



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**JULIANE OLIVEIRA BATISTA**

**FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL:  
UM PROBLEMA MULTINÍVEL**

**SALVADOR**

**2011**

**JULIANE OLIVEIRA BATISTA**

**FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL:  
UM PROBLEMA MULTINÍVEL**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Ihering Guedes Alcoforado

**SALVADOR**

**2011**

Ficha catalográfica elaborada por Vânia Magalhães CRB5-960

Batista, Juliane Oliveira

B333 Financiamento dos investimentos no Brasil: um problema multivel./  
Juliane Oliveira Batista. - Salvador, 2011.

56 f. il. quad.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) -  
Universidade Federal da Bahia, Faculdade de Ciências Econômicas,  
2011.

Orientador: Prof. Ihering Guedes Alcoforado.

1. Financiamento - Brasil. 2. Capital de risco. 3. Mercado de crédito.  
I. Alcoforado, Ihering Guedes. II. Título. III. Universidade Federal da  
Bahia.

CDD – 332.0981

**JULIANE OLIVEIRA BATISTA**

**FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL:  
UM PROBLEMA MULTINÍVEL**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em 13 julho de 2011.

Banca Examinadora

Orientador: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Ihering Guedes Alcoforado  
Faculdade de Economia da UFBA

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Lívio Andrade Wanderley

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Henrique Tomé da Costa Mata

Dedico este trabalho a meu pai, minha mãe e meu irmão que sempre me apoiaram para eu vê-lo finalizado.

“Hoje os economistas, ao aquilatarem o papel apropriado do governo, procuram incorporar o entendimento das limitações tanto do governo como dos mercados... A visão predominante procura encontrar caminhos para governo e mercados trabalharem juntos cada um fortalecendo o outro.” Joe Stiglitz

## RESUMO

Este trabalho analisa os principais entraves ao financiamento do desenvolvimento da economia brasileira no contexto da industrialização e os principais obstáculos para a obtenção de recursos exógenos a firma de grande e pequeno porte e a firma inovadora. Destaca-se que o financiamento é um problema persistente no Brasil e que a sua resolução demanda a interação entre Estado e mercado, cabendo ao primeiro “coordenar” medidas que estimulem e desenvolvam o segundo. Nesta investigação, observa-se que a exigüidade dos recursos pecuniários para o financiamento das atividades econômicas e empresarias é um problema crônico no país cuja gênese pode ser explicada como resultado da própria organização e funcionamento do mercado de crédito; pelo conservadorismo exagerado da política monetária associada a necessidade do poder público em (re)financiar suas contas e; pela incerteza jurisdicional. Estes últimos suscitam a existência de juros altos o que interfere negativamente no mercado de crédito.

Palavras-chave: Financiamento. Falhas de mercado. Industrialização. BNDES. Microcrédito. Sociedade Garantidora de Crédito. Capital de Risco.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTISMO BRASILEIRO: O ESTADO COMO GERENTE</b>	<b>8</b>
<b>3</b>	<b>FINANCIAMENTO DA GRANDE FIRMA: O PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO</b>	<b>18</b>
<b>4</b>	<b>FINANCIAMENTO DA PEQUENA FIRMA: O PROBLEMA DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E AS POSSÍVEIS SOLUÇÕES A INSUFICIÊNCIA/AUSÊNCIA DE GARANTIAS</b>	<b>27</b>
4.1	POSSÍVEIS SOLUÇÕES	31
<b>5</b>	<b>FINANCIAMENTO DA FIRMA INOVADORA: O CAPITAL DE RISCO</b>	<b>38</b>
5.1	A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY	42
5.1.1	Elos do “arranjo”	44
5.1.2	Desafios a indústria	46
<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>49</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>52</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Admite-se que o financiamento sempre foi um problema para a economia brasileira. Tanto na ótica macroeconômica quando na ótica da firma.

Neste sentido, é relevante investigar as causas da exigüidade de recursos pecuniários uma vez que o financiamento é um fator-chave para subsidiar o crescimento de um país e das firmas que compõe o sistema produtivo gerador de emprego e renda.

Assim, o objetivo deste trabalho é apontar os principais entraves ao financiamento e como os agentes, públicos e privados, têm reagido à escassez de recursos para custear as atividades econômicas e empresarias. Com este propósito, o trabalho consta além da introdução, mais quatro partes e a conclusão.

A primeira parte refere-se ao papel do Estado para o desenvolvimento de um país retardatário e como este buscou e geriu os recursos de acordo com seus objetivos estratégicos.

Na segunda parte é enfatizado o problema do financiamento de longo prazo da grande firma como resultado de um incipiente mercado de capitais e como o Estado, embora criticado por agir diretamente no mercado de crédito e por não propiciar um ambiente jurídico eficiente, tem suprido esta lacuna com o gigante BNDES.

Enquanto que na terceira parte é tratada sobre a restrição de crédito a pequena firma como consequência da racionalidade limitada do credor e da presença de assimetria de informação entre os agentes.

Já na quarta parte é discutido o problema do financiamento da firma inovadora e a relevância do capital de risco.

E por fim, é realizada com as considerações finais.

## **2 FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTISMO BRASILEIRO: O ESTADO COMO “GERENTE”**

Neste capítulo mostraremos como o Estado “coordenou” as fontes de financiamento para custear o desenvolvimento industrial do Brasil.

Inicialmente, chamamos atenção de que embora na visão clássica o Estado devesse interferir minimamente na economia deixando as livres forças do mercado atuar, em todo o processo de industrialização a ação estatal como elemento central de coordenação da economia sempre se fez presente. A crença de que o “mercado” é único alocador eficiente dos recursos não se aplicava a economia brasileira, uma vez que, as “livres forças” não seriam capazes de realizar toda a infra-estrutura necessária a industrialização de um país retardatário.

Assim, tendo como base o vigoroso investimento público – por meio de investimentos diretos do Estado ou de empresas estatais – e, de maneira menos ostensiva, o capital estrangeiro e privado nacional, que o processo de industrialização do Brasil se concretiza.

Desde os anos 30, a discussão sobre a industrialização deixara de ser um expediente ocasional para transformar-se em uma política definida no sentido de modificar drasticamente a estrutura existente. A relação criada entre desenvolvimento industrial e o Estado brasileiro partia do princípio de que, no futuro, o Brasil não poderia alcançar elevado ritmo de crescimento econômico se continuasse a se apoiar basicamente na exportação de seus principais produtos agrícolas. Era essencial, neste sentido, a criação e o desenvolvimento de um parque industrial no país, não apenas para exportar, mas também para adquirir uma maior autonomia internacional.

A partir da segunda metade da década de 30, quando se ampliaram os investimentos substitutivos de importação, a necessidade de uma política de financiamento para investimentos industriais passou a ser sentida com mais intensidade. Como o financiamento do setor privado (bancos comerciais) ainda não dispunha de instrumentos específicos para a captação de recursos que lhe permitisse lastrear empréstimos de médio/longo prazos para investimentos industriais, esta função viria a ser cumprida notadamente pelo Estado Nacional (VERSIANI; SUZIGAN, 1990).

Foi no decurso dos anos 50, principalmente a partir da segunda metade, que o país passa por período de grande desenvolvimento nacional. Em princípios dos anos 50 a indústria brasileira não-estatal era caracterizada por empreendimentos centrados na produção de bens perecíveis e semiduráveis. Para Singer (1987), ainda que algumas firmas nacionais tivessem dado mostras da apreciável capacidade de expansão via auto-acumulação, como os “impérios industriais” de Francisco Matarazzo e de Ermírio de Moraes, era claro que em nenhuma havia condições de mobilizar recursos para efetivamente iniciar a indústria pesada no país.

Especialmente a partir segunda metade dos anos 50, o Estado passou a financiar e investir diretamente no desenvolvimento de alguns insumos básicos (siderurgia, metalúrgica, petroquímica, mineração) e a reforçar a infraestrutura existente (especialmente energia e transportes).

Durante as próximas duas décadas que se seguiram os anos 50, diversas estatais seriam criadas com o intuito de prover as deficiências estruturais da economia brasileira as quais o mercado sozinho não era capaz de suprir. Ao longo deste período, as principais fontes de financiamento para os investimentos industriais foram os recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE); os empréstimos externos; capitais de risco (investimento direto estrangeiro) e; o financiamento inflacionário.

É importante destacar, que coube ao Estado brasileiro mobilizar e “direcionar” recursos nacionais e estrangeiros – mediante a conjugação de políticas fiscais, creditícias, monetárias e cambiais – para que as pretensões desenvolvimentistas se consolidassem.

O BNDE, instituído em 1952, foi constituído como uma agência estatal encarregada pela drenagem das poupanças internas e externas para execução de programas de crescimento e modernização da infra-estrutura, financiamento da indústria de base e fomento de certos setores agrícolas. Para Skidmore, (1976 *apud* HAFFNER, 2002), a criação do banco foi firmada com o propósito de eliminar os obstáculos ao fluxo de investimentos públicos e privados, nacionais e estrangeiros canalizados para o desenvolvimento econômico de um país atrasado.

Com o aprofundamento da industrialização brasileira, a necessidade de importação de “novas” tecnologias, bens de capital e de insumos de outros países tornava-se mais evidente.

Como as divisas geradas com o comércio internacional eram insuficientes para financiar as compras externas e ao volume de poupança interna ficava aquém do ideal, o capital estrangeiro se revelou como um sustentáculo ao crescimento industrial brasileiro.

Entre as economias em desenvolvimento, o Brasil foi o grande absorvedor de recursos externos até a década de 70 (BAUMANN, 1998). A receptividade ao capital estrangeiro tangenciava a evidência de que diante da escassez de fontes de financiamento interno, os recursos em moeda estrangeira e os investimentos diretos tornar-se-iam inevitáveis para alavancar o processo de industrialização.

Principalmente de origem norte-americana e em menor escala européia, os investimentos estrangeiros entravam no país sob a forma de capitais de risco e de empréstimos internacionais.

Os capitais de risco eram atraídos ao Brasil pelo regime regulatório favorável ao investimento direto estrangeiro e pela perspectiva de um potencial mercado consumidor. Nas décadas de 50 e 60 – nos “anos dourados do capitalismo” – uma onda de investimento direto estrangeiro (IDE) era promovida por empresas dos Estados Unidos e Europa em direção a alguns países em desenvolvimento que ofereciam uma série de incentivos a instalação do capital produtivo.

Os incentivos a instalação do capital externo no Brasil iam desde a Instrução 113 da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) de 1955, que permitia que o investimento direto de empresas estrangeiras sem cobertura cambial, até de isenções e garantias de mercado (protecionismo para novos setores). Tais regalias eram concedidas em virtude da importância que os IED significariam para a aceleração da industrialização brasileira.

Já os empréstimos externos eram tomados junto a organismos internacionais – Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), Fundo Monetário Internacional (FMI) e EXINBANK – e/ou diretamente às agências governamentais, o que deixaria para as futuras gerações o peso imensa dívida pública.

Destinados a financiar as importações brasileiras e a manutenção das reservas cambiais, os empréstimos internacionais não eram contraídos apenas pela esfera pública. Também vinculados aos investimentos das grandes empresas multinacionais, os empréstimos e

financiamentos eram tomados de maneira privada pelo capital estrangeiro domiciliado no país. Tais demandas por poupança externa alavancavam o saldo positivo da capital e financeira e, em conseqüência, potencializava o endividamento externo brasileiro.

No que se refere ao financiamento inflacionário da industrialização, este mecanismo ganha notoriedade com a aceleração do crescimento econômico nos anos 50 e, sobretudo, durante o Plano de Metas. O agigantamento dos gastos estatais em uma magnitude superior à arrecadação fiscal foi custeado com dinheiro impresso pelo Banco da Brasil que provisionou *seignorage* ao Estado brasileiro.

A expansão da base monetária para financiar o déficit primário do governo foi um instrumento utilizado na obtenção de recursos necessários à compra de infra-estrutura e construção da nova sede administrativa do país que, a reboque, implicou em aumento dos níveis inflacionários.

A intervenção do Estado como estratégia nacional de implementação e desenvolvimento da indústria – essencialmente a de transformação – foi significativamente importante para um país periférico e dependente como o Brasil. Com falta de capital fixo, escassa poupança interna, baixa capacidade e iniciativa do setor privado combinado a um ambiente de incerteza, a ação do Estado configurou-se como um “pilar” no processo de industrialização tardia.

Estas estratégias de financiamento referidas acima foram agasalhadas em diversos planos de desenvolvimento que foram concebidos na tentativa de arrancar o Brasil do subdesenvolvimento econômico e transformá-lo num país industrializado. Entre eles estão o Plano de Metas da década de 50, os Planos Nacionais de Desenvolvimento (PND) – com destaque o II PND – e os planos básicos de desenvolvimento científico e tecnológicos nos anos 70. Nestes planos, o Estado “direcionava” os investimentos públicos e privados para as áreas consideradas estratégicas para a industrialização sem, contudo, abandonar o discurso liberal.

Para os defensores do *laissez-faire*, em oposição aos nacionalistas, a saída do subdesenvolvimento brasileiro se daria através do processo de industrialização e dos investimentos estrangeiros (CORTEZ, 2005). Assim sendo, caberia ao governo brasileiro

facilitar, ao máximo, o ingresso de capital internacional na economia não apenas sob a forma empréstimos e financiamentos, mas também via capital de risco.

O audacioso projeto de desenvolvimento econômico capitaneado por JK, cujo *slogan* era crescer “50 anos em 5”, se realizou graças ao financiamento estatal e ao ingresso de poupança externa e IED. A ascensão de Kubitschek ao poder em 1956 resultou numa mudança no modelo de acumulação anteriormente adotado por Vargas, o nacional-desenvolvimentismo, para o padrão de desenvolvimento associado ao capital internacional.

O modelo liberal de desenvolvimento capitalista dependente era fundamentado na abertura econômica ao investimento privado de risco sob a prerrogativa de este estugar a industrialização. Enquanto os industriais brasileiros investiam nos setores tradicionais da economia e o Estado canalizava recursos para a indústria de base, construção de estradas, hidrelétricas e para o crescimento da extração do petróleo; as transnacionais ingressavam ao país – pela primeira vez – para a produção de bens de consumo duráveis, subsidiadas pelo próprio executivo.

