir da cotação média estimada no cenário provável. Valores em parênteses significam prejuízo contábil estimado para o período, de acordo com cada cenário correspondente.

³ Até 2008, inclui apenas dados da empresa Perdigão, que nesse ano adquiriu a Sadia.

⁴ Até 2008, inclui apenas dados da empresa Votorantim Papel & Celulose (VCP), que nesse ano adquiriu a Aracruz.

⁵ A JBS não apresentou dados relativos à exposição cambial no demonstrativo financeiro de 2008.

⁶ A exposição cambial total aparente consiste no somatório das exposições estimadas para cada empresa no período, convertido para a cotação média real/dólar PTAX – calculada pelo BCB – durante o último trimestre de cada ano. Para fins de correção monetária, utilizou-se a variação anual do IPCA.

⁷ A dívida externa do setor privado consiste no valor da dívida externa bruta das empresas não financeiras, informado pelo BCB (tabela 1).

O impacto da desvalorização cambial de 2008 em termos de fragilização financeira dessas empresas é particularmente visível nos demonstrativos financeiros do ano seguinte. O montante total da exposição cambial aparente das firmas exportadoras brasileiras alcançou em 2009 um patamar que equivale a quase metade do endividamento externo bruto do setor privado nacional (44,3%). Nos períodos seguintes, esta exposição se reduziu significativamente, embora as obrigações das corporações listadas na tabela 3, que se encontram expostas aos efeitos da flutuação de curto prazo ainda montassem ao final de 2011 a mais de um quarto do total de endividamento bruto do setor privado nacional (26,7%).

O elevado grau de exposição ao risco cambial das empresas Fibria e BRFoods em 2009 é explicado pela absorção dos passivos de Aracruz e Sadia, respectivamente, após a aquisição destas empresas no ano anterior. Observa-se, contudo, uma trajetória distinta para esta exposição nos períodos seguintes: enquanto a BRFoods logrou reduzir rapidamente os impactos de uma possível desvalorização do real sobre seu patrimônio, a Fibria ainda permaneceu fortemente vulnerável a estes efeitos, com uma exposição cambial aparente de mais de US\$ 5 bilhões no curto prazo (tabela 3). Esta comparação ilustra a necessidade de um monitoramento mais efetivo da exposição cambial das grandes firmas exportadoras do Brasil: em virtude da magnitude e profundidade de suas operações no mercado de câmbio, extensamente ramificadas no sistema financeiro por meio do acesso privilegiado aos bancos, elas ocupam uma posição pivotal para a estabilidade sistêmica no país.

Por sua vez, observa-se, na tabela 3, que grandes exportadoras brasileiras, como a Petrobras e a Embraer, apresentam estimativas bastante modestas para os impactos de uma desvalorização pronunciada do real, o que se explica pelo baixo grau de exposição cambial aparente destas empresas (tabela 3). Este grau reduzido se dá em função de o montante de suas receitas denominadas em dólar ser superior ao de despesas e também porque estas firmas praticam uma política de gerenciamento de riscos conservadora – vale dizer, sua dívida em moeda estrangeira se encontra totalmente protegida por contratos de *hedge* cujos montantes e vencimentos estão ajustados ao seu fluxo mensal de exportações. Por força de rígidos controles internos, estas empresas não praticam o chamado *over-hedging*, ou seja, a especulação no mercado cambial por meio da contratação de derivativos em escala maior que a necessária para a proteção de seus fluxos de pagamentos e recebimentos.

É preciso ressaltar que a flutuação do câmbio no curto prazo não implica necessariamente um impacto imediato sobre o balanço financeiro da firma em razão da possibilidade de escalonamento do seu fluxo de pagamentos no tempo. No entanto, firmas que praticam *over-hedging* por meio de instrumentos derivativos ou apresentam um grande volume de contratos de empréstimo em moeda estrangeira concentrado no curto prazo são obrigadas a arcar com prejuízos

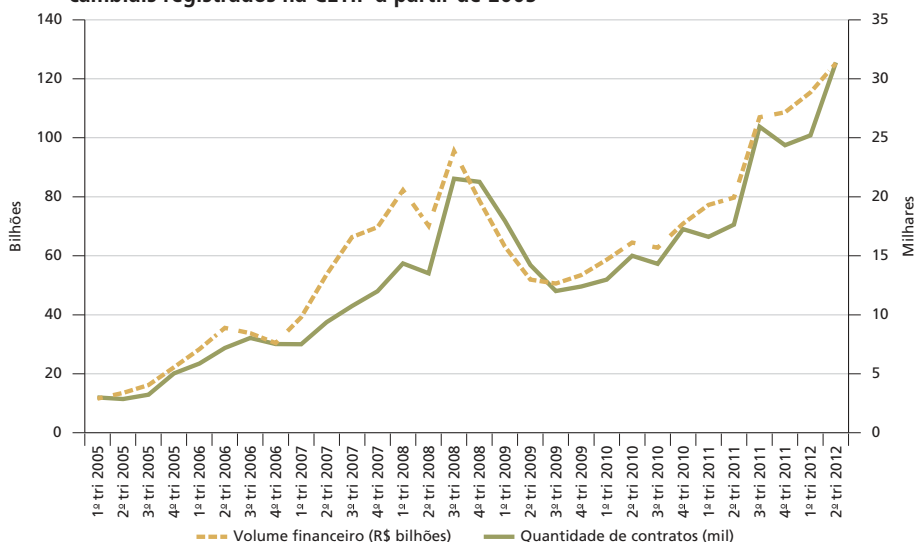
decorrentes da chamada de margem de bancos credores e da necessidade de liquidação antecipada de operações no mercado futuro. *Grosso modo*, são estes fluxos de pagamentos não antecipados que compõem a exposição cambial líquida das corporações, cujo montante se amplia de forma cumulativa no sistema financeiro em razão do efeito contágio sobre as demais firms e bancos, operando com estes contratos nos momentos de fuga para liquidez. Por intermédio do sistema financeiro, o prejuízo potencial das firms mais expostas resulta em perdas disseminadas para todas as demais empresas endividadas em moeda estrangeira em razão da interrupção do circuito de financiamento dos bancos diante da escassez deste ativo, convertendo risco individual em sistêmico.