O modelo iniciado por JK em meados da década de 50 teve continuidade durante a Ditadura. A industrialização aberta à participação estrangeira e baseada na livre iniciativa associada ao Estado foi evidente nos anos em que o Brasil foi comandado por militares.

Para financiar a expansão da economia brasileira, os diversos governos militares que se sucederam aprofundaram a tríplice aliança entre o estado, a burguesia nacional e o capital internacional, atraíram vultosos investimentos diretos do exterior e captaram recursos junto a bancos internacionais para financiarem a expansão da infra-estrutura de energia, transporte e comunicação. Do final da década de 60 até meados da década de 70, a economia brasileira apresentou elevadas taxas de crescimento do PIB. (ALCOFORADO, 2000, p. 103).

No governo militar, com o estado fortemente centralizador, a indústria brasileira passa por uma nova fase. Após um breve período de “ajuste”, 1964 a 1967, a economia brasileira foi marcada por seis anos de crescimento econômico com taxas nunca computadas em sua história.

Nos anos do “ajuste”, primeiros três anos da instauração do Regime, o então presidente General Castelo Branco assumiu a gestão de um país com medíocres indicadores

macroeconômicos. A economia brasileira apresentava elevados índices inflacionárias, baixo investimento privado e um pífio crescimento da riqueza nacional.

Diante deste quadro, Castelo Branco realizou uma ampla reforma na política econômica e nas bases institucionais com o intuito de sanear a economia:

Quando o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) foi posto em prática em 1964, as taxas de inflação aproximaram-se do intervalo entre 80% e 100% ao ano, a taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) havia encolhido para apenas 0,6% em 1963, interrompendo um período de 10 anos crescimento de econômico acelerado. A política econômica implantada pelo Paeg reduziu a inflação, que se estabilizou em torno de 20% entre 1967 e 1972. (MOURA, 2007, p. 19).

Utilizando-se de políticas ortodoxas, o presidente Castelo Branco – auxiliado por Roberto Campos e Otávio Bulhões, respectivamente ministros do planejamento e a da fazenda – executou uma série de medidas com sucesso na estabilização, o que contribuiu para a criação das condições para o fantástico crescimento subsequente.

Foi o reflexo das reformas institucionais do PAEG, aliado a um ambiente externo favorável e a valia das políticas heterodoxas de Delfim Neto, ministro da fazenda do governo Costa e Silva e Garrastazu Médici, que forneceram o impulso para crescimento da economia por seis anos consecutivos no período do “Milagre Econômico Brasileiro”.

O espantoso crescimento chinês – na linguagem atual – de em média 10% ao ano de 1968 a 1973 foi fruto de um conjunto de ações internas e externas a economia que impactaram na produção de riqueza nacional. Neste sentido, há de se ressaltar o papel do capital internacional como fornecedora de crédito, e, mais uma vez, é claro, da ação do próprio Estado como agente econômico propulsor do desenvolvimento.

Conforme Aquino (2000), uma das bases de sustentação do milagre foi à obtenção de empréstimos externos a juros estabilizados e uma conjuntura internacional favorável a economia brasileira. Todavia, quando o fluxo de capital internacional e ambiente externo é impactado por um algum choque e, por conseguinte, sua área de abrangência se retrai, a periferia do capitalismo dependente desacelera e a sua tendência de crescimento entra em declínio.

A subida vertiginosa das taxas juros pelo sistema financeiro de Bretton Woods em 1971 e o choque do petróleo no final de 1973 comprometeram seriamente as bases de crescimento da economia brasileira durante o “Milagre Brasileiro” e, para Alcoforado (2000), determinou o declínio do Modelo de Desenvolvimento Capitalista Dependente.

Como o Brasil na época do “milagre” importava mais de 70%<sup>1</sup> do petróleo que consumia, a subida do barril pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de U\$S 2,80 para U\$S 9,46 tornou a balança comercial deficitária e as contas externas cada vez mais desajustadas. Para piorar, a recessão da economia mundial e os desequilíbrios da economia estadunidense provocaram uma mudança na maré dos juros e dos investimentos internacionais.

Neste contexto, o governo brasileiro tinha duas alternativas estratégicas: promover um ajuste recessivo, mediante a adoção de políticas ortodoxas ou implementar um ajuste estrutural economia. Embora a segunda estratégia fosse mais ousada, pois implicava em aumentar o desequilíbrio externo em um primeiro momento para colher seus benefícios somente anos depois, foi a que o governo militar colocou em prática.

O ajuste não-recessivo da economia culminou com a elaboração de Planos Nacionais de Desenvolvimento econômico cuja execução evidenciou-se realização de grandes projetos de integração nacional – transportes, corredores de exportação, telecomunicação, entre outros – e na provisão de indústrias de base, bens de capital e autonomia na produção de alguns insumos<sup>2</sup>, respectivamente no I PND e no II PND. Os planos nacionais de desenvolvimento nascem na década de 70 com a tentativa de diminuir a dependência das compras externas e de aprofundar o processo de substituição de importações.

Contrariamente ao I PND (1972 – 1974), o Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico foi muito importante para a determinação dos ramos da economia nacional. Desejava-se com o II PND (1975-1979) manter o mesmo sucesso da fase do “milagre” através do encaminhamento dos investimentos nas áreas estratégicas da indústria de base, bens intermediários e de capital.

---

<sup>1</sup> Este percentual pode variar de acordo com o autor. Neste trabalho adotou-se o percentual informado por Aquino (2002).

<sup>2</sup> Especificamente, metais não-ferrosos, minérios, petroquímica, fertilizantes e defensivos agrícolas, papel e celulose. Ver Almeida (2005, p. 2).

A solução “heterodoxa”, típica de um Estado desenvolvimentista de ajuste pelo crescimento, constituía em um ambicioso programa de substituição de importações efetuado sobre a égide estatal e com uma maciça utilização de empréstimos internacionais.

Tendo como horizonte a transformação do Brasil numa nação potência, a onda de investimentos promovida pelo II PND concentrou-se nos setores de bens de capital e intermediário. Supôs que a empresa estatal liderasse essa mudança de padrão industrial reforçando, ao mesmo tempo, o capital privado nacional *vis-à-vis* o capital estrangeiro no interior do sistema produtivo. Com isso o plano visava reequilibrar o famoso tripé de capitais que caracterizava o desenvolvimento dependente associado, reforçando o seu lado nacional. Mesmo com as dificuldades de execução, ampliou-se sem dúvida a autonomia industrial do país frente ao exterior e as taxas de crescimento do PIB, embora menores que as vigentes nos anos do “milagre econômico”, mantiveram-se ainda elevadas. Mas, ao preço, é claro, de um aumento na dependência financeira em relação ao sistema internacional de capitais. (SALLUM JÚNIOR, 1994, p. 149- 150).

O Estado brasileiro e a burguesia nacional não eram capazes de fazer a “roda” da economia girar sem os recursos do mercado financeiro internacional. Mais uma vez, o financiamento se daria pelo típico tripé que caracterizava o modelo de desenvolvimento dependente e associado.

A manutenção dos projetos de desenvolvimento nacional após o fim do “milagre” se fez através de empréstimos externos a juros flutuantes. Essa atitude, embora reduzisse a dependência industrial brasileira, aumentou a sujeição financeira do país aos bancos internacionais e contribuiu para a crise da dívida nos anos 80.

Após a década de 70, o Estado perdeu a capacidade de dar continuidade ao crescimento e o “milagre econômico” virou “miragem” nos anos 80.

Durante os anos 80, enquanto a indústria mundial passava por uma fase de grande avanço, inclusive em alguns países asiáticos, a indústria nacional sofria com os desequilíbrios macroeconômicos e com a transição institucional decorrente do fim do processo de substituição das importações.

A partir de então, o debate acerca da estratégia de desenvolvimento industrial tem registrado posições antagônicas: de um lado, os que acreditam que as reformas neoliberais, somadas à estabilidade macroeconômica, constituem condições suficientes para que a indústria brasileira se insira positivamente na nova dinâmica

da indústria mundial; de outro, os que defendem que, para atingir resultados comparáveis aos das experiências internacionais de sucesso, seria necessário articular um conjunto de medidas visando á construção deliberada da competitividade, através de estratégias conjuntas do Estado e do setor privado. (CARNEIRO, 2006, p. 299).

Nesta briga, os neoliberais venceram e um novo modelo de industrialização brasileira foi instaurado em 1990 por Collor: o Modelo Neoliberal.

O Modelo Neoliberal foi implantado no Brasil a partir de um contexto de instabilidade macroeconômica no país. A frustração da “Década Perdida” e as conseqüências sobre a imagem do Brasil no exterior comprometeram a cessão de empréstimos dos bancos internacionais e dos IED.

Com a interrupção dos fluxos voluntários de capital, aliado a Crise Financeira do Estado, além da crônica insuficiência de poupança privada interna, colocaram em xeque o modelo desenvolvimentista até então em vigor, e, segundo Carneiro (2006), promoveram um contexto favorável para o ensaio da estratégia neoliberal de estabilização e desenvolvimento da economia.

Externamente, outro fator para a implantação do Modelo Neoliberal no Brasil foi preconizado pelo “receituário” do *Consenso de Washington*, em 1990, para a promoção do “ajustamento” estrutural das economias periféricas ao capitalismo. A prescrição do *Consenso* contemplava um conjunto de medidas ortodoxas de estabilização das economias em desenvolvimento que, de maneira geral, consistiam em abertura dos mercados com a redução do tamanho do Estado e menor influência dos governos nacionais sobre a atividade econômica.

Neste modelo, o Estado brasileiro perdeu o papel central na condução do processo de crescimento industrial em benefício da dinâmica concorrencial dos mercados. O desmonte do aparato institucional inicia-se no governo Collor e é aprofundado no Governo FHC com a continuação da venda de estatais, da desregulamentação dos mercados e a liberalização financeira e comercial.

O mérito do Modelo Neoliberal, distanciando-se do discurso ideológico, deve-se a estabilização da economia inflacionária e, como efeito posterior, a volta da imagem positiva do Brasil internacionalmente.

Ainda que o Estado tenha comandado o desenvolvimento retardatário da indústria brasileira, a ideologia das economias de mercado sempre norteou o processo de industrialização. A antinomia entre Estado e mercado era deflagrada em uma espécie de “cabo-de-guerra” em que, por vezes a presença do Estado era mais forte e por outra os ideais de mercado se destacavam.

De acordo com Bresser-Pereira (2006), não se tratava de substituir mercado pelo Estado, mas de fortalecer o ultimo para que este pudesse criar as condições para que as empresas, competindo no mercado, investissem e seus empresários inovassem.

Por se tratar de uma industrialização tardia, era obrigatoriamente dirigida pelo Estado. A intervenção do Estado neste período é:

Importante para mobilizar recursos (poupança forçada) e oferecer proteção na fase inicial da industrialização de países retardatários; depois desta fase a acumulação de capital continua essencial para o crescimento, mas agora depende de inovação, introdução permanente de progresso técnico, da alocação eficiente dos recursos. Nesse ponto fica evidente a limitação da intervenção do Estado em comparação com a coordenação de mercado. Daí em diante reduz a intervenção do Estado. (NAKANO; REGO; FURQUIM, 2004, p. 279).

Desta feita, as políticas governamentais na fase inicial da industrialização são direcionadas à provisão de recursos para o estabelecimento estratégico de certas indústrias e para proteção incipiente das firmas nacionais. Mas à medida que essas indústrias vão se consolidando, a coordenação econômica do Estado cede lugar ao mercado, ou melhor, ao mercado regulado já que este é incapaz de atuar sozinho.

### **3 FINANCIAMENTO DA GRANDE FIRMA: O PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO**

É no contexto do mercado organizado, que se analisa neste capítulo o problema do financiamento de longo prazo da grande firma.

Nas economias de mercado coordenado, como é o caso do Brasil, as empresas dependem mais pesadamente da interação estratégica de outras firmas e outros atores para se desenvolver. Neste sentido, especificamente no mercado de crédito de longo prazo, as grandes firmas, tendo em vista a incipiência do mercado privado de financiamento de longo prazo, estão sujeitas a oferta de financiamento do BNDES.

O financiamento de longo prazo da grande firma em países desenvolvidos – como os Estados Unidos – apóia-se, predominante, no mercado de capitais e, em menor escala, no crédito bancário, cabendo aos bancos de investimento o papel de organizar a colocação de ações e títulos de dívida no mercado (HERMANN, 2003).

No que se refere aos mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil, o sistema financeiro brasileiro não foi organizado para oferecer créditos a prazos dilatados, sendo este possível – em grande medida – graças ao BNDES. Isto por que, em termos macroeconômicos, o financiamento por meio do mercado de capitais ainda tem pouca significância para o custeio do setor produtivo.

Apesar de algumas tentativas de formação de uma estrutura privada de financiamento de longo prazo, a ampla reforma financeira de 1964 a 1967 e a “reforma bancária” de 1988, todas as fases expansivas da economia brasileira foram sustentadas pelo tripé: autofinanciamento, crédito público e poupança externa.

A Reforma Financeira de 1964 a 1967 objetivava aprofundar a intermediação financeira e reestruturar as instituições monetárias existentes. A Lei 4.595, da reforma bancária, organizou o Sistema Financeiro Nacional e a 4.728 regulamentou o mercado de capitais brasileiro (CAMPOS, 1994).

Já a Reforma Bancária de 1988 – também chamada de “mini-reforma” – é apresentada na literatura como responsável pela significativa desconcentração do segmento bancário brasileiro, sobretudo pela eliminação do sistema de carta-patente, e por ter permitido a constituição legal dos bancos múltiplos (CAMPOS, 1994).

Não obstante, as reformas realizadas para promover o desenvolvimento de um sistema privado de financiamento de longo prazo não tornaram o mercado de capitais uma fonte fundamental de financiamento para as firmas, como também os bancos de investimento<sup>3</sup> e os bancos múltiplos não se transformaram em ofertantes ou intermediários de fundos de longo prazo. Estas instituições, ao contrário, são provedoras de capital de giro, atuando, desta maneira, de forma semelhante à simples bancos comerciais (HERMANN, 2003).

A ausência de crédito bancário de longo prazo no Brasil coadunado a um mercado de capitais que não se constitua com fonte relevante de financiamento das firmas torna o velho tripé de financiamento brasileiro o modelo típico de custeio de diversos investimentos na atual conjuntura.

Este “modelo”, ao fundamentar-se na geração de receitas próprias, na poupança externa e nos fundos dos órgãos oficiais – com destaque para o BNDES – impõe limites ao investimento, e, em última instância, restringe o próprio crescimento da economia brasileira.

O investimento em função do poder de autofinanciamento – com lucros retidos – tende a aumentar o *mark up*<sup>4</sup> das firmas, que precisam acumular excedentes pra sustentar seus investimentos pressionando a inflação.

Durante a industrialização brasileira, o poder de autofinanciamento demonstrado pelas firmas estava associado à combinação do processo de industrialização voltada para dentro, com as estruturas oligopolísticas de mercado e inflação elevada, o que permitiam com que algumas das grandes empresas atuassem com “formadores de preços”. Era esta condição que garantia uma margem de lucro suficiente à manutenção do autofinanciamento (ARIENTI, 2004).

---

<sup>3</sup> A partir de 1988.

<sup>4</sup> O *mark up* é valor originalmente adicionado ao custo. Usualmente, é expresso como um percentual do preço de venda.

Ao longo da década de 90, embora o autofinanciamento tenha se mantido como principal alternativa de financiamento ao investimento produtivo, a estabilização e a abertura da economia tornaram as grandes empresas brasileiras “tomadoras de preço”. Agora era o mercado internacional quem ditava os preços, sendo, portanto, imprescindível que a firma nacional controlasse seus custos e se ajustassem as novas margens de lucro.

Quanto ao financiamento via poupança externa, além de possuir limitações de acesso, podem levar a uma dependência dos recursos estrangeiros na economia doméstica como na ocasião da tardia industrialização. Foram os empréstimos estrangeiros realizados pelas grandes estatais e também pelas multinacionais que provocam o crescimento da dívida externa na década de 70.

Já crédito público, o papel desempenhado pelo BNDES no financiamento de longo prazo é histórico. Este foi – e ainda é – essencial para o financiamento das grandes empresas de capital nacional e do próprio governo, sobretudo quando existe uma carência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo.

A despeito de transformações na estratégia adotada pelo governo, o BNDES conservou sua posição como agência de fomento e como praticamente única fonte de crédito de longo prazo em moeda nacional. Assim, na ausência de uma política financeira que priorize o alongamento dos prazos das aplicações financeiras e das operações de crédito, não surgirão mecanismos para o financiamento do desenvolvimento econômico e social. O sistema financeiro privado jamais se envolveu na concessão de financiamento de longo prazo para as empresas produtivas, exceto como repassador de capital de empréstimo externo ou de recursos das agências oficiais de fomento. (PRATES; CINTRA; FREITAS, 2000, p.101).

Diante da ausência de mecanismos internos de crédito de longo prazo na economia, a atuação do BNDES constitui-se como uma “via de escape” capaz de amparar financeiramente um ciclo de investimentos.

Nos períodos mais adversos da recente crise internacional do capitalismo, as restrições das fontes externas de financiamento e o forte revés do mercado de capitais brasileiro tornaram a atuação do BNDES necessária para a manutenção nos níveis de investimentos públicos e privados no Brasil.

Mesmo em uma situação de maior normalidade das conjunturas externa e interna, o Brasil não conta com fontes que outros países desenvolvidos e que economias

emergentes têm à sua disposição. Por exemplo, não dispõe de crédito de longo prazo do sistema bancário doméstico. No caso do mercado de capitais, mesmo este tendo experimentado um avanço expressivo nos dois anos que antecederam a crise internacional, nunca formou como parte relevante do financiamento das empresas do país, salvo para determinados segmentos. Além da geração própria de recursos, resta a fonte externa e os fundos dos órgãos oficiais de crédito, destacadamente, o BNDES. (ALMEIDA, 2010).

No entanto, segundo Loyola (2010) a extraordinária ampliação do BNDES na oferta de financiamento atrapalha o avanço do mercado de capitais brasileiro. Para o economista, mesmo diante da ausência de mecanismos internos de crédito de longo prazo na economia, a atuação exagerada da Agência compromete a evolução do mercado de capitais. O BNDES “*está em um movimento de competição com o crédito privado, quando deveria ter papel complementar, atuando onde o mercado não atua*”, disse o ex-presidente do Banco Central do Brasil (BACEN). A atuação do BNDES no mercado de crédito de longo prazo também é alvo de críticas internacionais. Segundo Getting...(2009, p. 5):

For companies trying to get credit, the problems are much the same. To make up for the absence of a market in long-term debt Brazil created a giant development bank, the BNDES, with a balance-sheet larger than the World Bank's. This is financed by an impost on labour and lends predominantly to Brazil's biggest companies—the opposite of what you would expect from a left-leaning country.

Because its large loans to Brazil's big names carry so little risk, the BNDES is profitable. It also does some more adventurous lending, although trickier credit assessments are farmed out to private banks, which collect a fee for their pains and also assume the risk of loans going bad. The BNDES was useful to Brazil during the recent crisis as a stable source of funding, but its scale as the lender of choice for Brazil's best credit risks is probably impeding the development of markets in long-term debt, and the way it is funded seems fundamentally unjust<sup>5</sup>.

Embora o *The Economist* reconheça a ausência de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil, o financiamento de grandes empresas pela agência estatal é questionado. O BNDES não deve atender a grandes projetos que podem ser financiados pelo mercado de capitais e/ou pelo mercado internacional. O mais importante é que sejam financiados setores que não tenham acesso ao mercado de capitais, como as pequenas e médias firmas que demandam a complementação de financiamento a prazos maiores ou a taxa menores.

A carência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil sempre foi associada a baixa previsibilidade econômica do país. Após décadas de grande volatilidade e incertezas significativas, a suspeição com relação ao futuro da economia pressionava os agentes econômicos para a preferência do curto prazo. Acreditava-se que mudanças estruturais e institucionais iniciadas na década de 90 criaria um ambiente econômico “mais

<sup>5</sup> Fonte: <http://www.economist.com/node/14829533>

favorável” ao planejamento de longo prazo no país e, em consequência, o aumento da oferta de crédito para os investimentos de capital fixo e infra-estrutura.

Todavia, mesmo após as mudanças dos anos 90, sobretudo com as transformações ocasionadas pela abertura financeira, o problema do financiamento privado de longo prazo na economia brasileira não foi equacionado. Havia certa anuência de que o sucesso do Plano Real e a estabilidade monetária, somado a “*reformas estruturais, como a da Previdência Social, atuam no sentido de ampliar a poupança de longo prazo do país, compatibilizando a captação de instituições financeiras e não-financeiras com a aplicação em ativos de longa maturidade*” (CNI, 2003, p.30 *apud* ARIENTI, 2004, p. 10).

O desenvolvimento do mercado de crédito em horizontes mais dilatados pressupõe a existência de mecanismos de transferência de poupança para financiar os investimentos de longo prazo. A existência destes mecanismos, por sua vez, vai depender das condições de geração de poupança (parte da renda não consumida) e da conversão da poupança agregada em poupança financeira.

Bacha (2004), defende a tese de que “o mercado financeiro interno de longo prazo é pequeno devido a resistência dos agentes privados em aplicarem sua poupança em instrumentos financeiros de longo prazo sujeito a jurisdição brasileira”. De acordo com o autor, a possibilidade de mudanças repentinas na regra do jogo por parte do agente público e a interpretação dos tribunais desfavorável ao credor são a causa do parco mercado de crédito de longo prazo no país.

Nesse contexto, em um país onde justiça é taxada como morosa e tempestiva aos devedores, a confiança dos investidores é abalada. A incerteza sobre a estabilidade e segurança dos contratos firmados compromete o desenvolvimento do mercado privado de financiamento de longo prazo no Brasil.

Nas palavras de Bacha ( 2004, p. 1):

A incerteza jurisdicional reflete um viés anti-credor não precificável, manifestando-se no risco de atos do Príncipe mudando o valor dos contratos financeiros durante a sua vigência ou por ocasião de sua cobrança, ou da decisão das Cortes desfavoráveis ao credor até mesmo por sua demora. Associa-se ao conceito de “impunidade civil” do devedor, mas enfatiza fraquezas jurisdicionais no sentido do poder do Estado, em

sua soberania, de fazer leis e administrar a Justiça. Por não poder ser precificada, a incerteza jurisdicional tem por conseqüência a quase inexistência de uma oferta privada voluntária de financiamento de longo prazo na jurisdição interna.

Para o economista, a *incerteza jurisdicional* além de ser responsável pela inexistência de um mercado privado de crédito de longo prazo no Brasil é também responsável pela elevada taxa de juros reais da economia. Assim sendo, o que causa a relutância de se emprestar à prazos dilatados é o mesmo fator que requer juros altos para se emprestar no curto: *incerteza jurisdicional* associada ao cumprimento dos contratos financeiros.

Em economias de livre mercado conjectura-se que a estrutura legal instituirá o direito de propriedade duradouro, assim como também fornecerá os mecanismos para que tais direitos se façam valer. A existência de um arcabouço institucional pautado em um sistema legal que garanta o cumprimento dos contratos e protejam os direitos de propriedade é fundamental na promoção dos investimentos e da eficiência econômica.

Evidentemente, que a segurança jurídica é uma variável relevante para o desenvolvimento do mercado de crédito privado de longo prazo no país, mas não é a única que irá determiná-lo. A prosperidade da oferta voluntária de crédito a prazos dilatados requer além da consolidação de um arcabouço institucional que privilegie o cumprimento dos acordos firmados, demandam, do mesmo modo, a “coordenação” de um conjunto de ações internas e externas ao peculiar mercado de financiamento de longo prazo brasileiro.

De modo geral, os desafios a serem enfrentados para que o mercado de capitais brasileiro se desenvolva se dividem em dois grupos. Enquanto o primeiro está associado a medidas que tendem a tornar as operações atuais mais eficientes, o segundo concentra reformas de natureza estrutural que tendem a consolidar, a um só tempo, o desenvolvimento econômico do país e o fortalecimento do próprio mercado de capitais, podendo ser classificado em quatro subgrupos: diminuição do custo de investimento, desenvolvimento do mercado de crédito, melhoria no ambiente de negócios e redução do custo e do tempo na resolução de conflitos (TEIXEIRA, 2005, p. 120).

O mercado de capitais é um eficiente alocar de recursos na economia em países onde o ambiente de negócios é livre e as regras do jogo são claras. Mesmo tendo a terceira<sup>6</sup> maior

---

<sup>6</sup> Conforme Portal do Investidor, do Ministério da Fazenda. A BM&FBOVESPA foi criada em maio de 2008 com a integração com a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)

Bolsa de Valores do mundo, a BM&FBOVESPA, o mercado de capitais brasileiro não é uma fonte mobilizadora de poupança privada para o investimento produtivo.

A Medida Provisória nº 517 de 30/12/2010, publicada no Diário Oficial da União em 30/12/2010, reconhece que:

4. É oportuno enfatizar que o Governo e os bancos públicos, principalmente o BNDES, não podem continuar como promotores quase que exclusivos de tais recursos vis-à-vis o risco de minarmos nossa capacidade de sustentação do crescimento. Atualmente, quase noventa por cento da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos tem como lastro linhas oriundas de bancos públicos, sendo que só o BNDES é responsável por quase sessenta e dois por cento dessa carteira.
5. O próprio mercado de capitais, que poderia atuar como fonte de *fundings* complementar ao financiamento de tais projetos, apresenta uma captação primária não tão expressiva, girando em torno de 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) a três por cento do Produto Interno Bruto - PIB, e com um mercado de títulos de dívida eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo e indexadas a índices de juros de curtíssimo prazo, como os Depósito Interbancário - DI e a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC. Analisada uma amostra das emissões de debêntures oriundas de ofertas públicas e de letras financeiras, respectivamente, nos períodos de Janeiro de 2009 a Setembro de 2010 e de Abril de 2010 a Outubro de 2010, constata-se que apenas 6,54% (seis inteiros e cinquenta e quatro centésimos por cento) das emissões de debêntures apresentavam prazo superior a oito anos e não vinculação com o índice DI ou a taxa SELIC. No caso das letras financeiras, nenhuma das emissões analisadas apresentava prazo superior a oito anos. (BRASIL, 2010).

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, como base de financiamento para projetos de maior maturação, exige o agendamento e cumprimento de reformas que visem estimular a iniciativa privada a participar de maneira mais ostensiva. Ainda que os primeiros debates sobre a escassez de financiamento de longo prazo remontem a década de 40 do século passado, até hoje se discute a inexpressividade da participação privada no mercado de títulos de longo prazo no país.

A Medida Provisória nº 517 de 30/12/2010 também traz um conjunto de incentivos ao mercado de financiamento de longo prazo no país:

8. De forma sucinta Sr. Presidente, as medidas propostas:
  - i) redução da alíquota de imposto sobre a renda incidente sobre rendimentos de títulos privados de longo prazo, emitidos por empresas não financeiras, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior (art. 1º);
  - ii) redução de alíquota de imposto sobre a renda sobre rendimentos de debêntures de longo prazo emitidas para financiar projetos de infra-estrutura (art. 2º);

- iii) redução da alíquota de imposto sobre a renda incidente sobre cotistas de fundos de investimento ou de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento que apresentam percentual relevante de suas carteiras aplicadas nos títulos disciplinados no art. 2º (art. 3º);
  - iv) flexibilização do texto legal que rege o fundo de investimento em infra-estrutura (art. 4º);
  - v) reformulação da tributação de imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos periódicos dos títulos de renda fixa (art. 5º);
  - vi) alteração dos dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976, que disciplina as debêntures (art. 6º); e
  - vii) permissão para que a atualização dos valores dos rendimentos periódicos pagos por títulos de renda fixa privados ocorra em período inferior a um ano (art. 7º).
- (BRASIL, 2010).