O gráfico 1 mostra os dados relativos ao estoque de contratos registrados na CETIP envolvendo contratos a termo de moeda estrangeira, sem entrega física e denominados em dólares,²⁶ desde o início de 2005 até o primeiro semestre de 2012. Observa-se um crescimento contínuo na quantidade de contratos celebrados; já o volume financeiro refluíu após o pico alcançado em meados de 2008, como reflexo direto da crise e da desvalorização cambial neste ano, voltando a crescer rapidamente a partir do final de 2010. O gráfico 1 mostra, ainda, que a retomada da trajetória de crescimento da exposição cambial das empresas nacionais por meio de derivativos após a desvalorização do real frente ao dólar ocorreu de forma bem mais rápida que em 2008. Este fato atestaria, à primeira vista, uma maior solidez financeira das empresas brasileiras, bem como do sistema bancário responsável pela intermediação destes contratos. Contudo, ainda é preciso verificar se o ritmo de crescimento da exposição cambial das empresas é compatível com seu fluxo de recebimentos em moeda estrangeira, sob pena de elas estarem ampliando seus riscos de descasamento de ativos em um eventual momento de escassez de divisas em decorrência de choques externos.

26. Segundo Farhi e Borghi (2009, p. 174), "é importante sublinhar que os dados divulgados pela CETIP apresentam duas particularidades. A primeira é que, embora se conheça o montante total das operações, é impossível determinar a partir desses dados se cada agente está comprado ou vendido e, portanto, identificar sua posição líquida. A segunda diz respeito à maior complexidade da liquidação antes do vencimento das operações de derivativos de balcão relativamente àquelas realizadas em mercados organizados. Contrariamente a estes últimos, em que basta realizar a operação contrária para que a posição original seja considerada liquidada e não apareça mais nas posições em aberto, as liquidações em mercados de balcão envolvem, geralmente, a realização de uma operação idêntica à original, mas com os 'sinais trocados'. Assim, essas operações de balcão são registradas duas vezes, uma referente à posição original e outra à sua liquidação antecipada, até o vencimento. Os dados existentes não permitem estimar qual a proporção dessas operações de liquidação antecipada."

GRÁFICO 1

Quantidade e volume financeiro total dos contratos de derivativos cambiais registrados na CETIP a partir de 2005



Fonte: CETIP (2012). Dados para contratos a termo de moeda estrangeira sem entrega física e denominados em dólares norte-americanos, padrão mercado-cliente (MC).

Elaboração do autor.

O volume de contratos cambiais registrados na CETIP constitui um indicativo importante acerca da amplitude em termos globais da exposição ao risco cambial dos bancos e das empresas nacionais, bem como da importância relativa dos instrumentos derivativos como meios facilitadores para o financiamento das corporações nacionais. Não obstante, ele ainda não representa uma estatística suficiente para a mensuração deste risco em razão de não discriminar os agentes econômicos envolvidos, nem a natureza da operação – se envolve compra ou venda a termo. Além disso, esta estatística apresenta a tendência de superestimar o volume de exposição cambial em razão da dupla contagem de operações – usualmente feitas de forma casada, ou seja, um contrato de compra futura é vinculado a outro de venda e vice-versa. Informações detalhadas sobre as operações envolvendo derivativos cambiais e seus possíveis impactos sobre o patrimônio das empresas só podem ser obtidas por meio da análise de seus balanços patrimoniais registrados junto à CVM. Contudo, é necessário ressaltar que fatores como a inexigibilidade de registro nos balanços patrimoniais das operações de derivativos antes da segunda metade de 2008 e a relativa facilidade com que as maiores empresas nacionais conseguem captar recursos diretamente no exterior tendem a tornar mais difícil uma estimativa precisa do grau de exposição cambial destas firmas.

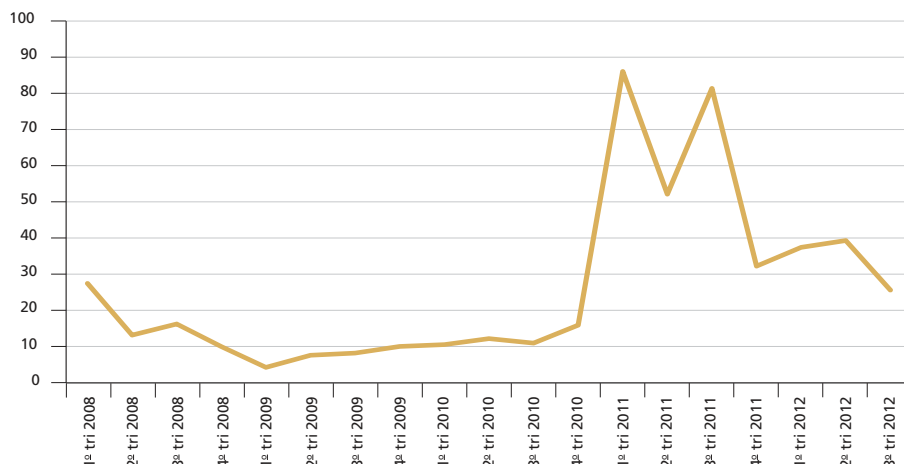
Por sua vez, o gráfico 2 apresenta a evolução recente do volume de contratos futuros de compra e venda de reais registrados na *Chicago Mercantile Exchange*

(CME). Embora os contratos padronizados da CME diferenciem-se dos de balcão (tais como aqueles explicitados no gráfico 1), também é útil analisar sua trajetória no período recente, uma vez que constituem um dos principais meios para a especulação cambial e montagem de operações de *carry trade*, e destarte, se acham fortemente conectados ao mercado brasileiro. Verifica-se também um crescimento rápido e expressivo no volume de contratos com derivativos cambiais denominados em reais no exterior a partir do início de 2011, após um longo período de baixo volume de negociações desde a crise de 2008. A quantidade de contratos negociados alcançou um pico de 86 mil papéis no primeiro trimestre de 2011 e desde então tem se mantido em patamares mais elevados que a média histórica dos últimos anos.

GRÁFICO 2

Quantidade de contratos de compra e venda de reais/dólares registrados na CME (2008-2012)

(Em milhares)



Fonte: Bloomberg (s.d.).

O crescimento pronunciado no volume de contratos cambiais na CME, a partir de 2011, sugere que não apenas os investidores estrangeiros têm ampliado sua exposição à moeda brasileira ante o cenário de incertezas nas economias centrais, mas também as próprias corporações brasileiras lançam mão deste canal para evitar os custos do mercado financeiro doméstico – ampliados pelas medidas regulatórias recém-implementadas, a exemplo do aumento do IOF –, por meio de operações de *carry trade* (Appy, 2011). Contudo, após este período de expressivo crescimento no volume de contratos futuros de reais negociados na CME, verifica-se uma nova inflexão na tendência dos agentes que operam neste mercado, com uma queda substancial a partir do último trimestre de 2011 e permanecendo em 2012 em um patamar mais próximo da média observada nos últimos anos (gráfico 2).

5 A REGULAÇÃO DOS MERCADOS DE DERIVATIVOS NO BRASIL APÓS 2008 NA BUSCA PELA DIMINUIÇÃO DO RISCO SISTÊMICO

A partir da segunda metade de 2011, o governo brasileiro anunciou novas medidas regulatórias sobre operações com instrumentos derivativos visando explicitamente conter a especulação no mercado de câmbio (Beck e Neder, 2011). A mais importante destas ações foi o anúncio de que investidores que tiverem compromissos futuros de venda de dólares superiores aos de compra acima de US\$ 10 milhões estarão sujeitos à cobrança do IOF com alíquota de 1% (podendo ser elevada a até 25%, dependendo do montante de exposição), o que representará um custo adicional significativo para estes contratos. A intenção do governo foi de não apenas coibir a especulação com a moeda, mas também a venda “a descoberto” de moeda estrangeira, preservando, contudo, os operadores do mercado que busquem efetivamente proteção contra a flutuação cambial.

De fato, pelo menos desde 2009, as autoridades econômicas do país já vinham adotando sistematicamente outras medidas de controle de capitais visando frear a excessiva valorização do real frente ao dólar, embora sua eficácia até o primeiro semestre de 2011 tivesse sido bastante reduzida (Modé, 2010; Martins e Pires, 2011; Cintra e Gomes, 2012, p. 338-339). A preocupação com a exposição cambial do setor produtivo em decorrência da retomada dos derivativos cambiais após 2010 ensejou a adoção de uma série de novas medidas para regular esse mercado no país, com destaque para a tributação desses contratos e a obrigatoriedade de registro – inclusive para os contratos negociados em balcão – nas câmaras de compensação nacionais (BM&F Bovespa e CETIP).

Além das medidas elevando a tributação e a transparência no mercado de derivativos, o governo introduziu, em 27 de julho de 2011, a MP nº 539/2011, que atribuiu ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a responsabilidade pela regulamentação deste mercado, até então realizada apenas pela CVM. A partir da nova legislação, o CMN poderá intervir no mercado de derivativos na forma de resoluções, especificando e alterando limites, compulsórios, e outras características destes contratos. Esta mudança do marco regulatório é significativa, posto que, ao assumir a tarefa de monitorar e intervir no mercado doméstico de derivativos cambiais, a autoridade monetária brasileira reconhece a influência crescente destes instrumentos sobre o comportamento do câmbio e a higidez do sistema financeiro nacional.

Contudo, as novas medidas foram recebidas com ceticismo por alguns especialistas,²⁷ além de críticas veementes por parte dos representantes do mercado nacional de capitais. A BM&F Bovespa, em nota oficial, classificou como “violenta” e “ilegal” a intervenção do governo no mercado de derivativos (Schreiber, 2011). Na opinião dos interlocutores daquela instituição, as medidas de regulação de operações com derivativos seriam de difícil implementação e poderiam trazer prejuízos ao desenvolvimento do mercado de capitais no país em função do encarecimento do custo das transações e do aumento da incerteza regulatória.

Além disso, argumenta-se que a própria BM&F Bovespa busca desempenhar um papel mais ativo na autorregulação do mercado de câmbio no país. Neste sentido, a instituição de fato tem estimulado a migração dos contratos celebrados em balcão – que, até recentemente, não possuíam qualquer tipo de limitação em termos de parâmetros financeiros ou exigência de registro junto à instituição – para o mercado padronizado de derivativos, possibilitando, assim, o monitoramento mais consistente da exposição cambial das firmas e dos bancos nacionais.

As críticas às medidas adotadas pelo governo brasileiro no sentido de conter a atividade especulativa das empresas com derivativos cambiais não questionam, pois, a necessidade de regulação deste mercado, mas, antes, a forma como ela deve ser implementada. Mais especificamente, defende-se que a gestão autônoma das entidades privadas responsáveis pela intermediação dos contratos de derivativos no país seria mais eficiente que a intervenção governamental nesses mercados. Além disso, sugere-se que medidas envolvendo tributação e restrições aos fluxos financeiros tenderiam a se tornar ineficazes no tempo, devido à complexidade de sua operacionalização e também ao rápido processo de aprendizado dos agentes, que inovam suas estratégias de movimentação de capital visando reduzir custos de transação e evitar os controles governamentais (Appy, 2011).