Estas medidas visam incentivar o efetivo surgimento de um mercado de financiamento privado no país, não apenas no barateamento ou no fomento de novas emissões, mas também no desenvolvimento do mercado secundário.

A expansão da oferta privada voluntária de longo prazo é fundamental para os próximos anos. Haverá uma enorme demanda de recursos para os investimentos de infraestrutura, sobretudo com a realização da Copa do Mundo e das Olimpíadas. Nos próximos anos, a aceleração e sustentação do ritmo de crescimento econômico projetado para o país dependerá, além dos investimentos públicos também da exponencial participação privada através das parcerias.

Muito provavelmente, o aumento da participação privada no financiamento das obras de longa maturação virá sob a forma de parceria com o ente público. Mas especificamente, através de Parcerias Público-Privada (PPP) fundado num *Project Finance*.

Nas PPP's é o setor privado, mediante um consórcio de firmas, quem se responsabiliza pela elaboração do projeto, construção e financiamento e, quando possível, pela exploração do serviço. Concluído o empreendimento, o governo pode quitar a dívida com a empresa parceira em até 30 anos por meio da garantia do fluxo de caixa (AGUILAR, 2003). Esse tipo de arranjo é interessante para os dois agentes. Ao agente público porque permite transpor as despesas de capital inicial num fluxo contínuo de pagamentos do serviço ao longo do contrato. Já para o setor privado em razão de ser um investimento onde os riscos são otimizados e a existência de possibilidade de geração de receita adicional.

A constituição de PPP's também é uma chance promissora de o mercado de capitais brasileiro se projetar como uma opção viável de financiamento em grandes projetos de infraestrutura.

Isso por que, o consórcio criado especificamente para executar o projeto de infraestrutura pode buscar uma parte do financiamento via emissão de ações, debêntures simples ou conversíveis para o mercado de capitais. Ou ainda, vender o fluxo futuro de recebíveis do empreendimento para um Fundo de Direitos Creditórios (AGUILAR, 2003).

Neste sentido, a formação das PPP's constitui uma iniciativa indispensável para a ampliação dos investimentos de longo prazo no país, sobretudo com o advento dos jogos esportivos e com o olvidado Plano de Aceleração do Crescimento Econômico. No entanto, apesar das vantagens da constituição de PPP, um dos grandes desafios do governo é estabelecer um marco regulatório.

Portanto, mais uma vez, cabe ao Estado criar um conjunto de leis, normas e diretrizes para que não haja obstáculos a adesão do setor privado as parcerias. Ao não ser, que o Estado deseje que o financiamento de longo prazo no país continue a cargo gigante Banco estatal e da poupança externa. O que não parece ser algo novo na história deste país.

#### **4 FINANCIAMENTO DA PEQUENA FIRMA: O PROBLEMA DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E AS POSSÍVEIS SOLUÇÕES A INSUFICIÊNCIA/AUSÊNCIA DE GARANTIAS**

A maioria das micro e pequenas empresas necessitam de financiamento para expandir seus negócios e alcançar novos mercados. Para estas empresas, o financiamento com recursos de terceiros possuem grande relevância para fomentar suas atividades e incrementar a produção.

É com a fonte de recurso exógena à firma que o pequeno empresário investe em aumento da planta, na aquisição de bens de capital e até mesmo para o capital de giro na empresa. Já para o “jovem” empreendedor, o financiamento significa a possibilidade de por em execução uma “grande idéia” de potencial rentabilidade.

No entanto, a obtenção de créditos no mercado de intermediação financeira não é uma transação de fácil acesso. Uma das questões que preocupam os micro e pequenos empreendedores é a quantidade excessiva de exigências impostas pelo mercado de crédito, que não raramente comprometem a capacidade de investimento e, em alguns casos, abortam a execução de novos projetos.

Por serem avessos ao risco, os bancos privados são extremamente rigorosos na concessão de créditos, sobretudo, na aprovação de empréstimos à MPE's e no financiamento de novos negócios. É a desconfiança das instituições bancárias que provoca o estreitamento dos limites de financiamento, bem como o aumento da taxa de juros e das exigências de garantias reais a pequena firma.

O alto custo financeiro e as fortes restrições do mercado inibem a demanda das firmas, o que resulta em uma espécie de asfixia econômico-financeira. A sanção do crédito bancário depende da boa saúde financeira da empresa demandante, da regularidade de suas obrigações fiscais e, é claro, da capacidade de geração de caixa para pagamento futuro.

Situação pior é a concessão de empréstimos a empresas em fase de implantação. Por apresentarem baixo faturamento em sua fase inicial e possuírem um elevado índice de

mortalidade nos primeiros anos de existência, as novas empresas são colocadas a margem do financiamento bancário.

Do ponto de vista do banco, que tem informações incompletas sobre a qualidade subjacente ao projeto e gestão da pequena firma, a concessão de créditos a MPE's representa riscos e incertezas sobre as condições futuras. A emblemática fragilidade financeira e a opacidade informacional que caracteriza a pequena firma induzem o banco a limitar o crédito mesmo havendo recursos emprestáveis e tomadores dispostos a pagar juros mais altos.

Para o credor, o maior risco numa operação de crédito é o desconhecimento do tomador e a posterior disposição do mesmo em devolver o montante. Por causa da assimetria de informação entre os agentes, o banco pode cometer o erro de conceder empréstimo a caloteiros e inadimplentes, ou, ainda, indeferir uma proposta de um bom projeto de investimento por desacreditar em sua viabilidade econômica. Este último, como consequência, contribui significativamente para o déficit de financiamento das MPE's.

Assim, é a presença de assimetria de informação entre os agentes no mercado de crédito que gera discrepâncias e flutuações tanto nas decisões de investimento das firmas, quanto na oferta de capital para financiá-las. Isso por que, a falta de simetria de informação dificulta a exata mensuração dos riscos pelos bancos o que implica no racionamento do crédito com o intuito de se precaver do possível comportamento oportunista dos devedores.

As principais referências à questão da desigual distribuição de informação no mercado de crédito remetem aos economistas Stiglitz e Weiss. Estes autores demonstram que na presença de assimetria de informação, com desvantagem para a instituição credora, o provedor, mesmo usando todas as informações públicas disponíveis, não conseguiu selecionar *apenas* os bons projetos.

Como avaliação individual dos riscos dos tomadores não é perfeita, a instituição bancária teme que a procura por crédito suplementar provenha de caloteiros e inadimplentes e que, por isso, tem interesse em assumir riscos elevados. Neste sentido, na medida em que os bancos não conseguem distinguir de maneira eficaz essas empresas, o crédito é racionado a uma taxa de juros relativamente alta e constante.

Portanto, o racionamento – voluntário – do banco ocorre como uma resposta ao decréscimo do retorno esperado, resultante de um risco médio mais alto dos tomadores. Por esta razão, os empréstimos são negados não por ausência de fundos, mas sim pela percepção de risco de inadimplência.

Contrariando a idéia clássica de que os mercados se auto-regulam via mecanismo de preço, no mercado de crédito a taxa de juros não é unicamente utilizada para equilibrar a demanda à oferta de fundos. Sabiamente, os bancos não a utilizam por que na presença de assimetria de informações entre os agentes, os juros altos não separam “joio do trigo”.

Em outras palavras, um aumento na taxa de juros induz atração de projetos mais arriscados para serem financiados e estimula o não cumprimento das obrigações contratuais das firmas que já receberam o crédito. Estes comportamentos, Stiglitz e Weiss (1981) chamam de *seleção adversa* e *risco moral*, respectivamente.

Mas especificadamente, a taxa de juros não pode ser singularmente utilizada pelo sistema bancário como instrumento de seleção de tomadores tendo em vista quê:

- a) Tomadores de menor risco não estarão dispostos a pagar taxas de juros muito altas, pois elas não compensarão o retorno de seus projetos; ao mesmo tempo, taxas de juros elevadas induzem tomadores menos avessos ao risco a empreenderem projetos com alto retorno quando bem-sucedidos, porém, com baixa probabilidade de sucesso e, portanto, maior chance de inadimplência; dessa forma, conforme a taxa de juros sobe, o risco médio dos tomadores também se eleva e os bons tomadores são “expulsos” do mercado de crédito (seleção adversa);
- b) Dadas as condições estipuladas no contrato, na ausência de punições para o não cumprimento do mesmo, os tomadores podem considerar mais rentável não empreender o projeto e não pagar o empréstimo (risco moral). (STIGLITZ; WIESS, 1981 *apud* RIBEIRO ; CARVALHO, 2006, p. 29 ).

Neste contexto, a distribuição assimétrica de informações entre clientes e a instituição bancária impede que a variação na taxa de juros seja suficiente para garantir o equilíbrio entre oferta e demanda no mercado de crédito. Logo, o mercado de crédito funciona em equilíbrio não-walrasiano, isto é, com preços rígidos e racionamento da oferta de fundos, principalmente para as MPE's.

O problema da seleção adversa – também conhecido como seleção negativa ou anti-seleção – deriva da dificuldade do outorgante em distinguir quão “bons” são os tomadores *ex-ante* a

contratação do empréstimo. Diz-se, então, que a seleção adversa representa a possibilidade de serem selecionados para a concessão de empréstimos os tomadores que não dispõem de intenção de honrar com seus compromissos.

Já o problema do risco moral, por sua vez, resulta da não observabilidade do comportamento do tomador numa situação pós-contratual. Ao não monitorar o comportamento da firma, o credor corre o risco de o tomador se engajar atividades indesejáveis, ou excessivamente arriscadas, reduzindo, desta maneira, a probabilidade de recuperação do empréstimo.

Se o mercado financeiro funcionasse de maneira perfeita, com todas as informações disponíveis e gratuitas para ambas as partes no contrato, o credor teria plenas condições de selecionar os riscos – bons e maus pagadores – e estipular todas as ações do tomador. Todavia, a existência de informações imperfeitas e elevados custos de informação inviabiliza a seleção e monitoramento de *todos* os demandantes de maneira eficiente pelo banco.

Não obstante, se a instituição credora desejar reduzir a provisão para devedores duvidosos terá que adotar medidas onerosas. Entre elas, além de um maior monitoramento das operações de empréstimos – incorrendo em custos de verificação – e fiscalização direta dos projetos, a imposição de garantias reais ao tomador em caso de não pagamento.

Por conseguinte,

(...) a adoção destes instrumentos caracteriza-se pela elevação dos custos de transação no mercado de crédito e, principalmente pelo caráter excludente. Nesse contexto, grande parcela dos pequenos microempresários, formais e informais, é atingida pelo racionamento de crédito e não consegue financiar seus projetos economicamente viáveis por não possuir garantias reais aceitáveis, por não se adequar às exigências contratuais de monitoramento ou por demandar empréstimos muito pequenos, comparativamente ao custo de transação (RIBEIRO; CARVALHO, 2006, p. 31)

Se por um lado o maior rigor nas exigências contratuais e na imposição de garantias tangíveis pode atenuar os efeitos adversos da assimetria de informação, por outro, impõe problemas alocativos ao mercado de crédito. O racionamento, ao excluir grande parcela de investidores com projetos economicamente viáveis, obriga as MPE's a optar pela desistência de seus projetos de investimentos ou a buscar crédito no mercado não institucionalizado.

O “mercado” não institucionalizado é um paliativo ao crédito formal. Não é uma alternativa ao crédito bancário. Constitui-se de intermediários financeiros informais como parentes, amigos e até agiotas. Inclui-se ainda, o uso de cheque especial, pré-datado, cartão de crédito e o pagamento a prazo a fornecedores. Este último, embora não haja estudos comprobatórios, é comumente utilizado por empreendedores.

#### 4.1 POSSÍVEIS SOLUÇÕES

Se o mercado de crédito funcionasse de maneira perfeita, com simetria de informação, não haveria riscos de contratação de créditos e o uso de garantias seria, portanto, dispensável. No entanto, como o mercado não é perfeito e a grande maioria das MPE’s não dispõe de garantias suficientemente aceitáveis, elas são colocadas a “margem” do financiamento tradicional.

Assim, na tentativa de diminuir as restrições imposta pelo mercado crédito tradicional, têm-se um duplo desafio. Primeiro, ofertar microcrédito às minúsculas unidades produtivas formais e pequenos empreendedores informais que não dispõem de garantias tangíveis e, segundo, oferecer ao Sistema Financeiro Nacional mecanismos alternativos de garantias para firmas de micro e pequeno porte, as quais a oferta de microcrédito não é indicada.

A instituição do microcrédito para financiamento da atividade produtiva é uma possível solução para os pequenos empreendedores informais e microempresas sem acesso ao sistema financeiro convencional, principalmente, por não terem como oferecer garantias reais e por demandarem valores relativamente pequenos. Para o micro empreendedor, o surgimento em várias cidades brasileiras de organizações que operam com o microcrédito constitui-se uma oportunidade para a operacionalização e fomento de seu pequeno negócio.

As Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIPs), as Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCMs), as Cooperativas de Crédito e os “Bancos do Povo” são instituições não-bancárias com atuação restrita a uma região definida – normalmente apenas na cidade onde estão localizadas – que operam com o microcrédito destinado a atividade produtiva.

Essas instituições nasceram a partir da necessidade de se criar uma alternativa de crédito para pessoas jurídicas, e também físicas, tanto do setor formal como do setor informal que não tem

acesso ao sistema de crédito convencional e que desejem montar, ampliar ou obter capital de giro para um pequeno empreendimento.

Obviamente, que cada Instituição de Microfinanças tem seus parâmetros de concessão. Normalmente, o empreendedor não pode ter seu nome inscrito em nenhum dos órgãos de proteção ao crédito e deve ter residência fixa na cidade onde o crédito será concedido.