Em que pese os argumentos contrários à regulamentação, eles se tornam frágeis diante da evidência histórica de que a exposição em moeda estrangeira por parte das firmas nacionais desempenhou papel importante nas crises que recorrentemente afetaram as economias emergentes desde a década de 1990 (Calvo, 1998a; 1998b; 1999; Dodd e Griffith-Jones, 2007; Dodd, 2009; Varela e Silva Filho, 2009). Além disto, no caso específico do Brasil, a ausência de conversibilidade da moeda nacional, somada aos juros ainda elevados em relação ao resto do mundo e a um também elevado grau de liberalização da conta financeira, resultou em uma situação atípica em que o câmbio

27. Parte dos analistas econômicos questiona a eficácia das políticas governamentais no sentido de reduzir o endividamento das firmas atrelado a variação de moedas estrangeiras, argumentando que elas ainda podem recorrer a vários outros mecanismos de captação de recursos no exterior. Eles também sustentam que a enorme atratividade dos títulos privados brasileiros deriva de uma conjunção de fatores não afetados por estas medidas, tais como o excesso de liquidez nos mercados internacionais, o ainda grande diferencial de juros da economia brasileira e a perspectiva de crescimento do país para os próximos anos, mesmo em meio a um contexto de franca recessão ao redor do mundo (Appy, 2011; Brasil, 2011).

corrente passa a ser determinado pelas negociações do mercado futuro, aumentando sua volatilidade e tornando necessária a ação estabilizadora por parte do governo.²⁸

Por fim, constata-se que o fortalecimento do marco regulatório cambial por meio da adoção de mecanismos de monitoramento e controle dos fluxos de capitais especulativos ocorre não apenas no Brasil, mas em diversos outros países em desenvolvimento, e sua eficácia tem sido reconhecida pelas principais instituições econômicas multilaterais (Ostry *et al.*, 2010; Eyzaguirre, 2011; Moreno, 2011; Pradhan *et al.*, 2011).²⁹ Esta tendência reflete não apenas a preocupação dos governos quanto aos efeitos da excessiva volatilidade cambial no curto prazo, mas, de fato, o reconhecimento de que a regulação do mercado de câmbio constitui um importante instrumento macroprudencial para uma estabilização monetária permanente (Ostry *et al.*, 2010; Epstein, Grabel e Jomo, 2004; Moreno, 2004; 2011). Outrossim, mesmo com as medidas de controle de capitais adotadas, o Brasil ainda permanece ao lado da Rússia como um dos países emergentes com maior grau de liberalização de sua conta financeira (Maziad *et al.*, 2011, p. 12). Esta abertura favoreceu o crescimento, nos últimos anos, da participação do real nos mercados financeiros mundiais, nos quais a moeda brasileira já representa atualmente quase 11% do total das transações denominadas em moedas de países emergentes.³⁰

28. Uma vez que o mercado de moedas estrangeiras no Brasil é relativamente pequeno para o tamanho de sua economia, se acha estruturado em torno de poucos ofertantes e apresenta mecanismos ainda pouco eficazes tanto para o controle de capitais quanto para a regulação de operações envolvendo derivativos cambiais, há uma tendência a que seus preços apresentem elevada volatilidade em situações de crise. Rossi (2012, p. 1-2) defende a hipótese de que, em razão da maior liquidez dos mercados futuros de moedas baseados em instrumentos derivativos, prevalece “uma hierarquia entre os mercados de câmbio, onde o mercado futuro, impulsionado pelo mercado *offshore*, condiciona a formação de posições no mercado interbancário, assim como a liquidez no mercado à vista.” No caso específico da economia brasileira, segundo o autor (Rossi, 2012, p. 152), “os ciclos de apreciação cambial recentes foram em parte conduzidos por uma especulação sistemática que no mercado de derivativos se expressa na venda de contratos futuros de dólar para auferir o diferencial de juros e apostar na apreciação do real. A pressão vendedora dos especuladores abre espaço para oportunidades de arbitragem contínuas de agentes que compram dólar futuro para arbitrar entre as taxas de juros externas e o cupom cambial. Essa arbitragem é responsável por transmitir as tendências do mercado futuro para o mercado à vista.” Sobre o comportamento e os determinantes da taxa de câmbio no Brasil, ver também, Prates (2007a; 2007b), Farhi (2010), Barbosa e Souza (2010) e Freitas (2011).

29. Segundo Ostry *et al.* (2010, p. 11, grifo do autor): “a lógica preconiza que controles, corretamente idealizados, sobre os fluxos de entradas de capitais poderiam atuar como complementos úteis em alguns casos, sobretudo frente a aumentos súbitos de afluxos”. Para outras análises sobre o desempenho de políticas de controle de capitais nos países em desenvolvimento, ver também Obstfeld e Taylor (2004), Epstein, Grabel e Jomo (2004), Eyzaguirre (2011) e Pradhan *et al.* (2011).

30. O crescimento acelerado do volume de títulos negociados em reais nos mercados financeiros emergentes fez a participação da moeda brasileira saltar de um patamar inferior a 0,5% em 2004 para 10,9% em 2010. Os títulos denominados em real hoje superam os de outras moedas que tradicionalmente dominavam estes mercados, como o dólar singapuriano (10,2%) e o rand sul-africano (10,8%), ficando atrás apenas do dólar de Hong Kong, que caiu de um domínio absoluto de 46,6%, em 2004, para apenas 18% do mercado, em 2010, na esteira do crescimento dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). A moeda brasileira também ampliou sua participação nestes mercados de forma mais rápida que outras potências emergentes: as moedas da China continental e da Rússia, que também cresceram rapidamente nestes mercados nos últimos anos, alcançaram em 2010 apenas 5,8% e 4,5% de participação, respectivamente (Maziad *et al.*, 2011, p. 5).

Mas é importante notar que, embora supere as moedas de outros países dos BRICS nos mercados de *securities*, a moeda brasileira ainda é pouco transacionada nos mercados tradicionais de títulos lastreados no comércio internacional. Este mercado permanece dominado pelas moedas de grandes exportadores emergentes, como as de Hong Kong (15,9%), Coreia do Sul (11,3%) e Cingapura (6,7%), e com a moeda da China continental também ganhando espaço rapidamente nos últimos anos (4,8%). A participação do real no mercado emergente de títulos comerciais alcança apenas 1% do seu volume negociado, percentual até mesmo inferior ao que o da moeda mexicana (1,8%) (Maziad *et al.*, 2011, p. 6). Além disso, o Brasil é um dos países emergentes onde mais se ampliou nos últimos anos o volume de derivativos denominados em outras moedas para financiar operações de comércio exterior, o que evidencia a dependência do sistema financeiro local em relação ao influxo de divisas estrangeiras, notadamente o dólar americano (Mihaljek e Packer, 2010, p. 53).