No que se refere as garantias para a liberação do microcrédito, Barone e outros ( 2002, p.12), dizem que:

A prática de concessão do crédito tradicional é a concessão de garantias reais. O microcrédito adota sistemas de garantias mais próximas das condições sócio-econômicas dos pequenos empreendedores, cuja ausência de bens para oferecer como garantia real é compensada pelo capital social da comunidade (relações de confiança, reciprocidade e participação). Assim, as garantias podem ser oferecidas: individualmente, com o tomador indicando um avalista/fiador; coletivamente, por meio do aval solidário, que consiste na formação de grupos, geralmente de três a cinco pessoas, em que cada um é ao mesmo tempo tomador do crédito e avalista dos demais.

Os valores liberados crescem na medida em que é o pagamento do empréstimo é realizado pelo tomador na data estabelecida no contrato de crédito. É justamente o pagamento realizado dentro do prazo que irá possibilitar ao tomador o aumento gradual dos recursos emprestados pela operadora de microcrédito. Tais pagamentos podem ser semanais, quinzenais ou mensais de acordo com a sazonalidade do empreendimento e a capacidade de pagamento do pequeno empresário.

As instituições de microcrédito, ao permitirem acesso continuado para negócios com capital próprio mínimo, atuam como vetor importante para ocupação e geração renda para as parcelas mais pobres da sociedade. Os clientes destas instituições podem ser uma costureira, um jardineiro, um eletricitista, uma confecção, um mercadinho, uma lanchonete, uma venda de sorvete, um camelô, em fim qualquer birosca ou outro tipo de trabalhador informal. Neste sentido, o microcrédito revela-se como um instrumento de redução da pobreza e de inclusão social.

Por ser uma ação econômica com forte impacto social também é oferecido pelas instituições oficiais do governo.

O Poder Público vem atuando com programas voltados diretamente para o tomador de microcrédito, por meio dos bancos oficiais com carteiras especializadas, a exemplo do CredAmigo do Banco do Nordeste, ou através dos programas conhecidos como “Bancos do Povo”, que trabalham majoritariamente com recursos orçamentários. Há ainda os programas públicos de fomento a instituições de microcrédito da sociedade civil e da iniciativa privada. São as chamadas instituições de “segunda linha”<sup>7</sup>, a exemplo do Programa de Crédito Produtivo Popular do BNDES e do Programa SEBRAE de Apoio ao Segmento do Microcrédito. (BARONE et al., 2002, p. 11-12).

Como forma de legitimar todas as ações de microcrédito verificadas no Brasil desde o final da década de 90, em 2005 o governo federal instituiu o Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO). Como o próprio nome já indica, o intuito do programa é além de conceder financiamento ao pequeno empreendedor, oferecer também a instrução de como aplicar os recursos obtidos.

Cabe destacar, neste momento, que o microcrédito para a atividade produtiva no Brasil, segundo Monzoni (2008), divide-se em: i) microcrédito produtivo e ii) microcrédito produtivo orientado. Enquanto que o microcrédito produtivo, de pequeno valor, é concedido para financiar a atividade produtiva urbana ou rural sem a orientação de um agente de crédito, o microcrédito produtivo orientado adota uma metodologia específica que consiste na concessão assistida do crédito. Este último, de acordo com a Resolução nº 3229 do BACEN de 26/08/2004 é:

§ 1º Para efeito do disposto nesta resolução, considera-se microcrédito produtivo orientado o crédito concedido para o atendimento das necessidades financeiras do micro e pequeno empreendimento, formais ou informais, utilizando metodologia baseada no relacionamento direto com os empreendedores, no local onde executada a atividade econômica, devendo ser levado em consideração ainda:

I - o atendimento feito por pessoas especialmente treinadas para fazer o levantamento socioeconômico e prestar orientação educativa sobre o planejamento do negócio, para definição das necessidades de crédito e de gestão voltadas para o desenvolvimento do empreendimento;

II - o contato presencial, mantido durante todo o período do crédito, para acompanhamento e orientação, visando melhor aproveitamento e aplicação dos recursos obtidos por meio do empréstimo, bem como o crescimento e sustentabilidade da atividade econômica;

III - o valor e as condições do crédito definidos após a avaliação da atividade e da capacidade de endividamento do tomador, em estreita interlocução com o tomador dos recursos. (BACEN, 2004).

---

<sup>7</sup> De acordo com o BNDES, Primeira Linha ou 1º Piso: São Instituições de Microcrédito Produtivo Orientado (IMPO) que atuam diretamente com o microempreendedor. Segunda Linha ou 2º Piso: São Agentes de Intermediação (AGI) que repassam recursos para agentes de 1º Piso (IMPO).

A principal característica do Microcrédito Produtivo Orientado é o relacionamento capacitado, efetivo e freqüente entre a instituição de microcrédito e o empreendedor, por meio da figura do Agente de Crédito. A atuação deste profissional inclui visitas aos empreendimentos, levantamento socioeconômico e análise do crédito. São as informações produzidas pelo agente de crédito que irão subsidiar o valor do empréstimo e as condições de pagamento do tomador.

A metodologia do Microcrédito Produtivo Orientado – com a utilização de garantias alternativas, empréstimos em valores progressivos, pagamentos periódicos e o importante papel do agente de crédito – busca reduzir o problema da assimetria de informações e o risco de crédito por meio da ação dos técnicos.

Já para as MPE's formais, as quais a oferta de microcrédito não é indicada, o segundo desafio consiste oferecer ao sistema financeiro nacional mecanismos alternativos de garantias complementares que represente uma mudança significativa no atual panorama restritivo para a concessão de créditos a estes específicos segmentos empresariais. Tais mecanismos devem possibilitar uma redução dos problemas oriundos da assimetria de informação entre os agentes *ex-ante* e *ex-post* a formalização dos contratos, com uma redução significativa dos riscos de inadimplência.

No Brasil, existe a alternativa da utilização dos Fundos de Aval para a complementação de garantias – ainda que não eficiente quanto a redução da assimetria de informação entre o banco e a firma – e de ações visando à formação e fomento de Sociedades Garantidoras de Crédito (SGC), em especial do tipo mutualista.

O Fundo de Aval é um instrumento financeiro cuja principal função é propiciar garantias às instituições financeiras que operacionalizam programas especiais de crédito para pequenos empresários – e também médios – que tem dificuldade de oferecer colateral. Sua função exclusiva é *complementar* às garantias exigidas pelos bancos credenciados.

Atualmente no Brasil existem quatro fundos de aval aptos a realizarem contratações, sendo o Fundo de Aval às Micro e Pequenas Empresas – FAMPE, o Fundo de Garantia do Programa de Geração de Emprego e Renda – Funproger, o Fundo Garantidor para Investimentos – FGI e o Fundo de Garantia de Operações – FGO. Cabe salientar que, desde a institucionalização do FGI, o Fundo de Garantia da

Promoção da Competitividade – FGPC deixou de realizar novas operações. (ZICA; MARTINS, 2010, p. 7) .

Estes fundos não emprestam recursos diretamente às firmas, mas dão ao banco a garantia de que o empresário precisa para ter acesso ao crédito. Neste mecanismo, a decisão quanto à utilização do fundo recai fundamentalmente sobre a instituição financeira. Assim, a análise da proposta de crédito ocorre nos moldes tradicionais do agente financeiro conveniado.

Caso a firma que tomou o crédito se torne inadimplente, a honra do aval é realizado através de saque de um depósito garantidor previamente depositado no agente financeiro. *Para a concessão do aval, os fundos cobram uma taxa a título de comissão para sua utilização, descontada no ato da liberação do crédito. Os percentuais variam conforme o prazo do financiamento* (Rede de Tecnologia e Inovação do Rio de Janeiro - REDETEC-RJ).

Embora a existência dos Fundos de Aval facilite o acesso ao crédito, esta ainda não é a melhor opção para as firmas que não possuem garantais suficientes para a contratação de crédito junto a rede bancária. Segundo Santos (2009), de maneira sumária, as debilidades e limitações dos Fundos de Aval podem ser localizadas em seu *modus operandi* e na fonte dos recursos. Para o Gerente da Unidade de Acesso a Serviços Financeiros do Sebrae Nacional:

A delegação da decisão da utilização ou não do aval ao agente financeiro, implica uma análise de crédito tradicional sem a possibilidade de ganho de informações adicionais sobre o cliente a ser financiado.

Além da não redução da assimetria de informações no processo de concessão de crédito, a origem pública dos fundos de aval potencializam, ou mesmo induzem a seleção adversa e o risco moral. O pequeno interesse dos agentes financeiros privados em utilizar os fundos de aval garantidor deriva também do receio de que as fontes que alimenta o fundo garantidor sejam interrompidas. (SANTOS, 2009, p.6).

Diferentemente, é o modelo alternativo de garantia complementar proposto pelas Sociedades Garantidoras de Crédito (SGCs). É a própria sociedade que realiza os serviços de análise e de concessão das garantias pleiteadas por seus associados, assumindo, desta maneira, o risco de inadimplência e de eventuais falências. Nestes casos, a SCG honra a garantia perante a rede bancária e passa a conduzir o processo de recuperação das perdas (ZICA; MARTINS, 2008).

As SGCs são formadas essencialmente por empresas privadas, mas podem ter a participação de entidades públicas e outros apoiadores. Conforme Lloréns (1996 *apud* ZICA; MARTINS 2008), as Sociedades de Garantia de Crédito subdividem-se em: mutualista, realizada por

instituição privada, com dotação de recursos privados e públicos; e corporativa, onde os recursos são mistos, mas com predominância de participação de entidades do setor público. Mas, de maneira geral,

Destacam-se como principais características do modelo de Sociedade de Garantia de Crédito (SGC): possuir âmbito local, regional ou estatal; realizar serviços de análise e concessão de garantias complementares aos seus usuários; prestar avais técnicos e comerciais; realizar serviços de assessoramento financeiro a seus sócios; garantia individual; relacionamento entre cliente e entidade gerador de fidelização, visto que o cliente estabelece relação e pagamentos diretamente à sociedade de garantia de crédito; assumir inadimplência, eventuais falências e se encarregar da recuperação das perdas; aumentar o poder de barganha com as instituições financeiras, por melhores condições das formas de financiamento e potencializar a redução da assimetria de informações entre a oferta e a demanda. (ZICA ; MARTINS, 2008, p. 188).

O envolvimento no processo de análise e concessão de créditos de agentes que tem melhores informações sobre o tomador e que corram risco com o projeto e ser financiado, possibilita uma significativa redução dos problemas oriundos da desigual distribuição de informação entre o banco e a firma tomadora.

O Aval da SGC torna possível uma substancial redução do risco de crédito para a rede bancária e, portanto, a atenuação do risco moral. Ao avaliar projetos, a SGC “informa” ao banco, que o projeto atende as exigências formais da instituição financeira e demonstra a capacidade de pagamento do tomador. Neste contexto, a participação das SGCs no processo de concessão de crédito oferece a instituição credora uma maior segurança nas operações de empréstimos a firmas.

Outro ponto importante é o comprometimento do empresário com a sociedade e com a comunidade a qual a firma esta inserida, o que possibilita a mitigação do risco de inadimplência e de calotes ao credor. Os associados com dificuldades para honrar com o compromisso frente ao banco são incentivados pela SGC a cumprir com os contratos e a melhorar a gestão financeira do negócio. Para fazer parte de uma SGC, o sócio/MPE faz aportes para integrar a sociedade e paga comissão para receber o aval e serviços.

Desta maneira, o modelo proposto pela SGS possui grandes vantagens em relação ao Fundo de Aval, em especial a redução da assimetria de informação entre os agentes, e por isso sua implantação e fomento tem sido defendida. A constituição das SGC oferece benefícios não

apenas MPE's associadas, mas também as instituições financeiras; aos sócios-investidores e as entidades pública, de acordo com o objetivo de cada elo do arranjo.

É importante salientar, que a função da SGC não é conceder financiamento, mas sim aproximar as firmas associadas ao agente financeiro através de complemento de garantias pessoais e prestação de assessoria empresarial. Fala-se de complemento, em razão de não ser característica das SGC's garantir 100% da operação.

A primeira iniciativa foi instituída na região da Serra Gaúcha, Rio Grande do Sul, no final de 2003, mas apta operacionalmente apenas em 2005. Desde então, existe um reconhecido esforço para que outras entidades possam ser constituídas no país, sobretudo, as iniciativas do Sebrae (ZICA; MARTINS, 2010).

É com base na experiência da GarantiSerra, primeira SGC instituída no Brasil, e em experiências internacionais que Santos (2009) e Zica e Martins (2008) defendem a constituição de novas SGC's no Brasil como uma possível solução ao problema de déficit de financiamento da pequena firma que possui insuficiência de garantias reais. Para tal, é fundamental, segundo os autores, além do forte engajamento do setor empresarial de pequeno porte a legislação e regulamentação adequada. Este último, refere-se a inexistência de normalização específica para as SGC's que são enquadradas como OSCIPs.

Assim, enquanto o microcrédito é uma possível solução para as MPE's não possuem garantias reais aceitáveis para obter um empréstimo junto ao banco, a SGC é uma solução factível as PME's que não tem como garantir ao banco 100% do empréstimo.

## 5 FINANCIAMENTO DA FIRMA INOVADORA: O CAPITAL DE RISCO

Se, no Brasil, a obtenção de crédito bancário para realização de investimentos em geral é algo difícil, o financiamento para o desenvolvimento de novas tecnologias são ainda mais escassos. Do ponto de vista das instituições financeiras tradicionais, a concessão de crédito a firmas em desenvolvimento e implantação de novos produtos ou processos implica em riscos e incertezas quanto à capacidade de geração de caixa para pagamento futuro.

Tal situação é agravada pelo fato do mercado de capitais ser bastante incipiente no país, sobretudo no que diz respeito ao capital de risco. Neste sentido, a existência de um forte mercado de risco no país poderia alavancar o surgimento de firmas inovadoras com potencial competitividade, na medida em que, diante das restrições impostas pelo mercado de crédito tradicional, o capital de risco seria uma opção viável e vantajosa de financiamento.