Quando se compara o salto no volume de títulos de dívida denominados em reais com a reduzida participação da moeda brasileira nos mercados de títulos comerciais, evidencia-se uma tendência preocupante de aumento da exposição do país aos riscos dos mercados financeiros mais voláteis, que, ao contrário de outros emergentes, não é lastreada no crescimento do comércio exterior do país. Embora o crescimento da participação do real nos mercados financeiros internacionais seja um requisito para o fortalecimento da moeda brasileira na direção da conversibilidade, a sustentabilidade desta expansão fundamenta-se no incremento da participação do país no comércio internacional. Caso contrário, ela poderá constituir mais uma fonte potencial de vulnerabilidade do país a rupturas nos fluxos de capitais de curto prazo. Isto porque, ao mesmo tempo em que os fluxos comerciais do Brasil estão crescentemente associados a instrumentos de financiamento denominados em moedas estrangeiras, mais de 90% das transações envolvendo derivativos cambiais de balcão denominados em reais são realizadas fora do país (Mihaljek e Packer, 2010, p. 54). Neste cenário, amplia-se o risco de o câmbio sofrer, no curto prazo, influência de fatores dissociados dos fundamentos macroeconômicos do Brasil, aumentando sua volatilidade e tornando ainda mais problemática a estratégia das firmas exportadoras nacionais de buscar estabilizar seus fluxos de pagamentos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a desregulamentação dos mercados financeiros no bojo da globalização e da integração econômica do fim do século XX, as empresas exportadoras dos países emergentes passaram a fazer largo uso de novos instrumentos de exposição cambial como forma de mitigar seus riscos e usufruir de uma posição vantajosa para o financiamento de suas operações. Neste sentido, o endividamento das firmas em moeda estrangeira envolve não apenas contratos de fornecimento e empréstimos de médio e longo prazo, mas também inclui uma parcela considerável de instrumentos de curto prazo destinados à proteção de seus fluxos de pagamentos e recebimentos. Os derivativos cambiais oferecidos pelos bancos são o principal instrumento empregado para esta última finalidade em todo o mundo. O sistema bancário não apenas intermedia, mas de fato incentiva uma sobre-exposição cambial das firmas para rentabilizar o capital obtido junto aos agentes financeiros internacionais que cada vez mais ampliam sua inserção nos mercados emergentes, com destaque para os *hedge funds*.

Contudo, a falta de transparência dos mercados derivativos e a rapidez com que os fluxos de pagamento de seus contratos são afetados em um contexto de volatilidade tornam a exposição cambial por meio destes instrumentos potencialmente perigosa para a higidez das firmas e do sistema financeiro doméstico. Este risco é ampliado quando as empresas exportadoras não apenas buscam proteger e estabilizar seus fluxos de caixa, mas também passam a operar ativamente no mercado de câmbio por meio de seu acesso privilegiado ao mercado de derivativos.

Estratégias especulativas foram a principal causa da insolvência de empresas líderes do setor exportador brasileiro em 2008, como a Sadia e a Aracruz, cujos colapsos produziram forte impacto no sistema bancário nacional. O governo respondeu a esta fonte de risco sistêmico primeiramente por meio da adoção de medidas regulatórias visando aumentar a transparência das operações no mercado de derivativos. Não obstante, entre 2009 e 2011 a forte entrada de capitais de curto prazo no país engendrou um novo ciclo de valorização do real, que produziu efeitos deletérios sobre a competitividade do setor produtivo e incentivou as firmas nacionais a ampliarem mais uma vez sua exposição cambial no curto prazo. Respondendo a estes impactos perniciosos à economia brasileira, o governo finalmente optou pela adoção de mecanismos de controle de capitais e regulação do mercado de derivativos, com destaque para a limitação e a tributação de operações financeiras envolvendo contratos cambiais.

Mesmo após a adoção desta série de medidas regulatórias para o mercado de derivativos e posteriormente também de controle de capitais, a quantidade e o volume financeiro dos contratos empregando derivativos cambiais registrados no país continuaram a elevar-se de forma substancial. Isto evidencia que os mercados cambiais do país não sofreram um impacto significativo em termos de esvaziamento, como temiam alguns analistas contrários à intervenção governamental. Em especial, as firmas exportadoras nacionais continuam a operar ativamente no sentido de mitigar seus riscos e proteger seus ativos durante os ciclos de valorização cambial por meio do endividamento externo e da contratação de linhas de crédito atreladas a instrumentos derivativos, dada a ausência de um mercado doméstico de capitais de longo prazo (com a importante exceção do BNDES). A análise dos balanços financeiros das principais firmas exportadoras nacionais mostra que o recente incremento de sua exposição cambial parece se dar em bases mais sustentáveis que aquele observado no período anterior a 2008; não obstante, algumas empresas ainda ostentam patamares elevados de exposição a esses riscos. Portanto, em que pese o relativo êxito recente do país na contenção dos riscos associados à exposição cambial das firmas e bancos nacionais, seu monitoramento permanente ainda é necessário, posto que a desregulamentação do mercado financeiro nacional não foi plenamente revertida pelas recentes medidas, e ainda propicia incentivos à especulação cambial por parte destas empresas.

REFERÊNCIAS

- ADACHI, V. Mais de 300 clientes de *middle market* do Itaú têm derivativos. **Valor econômico**, São Paulo, 30 out. 2008.
- AFONSO, J. R. R. **Política fiscal no Brasil no contexto da crise**. 2010. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2010.