A relevância do capital de risco para as firmas inovadoras consiste em este ser uma fonte de recursos especialmente vocacionado para apoiar pequenas e médias empresas com forte viés tecnológico. Este instrumento revela-se como uma alternativa não-convencional de financiamento adequado a firmas em estágios de concepção/criação até a fase de crescimento e expansão.

O grande alvo dos investidores de risco são as empresas nascentes e as PME – especialmente aquelas orientadas para a inovação e/ou envolvidas em setores de alta tecnologia – que não dispõem de acesso ao mercado de capitais nem de outras fontes tradicionais de recursos (GORGULHO, 1996). Assim, o capital de risco é um importante segmento de intermediação financeira “desenhado” para lidar com firmas inovadoras onde a natureza intangível do investimento e a forte presença de assimetria de informação constitui em uma barreira intrasponível para o financiamento convencional.

Comparativamente,

(...) o Capital de Risco é diferente de um financiamento comum, em que o tomador, futuramente, deve pagar ao banco pelo empréstimo acrescido de juros. Nele, o empreendedor cede uma parte das ações da empresa ao investidor que irá obter retorno financeiro com a venda delas no futuro. Dessa forma, o investidor aposta na valorização da empresa para obter lucros e assume o risco dessa valorização não acontecer, o que pode significar a perda de todo investimento. Também significa que

se a empresa não se valorizar conforme esperado, o empreendedor não terá nenhuma dívida financeira junto ao investidor. Além disso, não são exigidas avalistas ou garantias, o que torna o capital de risco muito atrativo para empresas. Todos esses benefícios vêm acompanhados de um filtro rigoroso para selecionar os investimentos e de uma série de práticas e obrigações dos empreendedores. (SIMI, 2008).

De acordo com Pavani (2003), a atuação do destes investidores nas firmas é realizada nas modalidades de *Business Angel* – segmento informal – e de Fundos de *Venture Capital* e de *Private Equity*, de acordo com os estágios de desenvolvimento da firma e com o porte das operações. Em geral, o financiamento da firma inovadora via capital de risco é dividido em cinco etapas: *Seed Money* ou capital semente; *Star up*; Estágio Inicial; Expansão e; Maturidade.

São nas fases iniciais, concepção/criação e a *start up*, onde o alto nível de assimetria informacional e elevado risco de realização do projeto, que se dá o investimento dos *business angels*. Esses investidores, normalmente indivíduos de maior poder aquisitivo e dotado de uma grande experiência empresarial, investem valores relativamente pequeno para custear projetos com alto potencial de valorização e retorno.

Os anjos investidores,

Tipicamente só investem num negócio depois que o “capital afetivo” do empresário (capital de parentes e amigos) se esgotou, mas antes de a empresa atingir o estágio de se candidatar a investimentos com capital de risco. Seus investimentos geralmente variam entre 15 mil e 300 mil Reais, embora possam chegar a 500 mil Reais ou mais. As pesquisas também indicam que, historicamente, a maioria dos anjos investidores procura investir nas proximidades – num raio de 300 km de onde moram. (ANGEL INVESTMENT NETWORK, 2007).

Além de contribuir financeiramente com as empresas onde eles investem seu capital, os investidores anjos também cooperam com conhecimentos técnicos e administrativo ou qualquer outro que lhe seja pertinente. Podem atuar sozinhos ou unidos a outros “anjos” nas chamadas associações ou rede de *Angels Investidores*.

No Brasil, a Financiadora de Estudo e Pesquisas (FINEP) já mapeou<sup>8</sup> seis redes de investidores anjos espalhadas pelo país, à saber: Gávea Angels; São Paulo Angels; Floripa Angels; Bahia Angels; Alterosa Angels e a Range Recife Angels. Estas instituições, privadas,

---

<sup>8</sup> A autora acredita que devem existir mais redes de Angels Investidores no Brasil que não foram computadas pela FINEP.

sem fins lucrativos, têm o propósito de aproximar investidores anjos de empreendedores que buscam financiamento. No entanto, o Brasil ainda precisa percorrer um longo caminho até disseminar essa cultura e, deste modo, mais grupos de investidores anjos sejam formados.

A permanência do *business angel* será até o momento da esperada valorização do negócio, isto é, quando a firma consolida-se no mercado com uma expressiva margem de lucro. Neste período, quando o investimento já possui uma boa taxa de retorno sobre o capital investido é que começam as negociações para a venda da participação na sociedade.

Com relação ao *Venture Capital* (VC), através das Sociedades de Capital de Risco, diferenciam-se dos *angels investidores* por investirem em setores de alto crescimento e pelo volume maior de recursos aplicados na firma receptora. O investimento *Venture Capital* pode assumir a forma de *holding*<sup>9</sup> – empresa de participações – ou através de fundos juridicamente constituídos. Este último é formado por dois agentes: os Gestores e os Cotistas.

Os gestores são os responsáveis por selecionar e auxiliar administrar as firmas. Para isso, cobram a chamada taxa de desempenho ou performance. Basicamente, quanto mais às firmas investidas crescerem, maior será a remuneração que os gestores receberão. Na outra ponta, estão os cotistas, instituições ou pessoas que, efetivamente, entram com o dinheiro no fundo, como *Corporate Ventures* (fundos de investimento derivados de grandes empresas) e fundos de pensão internacionais (SIMI, 2008).

Os investimentos dos fundos de VC vão desde a fase pré-operacional até a expansão das atividades da firma investida. A saída, desinvestimento, ocorre ou com a venda da parte que lhes cabe – entre quatro a dez anos após o início da parceria – ou através da abertura de capital em bolsas de valores, com o *Initial Public Offering* (IPO) (SIMI, 2008).

Já o *Private Equity* (PE), são fundos privados que tendem a investir em negócios mais maduros ou em empresas que estão em fase de expansão. Habitualmente, os fundos de *Private Equity* investem em empresas com faturamento comprovado e em estágio posterior a atuação

---

<sup>9</sup> Mais especificadamente, holding é uma empresa que possui, como atividade principal, a participação acionária majoritária em uma ou mais empresas, ou seja, uma empresa que possui a maioria das ações de outras empresas e que detém o controle de sua administração e políticas empresariais. ( INÁCIO, 2008).

do *Venture Capital*. Comparado com o VC, de acordo com Pavani (2003), o PE investe em firmas de maior porte e que oferece um menor risco.

O aporte de capital por PE pode ser utilizado em empresas em: estágios avançados; para financiamento de aquisições; tomada de controle dos executivos (MBO/I para *management buyout/in*); estágio pré-emissão; recuperação empresarial; mezanino (investimentos em estágios avançados do desenvolvimento da empresa por meio de dívidas subordinadas); e PIPE, Private investment in Public Equity, que é um estágio à parte, representa a aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Assim como nos fundos de VC, os fundos de PE *são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e com longo horizonte de investimento – ricos investidores individuais, investidores institucionais (companhias seguradoras e fundos de pensão) trusts e endoments, empresas, holdings bancárias, instituições multilaterais etc* (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006, p. 61).

A saída do PE, de maneira análoga ao desinvestimento dos fundos de VC, é realizada pela venda em bloco para outro investidor estratégico ou pela oferta pública inicial de ações através do IPO (KAMEYAMA, 2001).

A principal vantagem do financiamento via capital de risco para as firma é o compartilhamento dos riscos e incerteza inerentes a própria atividade inovadora. Diferentemente do financiamento tradicional, o capital de risco participa diretamente no capital social das firmas apoiando a sua gestão e tentando maximizar os resultados, uma vez que o ganho do investidor é em função do próprio sucesso do empreendimento. O capital de risco quando bem utilizado, é um também um instrumento eficaz para que as firmas possam reafirma-se no mercado ou mesmo para capitalizá-las em um momento de penúria.

No entanto, aos empreendedores que ambicionam obter um aporte via capital de risco, é importante salientar que os critérios de seleção são extremamente rigorosos, não havendo espaço para amadorismos e informalidades. O financiamento via capital risco é um casamento de interesses entre as partes contratantes. O que os investidores procuram, sobretudo os

fundos de *Venture Capital* e os *Business Angel*, são negócios inovadores que introduzam um novo produto/serviço no mercado ou que aperfeiçoem algo já existe.

## 5.1 A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY

Comprovada a importância dos fundos de *Venture Capital* e de *Private Equity* como mecanismo para a criação de firmas, geração de empregos e investimentos em tecnologia, vários países tem visto na promoção da indústria de risco uma forma de potencializar o crescimento econômico.

Por esta razão é comum encontrar entre os investidores de fundos de risco, não apenas investidores privados ávidos por altos retornos, mas também, agências governamentais de fomento, bancos oficiais e instituições multilaterais.

No Brasil, o financiamento via capital de risco iniciou-se a partir da década de 70 com atuação do BNDES e da Finep no setor público e em algumas empresas privadas. A experiência do BNDES na atividade de risco começou com a criação em 1974, no contexto do II PND, de três subsidiárias que mais tarde, em 1982, seriam fundidas com o nome de BNDES Participações (GORGULHO, 1996).

No âmbito privado, a primeira gestora privada de VC/PE foi a Brasilpar criada em 1975 e em funcionamento até os dias atuais sob a denominação de BPE Investimentos. Depois desta, entre os anos de 1981 à 1993, mais outras seis organizações privadas surgiram no mercado de capital de risco do país (RIBEIRO; CARVALHO, 2006 *apud* MEIRELLES; PIMENTA; REBELATTO, 2008).

No entanto, a despeito de existirem firmas que operavam com o capital de risco no Brasil desde a década de 1970, o primeiro movimento para articular o setor só ocorreu em 1994 com a instrução 209 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que regulamentou os Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes (FIEE).

Nove anos após a primeira instrução, em 2003 foi baixada a Instrução 391 que instituiu os Fundos de Investimentos em Participações Societárias (FIPS) com o intuito *de ordenar o investimento em empresas mais estruturadas e de maior porte, principalmente aquelas que*

foram privatizadas na segunda metade dos anos 90 (OLIVEIRA, 2004). Esta instrução é considerada um avanço nas atividades de VC/PE no país, tendo em vista que nela foram eliminados pequenos entraves ao desenvolvimento das atividades de participação privada observadas na instrução anterior (FAGUNDES, 2003).

Desde então, a indústria de VC/PE no Brasil, embora pequena e recente, caminha rapidamente para a maturidade.

Em comparação com o Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de PE e VC realizado em 2004 e a pesquisa PE e VC do Centro de Estudos da FGV – em conjunto com o Instituto Endeavor – em dois anos e meio o volume de recursos comprometidos pelas gestoras de PE e VC cresceu 200%.

Quadro 2 - Crescimento da Indústria de PE/VC

INDÚSTRIA DE PE/VC		
	2004	2007-2008
<b>Nº de Organizações Gestoras</b>	71	89
<b>Profissionais</b>	498	984
<b>Nº de Escritórios no Brasil</b>	101	117
<b>Veículos de Investimentos*</b>	101	153
<b>Recursos comprometidos</b>	US\$5,58 bi	US\$16,72 bi
<b>Empresas em Portfólio</b>	306	404

\*Limited partnership (LP), holdings, fundos regidos por instruções da CVM ou divisões de empresas não financeira.

Fonte: GUIA GVcepe- ENDEAVOR. 2007-2008, 2010

O censo de 2004 apontava como fatores **favoráveis** à expansão do PE e VC país: realização de **políticas macroeconômica sustentáveis**, demonstradas pela adoção tripé composto por superávit fiscal, câmbio flutuante e regime de metas de inflação, além do crescimento da inserção da economia brasileira na economia global; o **interesse explícito do governo no desenvolvimento da indústria de VC/PE**, através de regulamentações específicas de fundos, isenção de impostos sobre ganhos de capital auferidos por investidores estrangeiros em fundos regulamentados pela CVM, participação como cotista de fundos destinados a capital semente e VC, aumento do limite de alocação das carteiras dos fundos de pensão em VC/PE; o **tamanho do mercado e mudança qualitativa do perfil da população**, expectativa de crescimento do mercado interno a uma taxa mais que proporcional à taxa de crescimento do

PIB, com destaque para o aumento da escolaridade da população e a diminuição de sua desigualdade; a **alta propensão da população ao empreendedorismo**, em estudo comparativo da atividade empresarial de 2004, realizado pela *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM), o Brasil é ocupa o 7º lugar; o **mercado ativo de IPO's**, desde 2004 até julho de 2006 foram 30; e, por fim, o **ambiente jurídico e reformas recentes** com a Instrução da CVM 391/2003 que regulamenta os FIPs; as inovações introduzidas pela Lei 10.303 de 2002 no âmbito do direito dos acionistas minoritários; as mudanças na legislação falimentar e reestruturação de novos negócios, são fatores que seguramente contribuíram para o crescimento da indústria de PE e VC no país.

Cabe destacar, que a consolidação do segmento de risco não depende apenas da conformação de um ambiente econômico estável e da constituição de um ambiente jurídico em que as “regras do jogo” sejam claras, mas também de outras organizações de apoio que contribuam para o bom funcionamento do setor. Assim, as entidades de classe e os órgãos governamentais “funcionariam” como “organizações complementares” a indústria de VC e PE. Neste “arranjo” o Estado constitui como um elo importante no fomento direto da atividade, uma vez que é ele quem legisla e supre uma parte da lacuna no mercado brasileiro.

### 5.1.1 Elos do “arranjo”

As primeiras ações institucionais que buscam incentivar o bom funcionamento do setor de VC e PE são extremamente recentes. Apenas no ano 2000, foi criada a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP) com o intuito de promover os investimentos e de longo prazo no país. Atualmente a instituição, sem fins lucrativos, possui 160 membros incluindo os maiores fundos de pensão do Brasil, gestores nacionais e internacionais, prestadores de serviços entre outros.

No que diz respeito ao apoio governamental, como outro elo do “arranjo”, as atividades de P&D e a inovação têm contemplado a expansão do aporte de capital de risco para firmas de pequeno e médio porte de base tecnológica. A ação do ente público é realizada mediante a alocação direta de recursos públicos e por meio de iniciativas destinadas a uma maior aproximação entre essas firmas e investidores potenciais (GUIMARÃES, 2006).

Nessa direção, o incentivo governamental tem sido implantado, basicamente, no âmbito do Projeto Inovar lançado em 2001 pela Finep.

(...) como uma ação estratégica que tem por objetivo, por um lado, criar mecanismos que induzam a transformação de projetos de inovação em tecnologias que possam ser levadas ao mercado, contribuindo assim para a constituição e o desenvolvimento de empreendimentos de base tecnológica a partir dos resultados gerados nas atividades de P&D; e, por outro lado, estimular a disseminação, no mercado de capital do País, de uma cultura de investimento de capital de risco em empresas emergentes de base tecnológica. (GUIMARÃES, 2006, p. 205).

O Projeto Inovar é constituído do pelo **INOVAR Fundos** em que a financiadora apóia firmas inovadoras com alto potencial de crescimento mediante o investimento em Fundos de *Venture Capital* e Fundos de *Private Equity*; o **Inovar Semente** lançado em 2005 para capitalizar fundos, preferencialmente locais, voltados para o investimento de firmas de micro e pequeno porte; o **Venture Fórum FINEP** criado com o objetivo de aproximar firmas emergentes de base tecnológica a investidores potenciais e; **Seed Forum** voltado para empreendimentos menores.

No que diz respeito aos fundos de risco, desde a criação do Programa Inovar em 2001, a FINEP contabiliza um total de 30 fundos aprovados. Destes, 18 encontram-se em operação, 7 em fase de captação de recursos, 1 desinvestido e 4 cancelados. Além disso, há no momento 7 fundos ainda em fase de análise. (FINEP, 2010).

Já a realização do *Venture Fórum FINEP* e do *Seed Fórum*, desde o início da atividade em 2000, foram realizadas 18 edições do *Venture Fórum* e 9 do *Seed Fórum* (FINEP, 2010).

Além da FINEP, o fomento ao capital de risco é realizado pelo histórico BNDES, que teve um papel importante no processo de disseminação da cultura do país, sobretudo, através da participação em fundos de investimentos para a capitalização estratégica de determinados segmentos.

Por meio da BNDESPar, subsidiária integral do BNDES, *atua principalmente através de participações societárias de caráter minoritário e transitório, buscando oferecer apoio financeiro às empresas brasileiras sob a forma de capital de risco e, simultaneamente,*

*estimular o fortalecimento e a modernização do mercado de valores mobiliários (BNDES, 2011).*

Atualmente o BNDES participa de 25 fundos com foco em: infraestrutura (7); governança (4); agronegócio (2); inovação (8); educação (1); regional (2) e alimentos (1). Deve-se frisar que a participação do BNDES é sempre minoritária, por volta de 20%, e a administração destes fundos é feita por gestores contratados (E-mail resposta).

Assim, as iniciativas do BNDES e da FINEP possuem um papel fundamental. A participação do agente público em fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* constitui mecanismos de fomento a inovação tecnológica sem, contudo, ter de arcar integralmente com os recursos aplicados às firmas. Diferentemente de financiamentos públicos convencionais, em que o risco é integralmente do governo, o investimento em fundos de VC e PE permitem que os recursos e o risco sejam compartilhados entre o agente público e a iniciativa privada (MEIRELLES; PIMENTA; REBELATTO, 2008).

É preciso evidenciar também, que a participação direta no Estado no segmento de risco torna-se essencial, na medida em que, os dados do setor brasileiro de VC/PE mostram que os aportes de capital, ao final de 2004, concentram-se em firmas mais avançadas de desenvolvimento, nas quais os riscos são relativamente menores.

Neste sentido, embora haja indícios de que a indústria de risco no Brasil caminhe para um crescimento sustentado, as iniciativas governamentais ainda serão importantes. Principalmente, como cotista de fundos destinados ao capital semente e ao *venture capital*.

### **5.1.2 Desafios da indústria**

Não obstante as perspectivas de crescimento da indústria de capital risco, especialmente com a consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica aliada à riqueza do pré-sal e os grandes acontecimentos esportivos que serão celebrados em alguns anos, o Brasil ainda tem muitos desafios. Entre eles, a elevada taxa básica de juros, que é o “calcanhar de Aquiles” da economia brasileira.

Se nos anos 80 o grande desafio do Brasil era vencer a hiperinflação, hoje o país luta para baixar a taxa básica de juros. É o conservadorismo exagerado da política monetária após Plano Real, aliado a crônica necessidade do poder público em financiar suas contas e a incerteza jurídica que motiva a existência de juros exorbitantes.

Além disso, é preciso destacar também que a elevada taxa de juro interna afugenta os investimentos de risco dos negócios internos. Isso porque, ao proporcionar altos retornos às aplicações de renda fixa, os investimentos em VC/PE tornam-se relativamente menos atraentes para os investidores no curto prazo.

No entanto, se o Brasil apenas reduzir a taxa de juros não significa que automaticamente crescerão os investimentos em VC e PE. Especificamente, é indispensável que o país avance na:

- a) Competitividade: as empresas são muito voltadas para o mercado interno, com baixa competitividade e ambição por mercados maiores;
- b) Custo Brasil: são os elevados os encargos trabalhistas;
- c) Disponibilidade de Capital: Inexistência de uma rede de investidores e de formação de fundos de capital de risco;
- d) Fusões e aquisições: com a maior abertura da economia brasileira, cresceu as oportunidades de negócios para os investidores em empresas de grande e médio porte. Muitas empresas estão buscando negócios com o capital estrangeiro, abrindo oportunidade para investimentos em negócios já estabelecidos e com elevadas taxas de retorno. Com isso, diminuiu a atração para empreendimentos de porte pequeno ou médio;
- e) Legislação: elevados custos legais e societários adicionais. (MOREIRA; SOUZA, 2003, p. 14-15).

Aliado a estes fatores conjunturais, em que cabe o setor público uma atuação mais preponderante, é essencial que o país avance nos fatores relacionados ao mercado de investimentos e na própria cultura dos investimentos.

Ou seja, é importante que avance a:

- a) Cultura das empresas: os empresários nacionais não possuem experiência e conhecimento sobre capital de risco;
- b) Cultura de mercado: falta estímulos para investimentos de capital de risco, ações, etc.;
- c) Fomento: poucas ações dos organismos de financiamentos nacionais no fomento a iniciativas de capital de risco e baixo número de técnicos com qualificação e experiência na área para transmitir conhecimentos;
- d) Liquidez: mercado de capitais ainda concentrado em pequena parte da população;
- e) Conhecimento Gerencial: baixa qualificação gerencial dos empresários para a apresentação de um plano de negócios consistente e atraente para os investidores. (MOREIRA; SOUZA, 2003, p.14).

Desta forma, e somente assim, com a profligação dos fatores conjunturais e sistêmicos que incidem diretamente no segmento de risco, que a indústria de VC e PE irão de fato se desenvolver e ser uma fonte de financiamento para firmas inovadoras.

Por outro lado, analisando agora a demanda, é preciso também que a alta propensão ao empreendedorismo da população, evidenciado no primeiro censo da indústria como fator favorável a expansão do setor, signifique que os empresários brasileiros tenham a inovação como “chave de sucesso” para um empreendimento. Em outras palavras, que a motivação que leve o empresário a investir não seja apenas por necessidade de sobrevivência, mas também pela oportunidade de explorar um novo negócio ou nincho de mercado. Obviamente, que último é o que interessa ao investidor de risco.

E, por fim, acrescenta-se, ainda analisando a demanda, que o país utilize o potencial científico “escondido” nas universidades para a inovação tecnológica. Isso porque, são nos ambientes de pesquisa acadêmica onde há grande potencial para encontrar idéias inovadoras que precisam de investimento para que a nova tecnologia chegue ao mercado.

Naturalmente, antes, é preciso que os pesquisadores desviem seu foco unidimensional da academia e pensem, também, em desenvolver novos produtos.

Sendo assim, percebe-se que o desenvolvimento do tímido setor de risco brasileiro requer um conjunto de ações diretamente ligadas a oferta de investimento e demanda por aporte via capital de risco. Sugere-se o desenvolvimento de novas pesquisas direcionada a questão da oferta de recursos versus a efetiva demanda por capital de risco. Recomenda-se também um estudo sobre o papel do capital de risco no Brasil e a geração de emprego, renda e, principalmente, inovação tecnológica.

## 6 CONCLUSÃO

O financiamento é um problema persistente no Brasil.

Desde o processo da tardia industrialização brasileira, a insuficiência de poupança interna e de divisas geradas com comércio internacional induziu o Estado a buscar e a “forçar” mecanismos alternativos de financiamento da economia. Foi o Estado brasileiro que “coordenou” e “direcionou” as fontes de financiamento para os setores considerados estratégicos.

A carência de recursos internos demandou do agente público a instituição de um gigante “banco estatal” em 1952, o BNDES; a atração de poupança externa e investimentos estrangeiros diretos e; a transferência de renda “forçada” da sociedade mediante o *seignorage*. Destes, com exceção do imposto inflacionário, já que o Plano Real conseguiu estabilizar a crônica inflação brasileira, todos ainda constituem como fontes de financiamento ao desenvolvimento – agora de maneira sustentável – do país.

Já na ótica da firma, a intensidade do problema da falta de crédito varia em função do tamanho da unidade produtiva.

Para grandes empresas, praticamente, não há obstáculos para o financiamento tradicional de curto prazo. No entanto, a carência de créditos a prazos dilatados no país tornou o velho tripé de financiamento, baseado na geração de receitas próprias, na poupança externa e nos fundos dos órgãos oficiais, um modelo típico de custeio de investimentos também na atual conjuntura.

Apesar da importância histórica desse modelo, obsoleto, é necessário que o Estado “coordene” medidas que tendam a desenvolver o mercado privado de financiamento de longo prazo no país e que os superavitários capitalistas brasileiros aloquem seus recursos para o financiamento produtivo de longo prazo.

No entanto, é preciso reforçar que a expansão da oferta privada de financiamento de longo prazo no país exige, como condição necessária, a consolidação de arcabouço institucional que garanta o cumprimento dos contratos e protejam os direitos de propriedade. Acrescenta-se, de

acordo com Teixeira (2005), que o desenvolvimento do mercado de capitais demanda também a diminuição do custo de investimento, melhoria no ambiente de negócios e redução do custo e do tempo na resolução de conflitos. Este último, ao que parece, tem avançado com o estabelecimento das câmaras de arbitragem para solução de conflitos entre com empresas investidas com fundos instituídos sob a Instrução 391/03 da CVM.

Com relação às firmas de micro e pequeno porte não importa o prazo do financiamento, tanto no curto como no longo prazo a obtenção de créditos no mercado financeiro não é uma transação de fácil acesso. Isso porque, a emblemática fragilidade financeira e a opacidade informacional que caracteriza a pequena firma induzem o banco a limitar o crédito e a exigir garantias reais como condição necessária à aprovação de empréstimos.

A exigência de garantias pode ser interpretada como uma tentativa da instituição financeira em se precaver do futuro comportamento oportunista dos devedores, uma vez que a desigual distribuição de informações no mercado de crédito impede que o banco selecione *apenas* os bons projetos. Neste sentido, se o mercado de crédito funcionasse de maneira perfeita, com todas as informações disponíveis e gratuitas para ambas as partes no contrato, não haveria riscos de contratação de créditos e o uso de garantias seria, portanto, dispensável.

No entanto, como não existem mercados perfeitos e como a grande maioria das MPE's não dispõe de garantias suficientemente aceitáveis, elas são colocadas a “margem” do financiamento bancário.

É neste contexto que surge na sociedade civil tipos de organizações que operam com o microcrédito e as que avalizam o empréstimo junto ao banco. Estas instituições nasceram com o intuito de amenizar o déficit de financiamento das MPE's, cuja gênese do problema se encontra no próprio funcionamento imperfeito do mercado.

Situação pior é a obtenção de empréstimos para empresas nascentes de base tecnológica. Se no Brasil a obtenção de empréstimos já é algo difícil, a obtenção de créditos para firmas inovadoras são ainda mais escassos. Assim, o desenvolvimento e a consolidação forte mercado de risco no país poderia alavancar, em tese, o surgimento de firmas inovadoras com potencial competitividade.

Neste sentido, as perspectivas de crescimento da indústria brasileira de capital de risco nos próximos anos irão alavancar a emergência de firmas inovadoras na economia. Fato estilizado. Isso porque, não há, ainda, estudos que mostrem como o desenvolvimento e consolidação do mercado de risco no país têm impactado na criação de novas firmas, na geração de novos empregos e, principalmente, nas inovações tecnológicas.

Cabe destacar também, que mercado de risco privado no país concentra-se em firmas em estágios mais avançados de desenvolvimento, por apresentarem riscos relativamente menores. O que é comprovado não apenas pelo primeiro censo da indústria em 2004, como pela afirmação, em 2007, do vice-presidente da ABVCAP que diz “*As operações de venture capital realmente estão sendo mais tocadas hoje por instituições de governo*”.

Portanto, mais uma vez, ressalta-se a relevância do Estado não apenas “coordenando” um ambiente econômico estável e da constituição de um ambiente jurídico – este ainda não plenamente eficiente – mas também como investidor direto onde o setor privado não atue ou onde tem menos interesse.

Este trabalho evidenciou *apenas* os principais problemas de financiamento partindo da tardia industrialização brasileira até a ótica da firma. Sugere-se o desenvolvimento de novas pesquisas para aprofundar as discussões sobre o financiamento da pequena firma e da firma inovadora.

É preciso investigar se a expansão das Sociedades Garantidoras de Crédito de fato poderá resolver o déficit de financiamento das firmas de pequeno e médio porte, uma vez que o aval concedido pela instituição tem o objetivo de diminuir a assimetria de informação e garantir a devolução do montante anteriormente tomado pelo empresário associado.

No que tange ao financiamento das firmas inovadoras é preciso uma investigação sobre o crescimento da indústria de capital de risco tem impacto, ou impactará, a geração de emprego, renda, e principalmente a inovação.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel. **Macroeconomia financeira: 2 crises financeiras e regulação monetária**. São Paulo. Edições Loyola. 2004. 121 p.