ALLAYANNIS, G.; BROWN, G.; KLAPPER, L. Capital structure, foreign debt and financial risk: evidence from East Asia. **Journal of finance**, v. 58, p. 2.667-2.690, 2003.

ALVES, A. G. M. P. Ameaça ou oportunidade? Desdobramentos da crise financeira global para as empresas transnacionais russas. **Boletim de economia e política internacional**, Brasília, n. 8, 2011.

APPY, B. **Dinâmica do mercado de câmbio e efeitos das medidas de controle de capitais**. São Paulo: FIESP, 2011. Disponível em: <<http://www.fiesp.com.br/derech/publicacoes/pdf/bernard%20appy.pdf>>.

BACIC, M. J.; SILVEIRA, R. L. F.; SOUZA, M. C. A. F. Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras. **Revista del Instituto Internacional de Costos**, n. 6, jan./jun. 2010.

BARBOSA, N. Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. **Journal of globalization and development**, v. 1, n. 1, 2010.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Org.). **Brasil: entre o passado e o futuro**. São Paulo: Boitempo, 2010.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**: série histórica da dívida externa bruta. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIEDEBH>>. Acesso em: 23 ago. 2012.

BEBER, A.; FABBRI, D. **Who times the foreign exchange market?** Corporate speculation and CEO characteristics. Lausanne: University of Lausanne, 2011. (Working Paper).

BECK, M.; NEDER, V. Governo anuncia medidas cambiais, e dólar tem alta expressiva. **O globo**, 27 jul. 2011. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/governo-anuncia-medidas-cambiais-dolar-tem-alta-expressiva-2710656>>. Acesso em: 28 nov. 2011.

BELLUZZO, L. G. O dólar e os desequilíbrios globais. **Revista de economia política**, v. 25, n. 3, p. 224-232, jul.-set. 2005.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **BIS quarterly review**: international banking and financial market developments. 2009. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.htm>. Acesso em: 13 out. 2011.

BLOOMBERG. **Contratos futuros genéricos de câmbio real/dólar americano**. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com>>. Acesso em: 2 out. 2012.

BODNAR, G. M.; MARSTON, R. C. **A simple model of foreign exchange exposure**. Pennsylvania: University of Pennsylvania, Oct. 2000. (Working Paper, n. 00-3).

BRANDIMARTE, V.; BALARIN, R.; BAUTZER, T. Perdas de empresas com derivativos geram temor sobre saúde de bancos. **Valor econômico**, 13 out. 2008.

BRASIL. Câmara do Deputados. **Câmara dos Deputados do Brasil, sessão n. 199.1.54.O**. Brasília: Câmara do Deputados, 9 ago. 2011. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/internet/SitaqWeb/TextoHTML.asp?etapa=5&nuSessao=199.1.54.O&nuQuarto=65&nuOrador=2&nuInsercao=0&dtHorarioQuarto=16:08&sgFaseSessao=CG&Data=09/08/2011&txApelido=MA%C3%84DLSON%20DA%20N%C3%93BREGA,%20ECONOMISTA%20E%20EX-MINISTRO%20DA%20FAZENDA,%20->>>. Acesso em: 23 nov. 2011.

CALVO, G. A. **Balance of payments crises in emerging markets**: large capital inflows and sovereign governments. Cambridge: NBER, Feb. 1998a.

_____. Varieties of capital-market crises. In: CALVO, G.; MERVYN, K. (Ed.). **The debt burden and its consequences for monetary policy**. London: Macmillan, 1998b.

_____. **Contagion in emerging markets**: when Wall Street is a carrier. 1999. Disponível em: <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo>>. Acesso em: 20 jul. 2011.

CARNEIRO, R. *et al.* **Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**: relatório final do subprojeto I: padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. São Paulo: IE/UNICAMP, 2009. Disponível em: <http://www.ieecon.net/arquivos/pesquisa_41_2789671916.pdf>.

_____. **A quarta dimensão**: os derivativos em um capitalismo com dominância financeira. IE/UNICAMP, dez. 2011. (Texto para Discussão, n. 199).

CARVALHO, L.; IGNACIO, L. Empresas ainda negociam com bancos. **Valor econômico**, São Paulo, 28 jan. 2009a. (Legislação e Tributos). p. E1.

_____. O Judiciário e as operações de derivativos. **Valor econômico**, São Paulo, 19 mar. 2009b. (Legislação e Tributos). p. E2.

CETIP. **Contratos a termo de moeda estrangeira sem entrega física**. Disponível em: <[http://www.cetip.com.br/modalidades-de-derivativos/ndf-\(non-deliverable-forward\)#!/](http://www.cetip.com.br/modalidades-de-derivativos/ndf-(non-deliverable-forward)#!/)>. Acesso em: 16 jul. 2012.

CHIANAMEA, D. R.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A. M. O Brasil na crise mundial de 2008 e as possibilidades de um imposto sobre transações financeiras internacionais. In: CINTRA, M. A. M.; SCHUTTE, G. R.; VIANA, A. R. (Orgs.). **Globalização para todos**: taxação solidária sobre os fluxos financeiros internacionais. Brasília: Ipea; FUNAG/ Itamaraty. 2010, p. 265-300.

CINTRA, M. A. M.; GOMES, K. R. *Hedge Funds* e as implicações para o Brasil. In: _____. (Org.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012. v. 1, p. 311-370.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. 'Financeirização' da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 11, p. 137-150, dez. 1998.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Consulta de documentos de companhias abertas**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 12 maio 2012.

DAVIDSON, P.; KREGEL, J. A. **Employment, growth and finance**: economic reality and economic growth. Hampshire: Edward Elgar Publishing Limited, 1994.

DELFIN NETTO, A. *Hedge* tóxico. **Valor econômico**, São Paulo, 14 out. 2008.

DEQUECH, D. Asset choice, liquidity preference, and rationality under uncertainty. **Journal of economic issues**, v. 34, n. 1, Mar. 2000.