AGUILAR, Adriana. Casamento público-privado. **Revista Capital Aberto**, v. 1, n. 4, dez. 2003, p. 8-11. Disponível em: <[http://www.capitalaberto.com.br/ler\\_artigo.php?pag=2&i=178&sec=4](http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=178&sec=4)>. Acesso em: 19 mar. 2010.

ALCOFORADO, Fernando. **Um projeto para o Brasil**. São Paulo: Nobel, 2000. 112 p.

ALMEIDA, Júlio Gomes. O problema do financiamento de longo prazo. **Terra Magazini**, jan. 2010. Disponível em: <<http://terramagazine.terra.com.br/interna/0, OI4212945-EI6613,00-O+problema+do+financiamento+de+longo+prazo.html>>. Acesso em: 25 nov. 2010.

ANGEL INVESTMENT NETWORK. **Empresário**. Disponível em: <<http://www.ainbrasil.com/empresario/44>> . Acesso em: 20 nov. 2010.

AQUINO, Rubim Santos Leão. **Sociedade brasileira: uma história através dos movimentos sociais: da crise do escravismo ao apogeu do neoliberalismo**. Rio de Janeiro: Record, 2000. 920 p.

ARIENTI, Patrícia Fonseca Ferreira. **O papel da abertura financeira no financiamento dos investimentos da economia brasileira ao longo da década de 1990**. 2004. 213 f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, Porto Alegre, 2004. Disponível em: <<http://www.economia.ufpr.br/Teses%20Doutorado/8%20PATRICIA%20FONSECA%20FERREIRA%20ARIENTI.pdf>>. Acesso em: 04 nov. 2010.

ARRAIS, Yuri Reis. **As barreiras enfrentadas pelos investidores anjos no Brasil**. 2006. 142 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia Industrial) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

BACHA, Edmar Lisboa. **A incerteza jurisdicional e o crédito de longo prazo**. 2004. Disponível em: <[http://www.anbid.com.br/institucional/documentos\\_download/Fundos/Estudos%20e%20Estat%20C3%ADsticas%20Mundiais/Edmar%20Lisboa%20Bacha%20-%20Incerteza%20Jurisdicional%20e%20Cr%20C3%A9dito%20de%20Longo%20Prazo.pdf](http://www.anbid.com.br/institucional/documentos_download/Fundos/Estudos%20e%20Estat%20C3%ADsticas%20Mundiais/Edmar%20Lisboa%20Bacha%20-%20Incerteza%20Jurisdicional%20e%20Cr%20C3%A9dito%20de%20Longo%20Prazo.pdf)>. Acesso em: 07 jan. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BACEN. **Resolução nº 3229**. 2004. Disponível em: <<http://legisweb.com.br/legislacao/?legislacao=482580>>. Acesso em: 20 nov. 2010.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO A SOCIAL - BNDES. **Informações gerais**. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Navegacao\\_Suplementar/FAQ/bloco1r.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Navegacao_Suplementar/FAQ/bloco1r.html)>. Acesso em: 20 jan. 2011.

BARONE, Francisco Marcelo; LIMA, Paulo Fernando; DANTAS, Vaidi; REZENDE, Valéria. **Introdução ao microcrédito**. Brasília: Conselho da Comunidade Solidária, 2002. 65 p. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/public/microcredito/microcredito.pdf>>. Acesso em: 02 abr. 2011.

BAUMANN, Renato. **Foreign investment in Brazil and the international financial markets**. Brasília: Economic Commission for Latin America and the Caribbean – ECLAC O. fev. 1998. Disponível em: <<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/0/6730/lcbrsdt014.pdf>>. Acesso em: 27 ago. 2010.

BRASIL. Medida Provisória Nº 226, de 29 de novembro de 2004. Institui o Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado - PNMPO e altera dispositivos da Lei nº 8.029, de 12 de abril de 1990. **Diário Oficial da União**, Brasília, 30 nov. 2004. Disponível em: <<http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/45/2004/226.htm>>. Acesso em: 25 mar. 2010.

BRASIL. Medida Provisória nº 517 de 30 de dezembro de 2010. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica **Diário Oficial da União**, Brasília, 30 dez. 2010. Disponível em: <<http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/45/2010/517.htm>>. Acesso em: 18 mar. 2011.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Entendendo o mercado de valores imobiliários**. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9BolsadeValores/tabid/92/Default.aspx>>. Acesso em: 15 fev. 2011.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **O novo desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional**. 2006. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2006/06.3.Novo%20Desenvolv-SEADE.pdf>>. Acesso em: 29 set. 2010.

BRUGINSKI, Tomás (Coord.) . **Capital de risco no Brasil: marco legal e experiência internacional**. Relatório Final. Brasília: Centro de Gestão de Estudos Estratégicos, CGEE, abr. 2003. 93 p. Disponível em: <[http://www.cgee.org.br/arquivos/estudo014\\_03.pdf](http://www.cgee.org.br/arquivos/estudo014_03.pdf)>. Acesso em: 27 set. 2011.

CAMPOS, Roberto. **A lanterna na popa: memórias**. Rio de Janeiro: TopBooks, 1994.

CARNEIRO, Ricardo (Org.) . **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: UNESP. 2006. 348 p.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva. 2006, 135 p.

CORTEZ, Lucili Grangeiro. **O drama barroco dos exilados do Nordeste**. Fortaleza: UFC, 2005. 306 p.

FAGUNDES, João Paulo F. A. Venture capital e private equity: os fundos de investimentos em participações. **Informativo Migalhas**, 27 ago. 2003. Disponível em: <[http://www.migalhas.com.br/mostra\\_noticia\\_articuladas.aspx?cod=2584](http://www.migalhas.com.br/mostra_noticia_articuladas.aspx?cod=2584)>. Acesso em: 28 set. 2010.

GETTING it together at last: a special report on business and finance in Brazil. **The Economist**, Londres, 14 nov. 2009. 16 p. Disponível em: <<http://www.favaneves.org/arquivos/the-economist-brazil.pdf>>. Acesso em: 18 dez. 2010.

FINEP. **Relatório de gestão anual**, 2010. Disponível em: <[http://www.finep.gov.br/arquivos/processosContasAnuais/relatorio\\_gestao\\_finep\\_2010.pdf](http://www.finep.gov.br/arquivos/processosContasAnuais/relatorio_gestao_finep_2010.pdf)>. Acesso em: 16 set. 2010.

GORGULHO, Luciane Fernandes. **Capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso da Contec/BNDES**. 1996. 181 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996.

GUIA GVcepe- ENDEAVOR. 2007-2008. 2010. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cepe/pesquisa/realizados.htm>>. Acesso em 29 nov. 2010.

GUIMARÃES, Eduardo Augusto. **Políticas de inovação: financiamentos e incentivos**. Brasília: IPEA, 2006. (Texto para discussão, n. 1212). Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/livros/inovacaotecnologica/capitulo04.pdf>>. Acesso em: 28 set. 2010.

HAFFNER, Jacqueline H. **A CEPAL e a industrialização brasileira (1950-1961)**. Porto Alegre: EDIPUCRS, 2002. 238 p. (Coleção História).

HERMANN, J. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J. ; OREIRO, J. L. ; DE PAULA, L.F (Orgs.). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo: Manole/Fundação KonradAdnauer-Stiftung, 2003. p. 241-293.

INÁCIO, Sandra Regina da Luz. **O que é uma holding e o que são subsidiárias?** 2008. Disponível em: <<http://www.artigos.com/artigos/sociais/administracao/lideranca/o-que-e-uma-holding-e-o-que-sao-subsidiarias?-4876/artigo/>>. Acesso em: 28 set. 2010.

KAMEYAMA, Ruy. **Visão geral das atividades de private equity**. 2001. 64 f. Monografia (Graduação em Economia) - Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2001.

LOYOLA, Gustavo. BNDES limita desenvolvimento do crédito privado, diz Loyola. **Brasil Econômico**, 16 jul. 2010. Disponível em: <[http://www.brasileconomico.com.br/noticias/bndes-limita-desenvolvimento-do-credito-privado-diz-loyola\\_87034.html](http://www.brasileconomico.com.br/noticias/bndes-limita-desenvolvimento-do-credito-privado-diz-loyola_87034.html)>. Acesso em: 20 set. 2010.

MEIRELLES, Jorge Luís; PIMENTA JR, Tabajara; REBELATTO, Dayse Aparecida do Nascimento. **Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento de**

empresas de bases tecnológicas. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/gp/v15n1/a03v15n1.pdf>>. Acesso em: 22 out. 2010.

MONZONI, Mário. **Impacto em renda do microcrédito**. São Paulo: Peirópolis, 2008. 240 p.

MOREIRA, Cássio Silva; SOUZA, Nali de Jesus. O capital de risco no Brasil: uma visão schumpeteriana. **Revista Análise**, Porto Alegre, RS, v. 14, n. 2, p. 283-316, 2003.

Disponível em:

<<http://www.cassiomoreira.com.br/files/3%20CAPITAL%20DE%20RISCO%20E%20DESENVOLVIMENTO%20ECON%20C3%94MICO%20NO%20BRASIL%20uma%20vis%20C3%A3o%20Schumpeteriana.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2010.

MOURA, Alkimar R. (Org.). **PAEG e Real: dois Planos que mudaram a economia brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2007. 184 p.

NAKANO, Yoshiaki; REGO, José Márcio; FURQUIM, Lilian. (Orgs.). **Em busca do novo: o Brasil e o desenvolvimento na obra de Bresser-Pereira**. Rio de Janeiro: FGV, 2004. 640 p.

OLIVEIRA, Edmundo. Dinheiro farto e barato. **Revista Desafios do Desenvolvimento**, Brasília, v. 9, jul. 2004.

PAVANI, Cláudia. **O capital de risco no Brasil: conceito evolução perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais, 2003. 98 p.

PINHO, Marcelo Silva; CÔRTEZ, M. R.; FERNANDES, Ana Cristina. A fragilidade de empresas de base tecnológica em economias periféricas: uma interpretação baseada na experiência brasileira. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 23, n. 1, 2002.

PRATES, Daniela M.; CITRA, Marcos Antônio M.; FREITAS, Maria Cristina P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, Campinas, S.P., v.15, p. 85-116, dez. 2000. Disponível em: <<http://cendoc.esan.edu.pe/paginas/infoalerta/project/des.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2010.

REDE DE TECNOLOGIA E INOVAÇÃO DO RIO DE JANEIRO - REDETEC-RJ. **Linhas de financiamento: fundos de aval**. Disponível em: <<http://www.redetec.org.br/biblioteca/linhasfinanciamentos/linhasFinanciamentosFundos.aspx>>. Acesso em: 28 mar. 2010.

RIBEIRO, Cristina Tauaf; CARVALHO, Carlos Eduardo. **Do microcrédito às microfinanças: desempenho financeiro, dependência de subsídios e fontes de financiamento: uma contribuição a análise da experiência brasileira**. São Paulo: FAPESP/EDUC, 2006. 201 p.

SALLUM JUNIOR, Brasília. Transição política e crise de estado. **Revista Lua Nova**, n.32, p. 133-167, 1994. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ln/n32/a08n32.pdf>>. Acesso em: 18 set. 2010.

SANTOS, Carlos Alberto. **Risco de crédito e garantias**: a proposta de um sistema nacional de garantias de crédito. Disponível em:  
<<http://uasf.old.sebrae.com.br/uasfgestao/uasfartigos/risco/download>>. Acesso em: 10 mar. 2010.

SANTOS, Rodrigo da Silva; MARINHO, Flávio de Souza; MAC-ALLISTER, Mônica. Capital de risco e financiamento ao empreendedorismo inovador. **Revista Desembahia**, Salvador, n. 10, p. 165-184, mar. 2009. Disponível em:  
<[http://www.desembahia.ba.gov.br/recursos/news/video/%7B0E93AA8F-F0CE-4939-97C1-B310D5E0096B%7D\\_Rev10\\_Cap8.pdf](http://www.desembahia.ba.gov.br/recursos/news/video/%7B0E93AA8F-F0CE-4939-97C1-B310D5E0096B%7D_Rev10_Cap8.pdf)>. Acesso em: 20 set. 2010.

SISTEMA MINEIRO DE INOVAÇÃO - SIMI. **Desmistificando o capital de risco**: o que é, como funciona e como acessar o capital empreendedor para seu negócio. 2008. Disponível em: < [www.simi.org.br/media/get/file/item\\_biblioteca\\_artigo/3209](http://www.simi.org.br/media/get/file/item_biblioteca_artigo/3209) >. Acesso em: 15 nov. 2010.

SINGER, Paul. **O capitalismo**: sua evolução, sua lógica e sua dinâmica. 14. ed. São Paulo: Moderna, 1987. 87 p. (Coleção Polêmica).

STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, v.71, n. 3, p. 393- 410, jun. 1981.

TEIXEIRA, Nilson. Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In : BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA FILHO, Chrysostomo de, Luiz (Orgs.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

VERSIANI, Flávio; SUZIGAN, Wilson. **O processo brasileiro de industrialização**: uma visão geral. jun. 1990. Disponível em:  
<[http://www.ufpe.br/decon/sitedecon/visao/professor/arquivos/acervo/55/versiani\\_suzigan\\_Industrializacao\\_brasileira\\_\\_visao\\_geral.pdf](http://www.ufpe.br/decon/sitedecon/visao/professor/arquivos/acervo/55/versiani_suzigan_Industrializacao_brasileira__visao_geral.pdf)>. Acesso em: 03 ago. 2010.

ZICA, Roberto Marinho Figueiroa; MARTINS, Henrique Cordeiro. Mecanismos garantidores de crédito para micro e pequenas empresas: principais modelos, abordagens teóricas e alcance. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 26., 2010, Vitória, ES. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

\_\_\_\_\_. Sistema de garantia de crédito para micro e pequena empresa no Brasil: proposta de um modelo. **Rev. Adm. Pública**, v. 42, n. 1, p. 181-204, 2008. Disponível em:  
<<http://www.scielo.br/pdf/rap/v42n1/a09v42n1.pdf>>. Acesso em: 16 out. 2010.