DODD, R. **Exotic derivatives losses in emerging markets**: questions of suitability, concerns for stability. 2009. (IMF Working Paper). Disponível em: <<http://www.financialpolicy.org/kiko.pdf>>.

DODD, R.; GRIFFITH-JONES, S. **Report on derivatives markets**: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil. Santiago: Cepal, maio 2007.

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. **Capital management techniques in developing countries**: an assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future. Geneva: UNCTAD, 2004. (Discussion Paper, n. 27).

EYZAGUIRRE, N. **Capital inflows**: blessing or curse? Joint high-level conference by the Brazilian authorities and the IMF. Rio de Janeiro, 26 maio de 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/rio/pdf/ne2.pdf>>.

FARHI, M. **O futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. 1998. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 1998.

_____. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. **Revista economia e sociedade**, Campinas, n. 13, p. 93-114, dez. 1999.

_____. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Revista economia e sociedade**, Campinas, n. 17, p. 55-79, dez. 2001.

_____. **Derivativos de crédito**. Subprojeto IV do projeto de pesquisa – Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Campinas: FECAMP/Cecon/IE/UNICAMP; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009.

_____. Os impactos dos derivativos no Brasil. In: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. (Orgs.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil**: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Aritude, 2010. p. 209-231.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos avançados**, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FARHI, M.; PRATES, D. M. **The seventh stage of the evolution of the banking system**. Campinas: IE/UNICAMP, 2012. Mimeografado.

FEBRABAN – FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS. **Pesquisa FEBRABAN de projeções e expectativas de mercado**. 2008. Disponível em: <<http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/20080805%20PesquisaProjecoesMacroeconomicasExpectativaMercado.pdf>>.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

_____. Estratégias concorrenciais e crédito bancário no Brasil no contexto pós-crise. **Boletim de economia**, São Paulo, v. 6, p. 19-37, ago. 2011.

GECZY, C. C.; MINTON, B. A.; SCHRAND, C. M. Why firms use currency derivatives. **Journal of finance**, v. 52, n. 4, Sept. 1997.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Brasil em desenvolvimento**: Estado, planejamento e políticas públicas. Brasília: Ipea, 2009. v. 1.

ISMAEL, R. *et al.* Entrevista com Luciano Coutinho. **Cadernos do desenvolvimento**, v. 6, n. 9, p. 406-419, jul.-dez. 2011.

JULIBONI, M. As 20 empresas mais endividadas em dólar – e como isso pode arruinar seus lucros. **Exame**, São Paulo, 22 set. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/empresas/noticias/as-20-empresas-mais-endividadas-em-dolar-e-como-isso-pode-arruinar-seus-lucros>>. Acesso em: 22 out. 2011.

KREGEL, J. A. Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European monetary system. *In*: DAVIDSON, P.; KREGEL, J. A. **Employment, growth and finance**: economic reality and economic growth. Hampshire: Edward Elgar Publishing Limited, 1994.

_____. **Derivatives and global capital flows**: applications to Asia. New York: Levy Economics Institute, 1998. (Working Paper, n. 246). Disponível em: <<http://www.levy.org>>.

_____. Some simple observations on the reform of the International Monetary System. **Economics policy note archive**, n. 09-8, 2009.

LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. (Org.). **Macroeconomia moderna**: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

LUCCHESI, C. P.; BALARIN, R.; VALENTI, G. Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311. **Valor econômico**, São Paulo, 8 out. 2008.

MALBERGIER, S.; AITH, M. Entrevista Henrique Meirelles: juros ao consumidor devem cair mais rápido. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, Caderno Dinheiro, p. B6. 13 set. 2009.

MARTINS, V.; PIRES, L. BC age para conter especulação com dólar. **Estado de Minas**, Belo Horizonte, 7 jan. 2011.

MAZIAD, S. *et al.* **Internationalization of emerging market currencies**: a balance between risks and rewards. (IMF staff discussion note, n. 11/17), 19 Out. 2011.

Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1117.pdf>>.

MESQUITA, M. M. C.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no pânico de 2008. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org.). **Risco e regulação**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2010. p. 189-206.

MIHALJEK, D.; PACKER, F. Derivatives in emerging markets. **BIS quarterly review**, p. 43-58, Dec. 2010.

MINSKY, H. **Can “it” happen again?** Essays on instability and finance. Armonk: M. E. Sharpe, 1982.

MODÉ, L. Governo age para segurar alta do real. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 11 set. 2010. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,governo-age-para-segurar-alta-do-real,608260,0.htm>>. Acesso em: 25 out. 2011.

MORENO, R. **Motives for intervention**. 2004. (BIS Papers, n. 24). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap24b.pdf>>.

_____. **Polymaking from a “macroprudential” perspective in emerging market economies**. Jan. 2011. (BIS Working Paper, n. 336). Disponível em <<http://www.bis.org/publ/work336.pdf>>.

NOVAES, A. **Derivativos e governança corporativa**: o caso Sadia – Corrigindo o que não funcionou. Rio de Janeiro: PUC, 2009. (Texto para Discussão). Disponível em: <http://www.econ.pucio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/101705%20Derivativos%20e%20Governan%C3%A7a%20Corporativa.pdf>.

_____. Derivativos e governança corporativa: o caso Sadia. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org.). **Risco e regulação**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2010. p. 239-257.

OCAMPO, J. A. **International financial reform**: the broad agenda. 1999. Disponível em: <<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/4309/>>. Acesso em: 8 ago. 2011.

OLIVEIRA, D. Walter Fontana Filho fala pela primeira vez sobre a crise da Sadia. **Época**, 14 out. 2010.

OSTRY, J. D. *et al.* **Capital inflows: the role of controls**. Washington: IMF, 19 Feb. 2010. (IMF staff position note, n. 10/04). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>>.

PRADHAN, M. *et al.* **Policy responses to capital flows in emerging markets**. 21 abr. 2011. (IMF staff discussion note, n. 11/10). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1110.pdf>>.

PRADO, M. C. R. M. Fábricas que viraram pó. **Valor econômico**, São Paulo, 9 out. 2008.

PRATES, D. M. **Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil após a adoção do regime de câmbio flutuante**. Campinas; Rio de Janeiro: Cecon/IE/UNICAMP; BNDES, 2007a. (Relatório I do projeto de pesquisa o Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – subprojeto III integração cambial e monetária, dinâmica do balanço de pagamentos e trajetória da taxa de câmbio). Disponível em: <<http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoIIIRelat1BNDES.pdf>>.

_____. **Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil**. Campinas; Rio de Janeiro: Cecon/IE/UNICAMP; BNDES, 2007b. (Relatório II do projeto de pesquisa o Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – subprojeto III Integração cambial e monetária, dinâmica do balanço de pagamentos e trajetória da taxa de câmbio). Disponível em: <<http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoIIIRelat2BNDES.pdf>>.

_____. **Dealing with capital flows in the post-crisis context: the Brazilian experience**. Financial Sector Development for Sustained Growth. Campinas; Berlin: IE/UNICAMP; University of Applied Sciences, set. 2011. Disponível em: <http://daadpartnership.htwberlin.de/fileadmin/Workshops/2011_Campinas/Slide_Shows/Prates_Capital_Flows_Brazil_01.pdf>.

_____. **How to evaluate financial regulation of Brazil**. São Paulo: Cemacro; FGV, Mar. 2012.

PRATES, D. M. *et al.* **Mercado de crédito bancário**: subprojeto III do projeto de pesquisa: estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Campinas; Rio de Janeiro: FECAMP/Cecon/IE/UNICAMP; BNDES, nov. 2009.

RAGAZZI, A. P.; VALENTI, G. Aracruz eleva em 64% exposição a derivativo. **Valor econômico**, São Paulo, 20 out. 2008.

ROMERO, C.; RIBEIRO, A. Os bastidores da crise. **Valor econômico**, São Paulo, 13 nov. 2009.

ROSSI JÚNIOR, J. L. **Hedge or speculation?** Evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis. São Paulo: Insper, 2011. (Insper Working Paper, n. 243). Disponível em: <http://www.joserobertoafonso.com.br/attachments/article/2405/2011_wpe243%20Jose%20Rossi.pdf>.

ROSSI, P. L. Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação. **Observatório da economia global**, Campinas, n. 7, set. 2011.

_____. **Taxa de câmbio no Brasil:** dinâmicas da especulação e da arbitragem. 2012. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

ROUBINI, N.; MIHM, S. **Crisis economics:** a crash course in the future of finance. New York: Penguin Press, 2010.

SCHREIBER, M. Aumento do IOF nos derivativos é uma violência, diz BM&F Bovespa. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 10 ago. 2011.

STULZ, R. Rethinking risk management. **Journal of applied corporate finance**, v. 9, p. 8-24, 1996.

VARELA, P. T.; SILVA FILHO, E. B. Inconsistências e colapsos cambiais nas economias emergentes nos anos 90: o caso do México, Sudeste Asiático e Brasil. **Estudo & debate**, v. 16, n. 1, p. 141-173, 2009.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BARBOSA, N. *et al.* **Real exchange rate, capital accumulation and growth in Brazil.** Conference on development and change, nº 4, Johannesburg, South Africa, Apr. 9-11, 2010.

CINTRA, M. A. M.; GOMES, K. R. (Org.). **As transformações no sistema financeiro internacional.** Brasília: Ipea, 2012. v. 1.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Global capital markets:** integration, crisis, and growth. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

NOTAS BIOGRÁFICAS

Marcos Antonio Macedo Cintra

Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP), onde foi professor entre 2004 e 2009. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea desde 2009, onde assumiu a coordenação-geral das pesquisas em relações econômicas e política internacionais, entre agosto de 2009 e fevereiro de 2011. Diretor da Diretoria de Estudos em Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea entre março de 2011 e maio de 2012.

E-mail: <marcos.cintra@ipea.gov.br>.

Edison Benedito da Silva Filho

Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP). Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea desde 2009. Coordenador de Estudos em Comércio Exterior e Política Comercial da Diretoria de Estudos em Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea desde maio de 2012.

E-mail: <edison.benedito@ipea.gov.br>.

Júlio Sérgio Gomes de Almeida

Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP). Professor do Instituto de Economia da UNICAMP desde 1985. Ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda (2006-2007).

E-mail: <jsgalmeida@uol.com.br>.

Claudio Avanian Jacob

Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP).

E-mail: <c.avanian@hotmail.com>.

Luis Fernando Novais

Doutorando em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP). Coordenador do Grupo de Economia da Fundação para o Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo (FUNDAP).

E-mail: <luisfernandonovais@gmail.com>.

Juliana de Paula Filleti

Doutora em economia pelo Instituto de Economia e mestre em estatística pelo Instituto de Matemática e Estatística, ambos da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Professora das Faculdades de Campinas (FACAMP) desde 2007.

E-mail: <juledp@yahoo.com.br>.

Roberto Alexandre Zanchetta Borghi

Doutorando em economia pela Universidade de Cambridge (Cambridge, Reino Unido). Mestre em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP). Pesquisador do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais da UNICAMP desde 2009.

E-mail: <razb2@cam.ac.uk>.

Maria Cristina Penido de Freitas

Doutora em economia pela Universidade de Paris 13. Conselheira sênior na Diretoria Executiva do Brasil junto ao Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

E-mail: <crispenido@uol.com.br>.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

Revisão

Andressa Vieira Bueno

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Laeticia Jensen Eble

Leonardo Moreira de Souza

Luciana Dias

Marcelo Araújo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Celma Tavares de Oliveira (estagiária)

Patrícia Firmina de Oliveira Figueiredo (estagiária)

Editoração

Aline Rodrigues Lima

Bernar José Vieira

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Daniel Alves de Sousa Júnior (estagiário)

Diego André Souza Santos (estagiário)

Capa

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Livraria

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 3315 5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br



GOVERNO FEDERAL

BRASIL

PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA