

FUNDING BNDES: A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CAPTAÇÃO DE FINANCIAMENTOS PARA A CADEIA EXPANDIDA DO AGRONEGÓCIO - "SÍNTESE TÉCNICA"

Rosana Aparecida Paes Machado - FIA

Rodolfo Leandro De Faria Olivo

Resumo

"Este trabalho é uma Síntese Executiva da Dissertação do egresso Rosana Aparecida Paes Machado, orientado por Rodolfo Leandro de Faria Olivo, no nível de Mestrado, no Programa de Mestrado Profissional em Gestão de Negócios, da FIA, defendida em 2023." O Brasil se destaca no cenário global como um dos principais produtores e exportadores de alimentos do mundo, sendo o agronegócio considerado, atualmente, o segmento mais poderoso da economia do país. O presente trabalho tem como objetivo compreender a influência que a governança corporativa exerce na captação dos chamados financiamentos de qualidade (condições atrativas em termos de volumes, prazos e custos financeiros), especificamente das linhas de crédito subsidiadas do BNDES, para o agronegócio. Foi utilizada uma amostra final de 31 empresas de capital aberto (partindo de uma base inicial de 145 empresas da cadeia expandida do agronegócio), listadas na B3 e que contrataram financiamentos do BNDES. As evidências da regressão linear múltipla, particularmente, sugerem que a adoção de práticas de governança corporativa pode não ser decisiva para atrair financiamentos de qualidade do BNDES, verificando-se que as empresas que aderem ao Novo Mercado da B3, não obtêm, necessariamente, custos inferiores aos Níveis 2 e 1 de governança da mesma.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Financiamentos BNDES; Agronegócio**Abstract**

"This work is an Executive Summary of the Dissertation by graduate Rosana Aparecida Paes Machado, supervised by Rodolfo Leandro de Faria Olivo, at the Master's level, in the Professional Master's Program in Business Management, at FIA, defended in 2023." Brazil stands out on the global scene as one of the main food producers and exporters in the world, with agribusiness currently considered the most powerful segment of the country's economy. This work aims to understand the influence that corporate governance has on attracting so-called quality financing (attractive conditions in terms of volumes, terms and financial costs), specifically BNDES' subsidized credit lines, for agribusiness. A final sample of 31 publicly traded companies (starting from an initial base of 145 companies from the expanded agribusiness chain) listed on the B3 and which contracted financing from the BNDES was used. The evidence from the multiple linear regression, in particular, suggests that the adoption of corporate governance practices may not be decisive in attracting quality financing from the BNDES, verifying that companies that join the B3 Novo Mercado do not necessarily obtain costs lower than Levels 2 and 1 of its governance.

Keywords: Corporate Governance; BNDES Financing; Agribusiness

INTRODUÇÃO

A cadeia expandida do agronegócio, como um segmento expoente e com participação expressiva no PIB do Brasil– Produto Interno Bruto (26,6% em 2021, 24,8% em 2022 e 21,6% no 1.º Trimestre de 2023), assim como o segmento industrial tradicional (apesar deste último ter tido uma participação também importante no PIB, com 22,2% em 2021 e 23,9% em 2022 e haver iniciado 2023 – 1.º Trimestre, com uma leve retração de -0,1%), são ambos bastante demandantes de financiamentos de longo prazo (BNDES, 2023), em condições atrativas, os quais podem ser diferenciais e decisivos na sustentação da produção, distribuição e comercialização destinadas não apenas ao mercado doméstico, como também ao internacional e, conseqüentemente, quanto à liquidez financeira e competitividade das empresas atuantes nesse segmento.

Empresas de melhor Governança Corporativa, na teoria, apresentam riscos menores ao credor, o que deveria levar a um *funding* de maior qualidade. Nesse escopo, um *funding* de qualidade para grandes empresas (nacionais ou multinacionais), caracteriza-se, em média, pelos seguintes parâmetros: linhas de crédito concedidas por instituições financeiras locais ou internacionais de primeira linha, em montantes totais significativos, igual ou superior a R\$ 10 milhões, com prazo total de desembolso a partir de 5 anos e período de carência mínimo de 12 meses, a custos subsidiados - Taxa Básica (TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo, TLP – Taxa de Longo Prazo, TFB - Taxa Fixa do BNDES ou Selic) + spread BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) quando se tratar de recursos dessa instituição, no limite de 10% a.a. e, no tocante ao custo do agente financeiro (se aplicável), sem incidência de *spread* ou com *spread* máximo de até 3,5% a.a.

A presente pesquisa visou responder à seguinte pergunta orientadora: qual a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e acesso ao *funding* de qualidade em empresas da cadeia expandida do agronegócio?

O objetivo principal desta pesquisa é analisar a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e acesso ao *funding* de qualidade em empresas da cadeia expandida do agronegócio.

REFERENCIAL TEÓRICO

Os financiamentos compõem as decisões financeiras das empresas, fazendo parte das finanças corporativas. Nesse cenário, as decisões de financiamentos, segundo Assaf

Neto (2010), englobam os melhores recursos *vis a vis* a melhor proporção de fontes de capital próprio ou de terceiros. Essa relação define-se pelas tomadas de decisão que compatibilizam a minimização dos riscos com a maximização dos resultados (MAÇÃES, 2018), assegurando geração de valor (ou, ao menos, não destruição de valor) aos acionistas, exercendo papel preponderante quanto ao desempenho econômico-financeiro das organizações.

A política de financiamentos norteia-se pelas estruturas de *funding*, as quais devem ser as mais alinhadas e compatíveis possíveis com as metas e necessidades corporativas de capital de giro, envolvendo linhas de crédito atrativas em termos de prazos e custos, fazendo-se mandatória a análise criteriosa da empresa quanto à sua condição real e projetada de liquidez, capacidade de endividamento, risco de continuidade da organização e da operação no segmento de atuação, entre outros, antes da captação efetiva do crédito e, como aponta Matias *et al.* (2014), objetivando assegurar equilíbrio e eficiência à estrutura de capital.

O espectro de linhas de crédito e modalidades de financiamentos com recursos de terceiros é amplo, como aponta Matias *et al.* (2014), envolvendo desde alternativas de operações mais comumente conhecidas e aplicáveis no mercado como o Desconto de Recebíveis, *Working Capital*, Finimp – Financiamento às Importações, CDC – Crédito Direto ao Consumidor, Leasings Financeiros e Operacionais até operações estruturadas, mais de vanguarda, como o *Project Finance*, as PPPs - Parcerias Público-Privadas, com partilhas de capital e risco e fundos de *Private Equity*, abarcando inclusive linhas de crédito internacionais, sendo todas essas, de forma geral, bastante aderentes às grandes e médias empresas, objeto deste estudo.

Entretanto, este estudo limita-se à captação de linhas de longo prazo do BNDES pelas empresas da cadeia expandida do agronegócio, considerando que empresas com acesso a essa instituição financeira podem obter crédito a taxas subsidiadas, além das demais características da operação como valor a ser financiado, prazo total e de carência e, garantias, bem mais atrativas, reduzindo a dependência de outras fontes de financiamento, mais onerosas e restritivas quanto às condições a serem concedidas. “Ao longo de várias décadas, o BNDES foi praticamente a única instância nacional que forneceu recursos de longo prazo para o financiamento da indústria e da infraestrutura” (GIAMBIAGI *et al.*, 2009).

Empréstimos de longo prazo são um componente desejável na estrutura de capital para contrabalancear os de curto prazo, pois esses últimos podem aumentar a aversão ao

risco do mercado quanto à análise de crédito da empresa tomadora, inclusive dificultando a captação de novas linhas de financiamento, pelo grau de exposição em que a companhia se coloca, caso haja elevada concentração de dívidas de curto prazo no balanço. Os contratos de empréstimos de longo prazo possuem cláusulas mais rígidas quanto às obrigações do tomador, considerando que as instituições financeiras credoras estão comprometendo seus fundos por um período maior, o que as leva a se protegerem ainda mais de um possível *default*, do que fariam em concessões de crédito de curto prazo (ALBANEZ et al., 2012). Os elementos centrais do *Funding* de Qualidade, conforme a literatura acadêmica, estão sintetizados no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1 – Elementos do *Funding* de Qualidade

Elementos do <i>Funding</i> de Qualidade	Principais Autores
Valores de captação igual ou superior a R\$ 10 milhões.	Fonseca, Silveira, Hiratuka (2016)
Financiamento de longo prazo, a partir de 5 anos.	Minsky (1982) Banco Mundial (2015) Costa Filho <i>et al.</i> (2016)
Período mínimo de carência de 12 meses.	Costa Filho <i>et al.</i> (2016)
Taxa subsidiada de juros (TJLP, TLP, Selic e Taxa Fixa) + <i>spread</i> do BNDES até 10,0% a.a.	Silveira (2015)
<i>Spread</i> mínimo (até 3,5% a.a.) ou sem <i>spread</i>	Leite (2017)
Garantias mensuradas sob o risco de liquidez e risco de crédito.	Borges (1999) Canevari (2017)

Fonte: Elaborado pelos autores.

A presente pesquisa objetivou analisar o impacto dos níveis de Governança Corporativa na B3: (i) Novo Mercado; (ii) Nível 2; (iii) Nível 1 e não pertencente a níveis diferenciados com o *Funding* de Qualidade via BNDES, conforme descrito em mais profundidade no método de pesquisa.

MÉTODOS DE PESQUISA

Foram utilizados dados secundários, primeiramente da B3, acerca de quais empresas da cadeia expandida do agronegócio pertinentes aos segmentos especiais de listagem, possuem grau/classificação dos níveis de governança corporativa da instituição.

Com essa listagem de empresas, o BNDES foi a segunda fonte de dados secundários, com as informações sobre quais dessas empresas já captaram ou captam financiamentos e em que condições – qual a linha de *funding*, considerando o volume financiado, prazo total de amortização e de carência para pagamento, custo total da linha (taxa básica, com adição ou não de *spread*) e garantias requeridas. Como base histórica, pelo grande volume de financiamentos já captados no BNDES por algumas empresas da amostra final, este estudo restringiu-se às operações efetivadas no período de 2020 a 2022. Para as empresas da amostra final que eventualmente não captaram *funding* da instituição no referido período, foi(oram) utilizada(s) a(s) operação(ões) do ano mais recente ou do único ano em que ocorreu(ram).

Por fim, como terceira e última fonte foram analisados os balanços patrimoniais e demonstrativos dos resultados do exercício das empresas-objeto da amostra final, dos anos-base encerrados em 2021 e 2022, acerca dos mesmos indicadores de financiamento que compõem o chamado *funding* de qualidade e, para o levantamento dos dados econômico-financeiros das referidas empresas, os quais foram extraídos da B3 e do site Fundamentus, que é uma plataforma on-line que disponibiliza informações financeiras e fundamentalistas das empresas com ações listadas na B3.

Essas três fontes em conjunto forneceram uma base sólida para verificar se e quanto os atributos da governança corporativa propiciaram a tomada do *funding* de qualidade.

Nesta pesquisa, a amostra final é a não probabilística intencional, isto é, conta com elementos específicos escolhidos para a amostra, os quais representam o universo de pesquisa, representada por 31 organizações da cadeia expandida do agronegócio (unidade de medida), sendo que foram percorridos os seguintes critérios para a delimitação desta:

- a. amostra inicial com 145 empresas da cadeia expandida do agronegócio, obtidas por meio da Revista Forbes – Maiores do Agronegócio em 2019, 2020 e 2021 (Edições 73, 82 e 92, respectivamente), Revista Exame – Melhores e Maiores do Agronegócio 2020/2021 e B3 – Destaques do Agronegócio em 2021;
- b. na referida amostra foram então aplicados os seguintes critérios de análise, na ordem a seguir:

Critério 1: a partir da amostra inicial, quais são empresas de capital aberto, listadas na B3 – Brasil, Bolsa e Balcão.

Critério 2: dessas empresas listadas na B3, quais fazem parte dos segmentos especiais de listagem e são aderentes ao nível de Governança Corporativa do Novo Mercado – NM, Nível 2 – N2 e Nível 1 – N1 e ainda, quais são Não Classificadas – NC.

Critério 3: dessas empresas NM, N2, N1 e NC, quais possuem e/ou já possuíram *funding* do BNDES, em algum momento de sua história.

Dessa forma, 31 empresas da amostra inicial de 145 empresas da cadeia expandida do agronegócio atenderam aos critérios de 1 a 3, representando, portanto, a amostra final.

A Técnica de Coleta de Dados conta com planilhas com a utilização do Microsoft Office Excel®. A coleta de dados está relacionada com a pergunta de pesquisa e tem como propósito obter elementos para que os objetivos propostos na pesquisa possam ser atingidos.

Quanto à Técnica de Análise de Dados foram utilizadas a análise Estatística das Variáveis Quantitativas, por meio de Estatística Descritiva, e Regressão Linear Múltipla.

RESULTADOS OBTIDOS

Para melhor compreensão da amostra final, foram utilizadas diversas técnicas de estatística descritiva, cujos resultados e análises encontram-se na Tabela 1 a seguir.

Tabela 1 - Análise da Estatística Descritiva

Variável	n	Média	Desvio Padrão	Min	Max
Variáveis Empréstimo					
Valor Total de Desembolso (R\$ Milhões)	94	51,89	130,43	0,12	658,65
Prazo Total de Financiamento (anos)	94	5,60	3,65	0,25	19
Período de Carência (meses)	94	15,52	14,89	0	96
Taxa Subsidiada total (% a.a.)	94	8,47	4,08	1,60	14
<i>Spread</i> do Agente Financeiro (% a.a.)	71	2,30	1,57	0	6,50
Idade da empresa à data do empréstimo (anos)	94	30,88	19,03	7	122
Idade da empresa à data da pesquisa (anos)	94	34,98	20,15	8	133
Variáveis Econômico-Financeiras					
EBITDA (R\$ Milhões)	31	1.305,87	2.338,08	-45,93	9.545,80
Margem Bruta (%)	28	6,55	12,27	0,03	47,50
Margem Líquida (%)	28	1,66	5,39	-5,80	23,41
Receita Líquida (R\$ Milhões)	31	21.819,52	67.267,89	14,06	368.360,40
Lucro Bruto (R\$ Milhões)	31	1.883,21	3.248,87	2,60	16.236,00
Lucro Líquido (R\$ Milhões)	31	5.698,60	29.385,53	-288,00	163.904,00
Endividamento Bruto (R\$ Milhões)	31	13.534,78	24.298,75	1,81	94.927,70
Endividamento Líquido (R\$ Milhões)	31	9.557,96	18.348,56	-135,00	78.262,60
Alavacangem (%)	30	4,19	9,68	0,03	52,00
Caixa (R\$ Milhões)	31	2.819,57	4.306,19	0,40	16.670,00
Valor de Mercado (R\$ Milhões)	31	20.075,66	38.266,75	3,04	207.903,00
Ativos (R\$ Milhões)	31	32.713,59	50.175,49	3,47	206.311,50

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota-se que para o grupo de variáveis Empréstimo os desembolsos da amostra estão na média de R\$ 51,89 milhões, com carência média de 15,52 meses e prazo médio de 5,6 anos. A taxa subsidiada média é de 8,47%, enquanto a variável *spread* do agente financeiro é de 2,86%. As empresas possuem em média 35 anos de idade, um ativo total médio de R\$ 32 bilhões e valor de mercado de R\$ 20 bilhões.

A menor empresa da amostra apresenta um valor de mercado de R\$ 3 bilhões, enquanto a maior é de R\$ 207 bilhões. No que tange à variável valor total de desembolso, conforme esperado, há um desvio-padrão expressivo, pois as empresas da amostra final da cadeia expandida do agronegócio integram setores distintos.

Também para as variáveis prazo total de financiamento e carência, bem como para *spread* do agente financeiro, os desvios-padrão são significativos, pelos mesmos motivos da variável valor total de desembolso.

De forma geral, os dados obtidos para as variáveis Empréstimo sugerem que, para os diferentes setores da cadeia expandida do agronegócio, há diferenças nas condições de financiamento concedidas pelo BNDES, entretanto as médias de desembolsos, prazos totais de financiamento e carência, taxa subsidiada do BNDES e *spread* do agente financeiro, atendem aos critérios do *funding* de qualidade. Com relação ao grupo de variáveis Econômico-Financeiras, há uma coerência entre elas e as variáveis Empréstimo quanto aos dados obtidos, o que reforça a existência de desvios--padrão expressivos, evidenciados pelas variáveis EBITDA, receita líquida, endividamento líquido e alavancagem (dívida líquida/EBITDA). Já os resultados obtidos para as variáveis de *Funding* de Qualidade estão sintetizadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Análise da Estatística Descritiva

Variável	Total	Qtde.	Frequência	Médias Obtidas da Amostra	Critérios do <i>Funding</i> de Qualidade	Atende S (Sim) ou N (Não) ao <i>Funding</i> de Qualidade
Novo Mercado	94	81	86,17%	N/A	N/A	N/A
Valor Total de Desembolso (R\$ Milhões)	94	94	100,00%	51,89	>= R\$ 10 milhões	S
Prazo Total de Financiamento (anos)	94	94	100,00%	5,60	>= 5 anos	S
Período de Carência (meses)	94	92	97,87%	15,52	>= 12 meses	S
Taxa Subsidiada total (% a.a.)	94	94	100,00%	8,47	<= 10% a.a.	S
<i>Spread</i> Agente Financeiro (% a.a.)	94	71	75,53%	2,30	<= 3,5% a.a.	S
Presença de Rating de Risco	31	17	54,84%	N/A	N/A	N/A

Fonte: Dados da Pesquisa

Verifica-se que a grande maioria das empresas da cadeia expandida do Agronegócio, isto é, 86,71%, adotam as práticas de governança corporativa do Novo Mercado - mais alto grau de classificação da B3 dos segmentos especiais de listagem. Apenas 13,29% pertencem aos níveis de menor governança da instituição, a saber, Nível 2 ou Nível 1 ou, ainda, não são aderentes à governança corporativa dessa.

Observa-se que as variáveis valor total de desembolso (R\$ milhões), prazo total de financiamento (anos) e taxa subsidiada (% a.a.) alcançam 100% de frequência, pois tratam-se de variáveis obrigatórias para que um financiamento possa existir, em oposição às variáveis período de carência (meses) e *spread* do agente financeiro (% a.a.) que podem ou não estar presentes em *funding* e que, nessa amostra, apresentam frequências de 97,87% e 75,53%, respectivamente. Considerando que 24,47% da amostra final não apresentam a variável *spread* agente financeiro (% a.a.), é sugerido que esse percentual corresponda aos financiamentos menos custosos dela, contribuindo para o *funding* de qualidade.

Especificamente quanto ao *funding* de qualidade, as médias da amostra satisfazem todos os critérios desse, sendo de: R\$ 51,89 milhões para o valor total de desembolso; 5,6 anos para o prazo total de financiamento; 15,52 meses de período de carência; 8,47% de taxa subsidiada e 2,30% a.a. como *spread* do agente financeiro.

A fim de avançar-se em relação à estatística descritiva, foram aplicadas diversas regressões lineares múltiplas, tendo os resultados sintetizados na Tabela 3 a seguir:

Tabela 3 – Resultados das Regressões Lineares

Variável Dependente	Variável(is) Independentes com Significância Estatística a 5%	R-quadrado (R ²) ajustado	F de significação
Taxa Subsidiada	EBITDA R\$ Milhões e Porte - Ativos Totais R\$	0,37919	0,00000000014
Desembolso	Carência Anos, <i>Spread</i> % a.a., Margem Bruta % e Valor de Mercado R\$ Milhões	0,25876	0,00000321735
Prazo	Valor de Mercado R\$ Milhões	0,26055	0,00000008840
Carência	Desembolso R\$ Milhões	0,10678	0,00076591508
<i>Spread</i>	Total Desembolso R\$ Milhões, Taxa Subsidiada % a.a., EBITDA R\$ Milhões, Margem Líquida % e Alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA) e Porte - Ativos Totais R\$	0,44054	0,00000000014

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota-se que a variável dependente *Spread* é a que possui o maior número de variáveis independentes com significância estatística (seis), o que sugere ser a mais fortemente vinculada às independentes utilizadas no modelo, evidenciado pelo fato de que a variável dependente *Spread* é a que apresenta o maior R^2 desse conjunto de regressões, isto é, 0,44054 (no limite estabelecido, inferior a 0,05, para que exista significância estatística F), sendo que o F possui o valor de 0,00000000014.

O segundo maior número de variáveis independentes com significância estatística (quatro), em relação à variável dependente, é o Desembolso, com R^2 de 0,25876 e F de significação de 0,00000321735.

As demais variáveis dependentes – taxa subsidiada, prazo e carência, apresentam somente uma ou duas variáveis independentes com significância estatística, o que denota menor conexão dessas dependentes, com as independentes.

Há evidências pelas Regressões Múltiplas que a Governança Corporativa pouco impactou na captação do *funding* de qualidade, pois os rígidos critérios do Novo Mercado, tais como, transparência e acuracidade nas informações ao mercado, disponibilização do balanço anual seguindo as normas do *United States General Acceptable Accounting Principles* (USGAAP) ou *International Accounting Standards* (IAS) e estabelecimento de Conselhos de Administração com mandato unificado de um ano, não foram determinantes para a captação do *Funding* de Qualidade.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foram encontradas evidências na pesquisa que são adotadas as práticas de governança corporativa, em geral de forma pulverizada nos departamentos das organizações do agronegócio. Das empresas que compõem a amostra final deste estudo, 90,3% aderiram a algum grau de governança dos segmentos especiais de listagem da B3 e somente 9,68% não o fizeram.

Evidências apontaram que as práticas de governança corporativa facilitam o acesso da cadeia expandida do agronegócio às linhas de crédito do BNDES destinadas ao agronegócio.

Nas regressões lineares múltiplas, observou-se que a governança corporativa possui pouco impacto na obtenção do *funding* de qualidade e, por meio da estatística descritiva, foi observada a particularidade de que empresas da amostra final aderentes ao nível máximo de governança da B3, a saber, o Novo Mercado, não obtêm custos de

financiamento mais baixos do que os Níveis 2 e 1 ou das não aderentes à governança da instituição.

Trazendo o cenário em que esse estudo foi concebido, até 2050, a demanda global por alimentos, segundo a FAO – Food and Agriculture Organization of the United Nations (2021), deve alcançar patamar superior a 60% da atual (estimam-se 10 bilhões de habitantes no planeta). O Brasil, por suas condições favoráveis de clima e extensão de terras agricultáveis insere-se nesse ambiente como um dos principais fornecedores do agronegócio do mundo, sendo também um dos setores de maior contribuição à economia nacional.

Entretanto, aliados à vasta oportunidade de conquista e expansão de participação em mercados nacionais e internacionais, há desafios acerca do câmbio - o Brasil é um dos maiores exportadores mundiais do agronegócio e, quando o Real se valoriza, o segmento percebe menos receitas; pela SELIC (taxa básica da economia brasileira), pois, como de forma recorrente ela situa-se em patamares bem elevados, restringe o crescimento do segmento; ainda, de infraestrutura de transporte e logística, devido a longas distâncias a serem percorridas e em estradas com má conservação, considerando que a maior parte do trajeto doméstico é realizado pelas rodovias.

Diante desse quadro, cada vez mais emergem as buscas por financiamentos atrativos em termos de volumes financeiros, prazos e custos (o que se denomina, neste estudo, *funding* de qualidade), diante do incremento da produção doméstica, por meio do desenvolvimento de novos processos e tecnologias aplicadas ao agronegócio; além da necessidade de uma governança corporativa bem estruturada nas companhias do segmento, a qual norteie eficazmente as decisões de captações de crédito e a respectiva utilização dos fundos, em alinhamento à estrutura de capital de giro e liquidez dessas.

O BNDES, como um dos principais bancos de desenvolvimento do mundo, insere-se nesse ambiente, com um grupo de linhas de crédito ofertadas ao segmento, abrangendo desde o microempreendedor rural até as grandes corporações e, consoantes em sua maioria, aos critérios do *Funding* de qualidade.

Ainda que o seu principal objetivo seja o de ser fonte de recursos destinada ao desenvolvimento econômico, social e ambiental do País, voltado para as necessidades da população, desde a última década o banco vem sendo alvo de fortes críticas por economistas e alas opositoras de governos de situação, por estar favorecendo muito o agronegócio, em particular detrimento da indústria, já que os recursos a serem distribuídos aos diferentes setores da economia são limitados e que para um determinado

segmento considerado prioritário possa receber uma porção maior, outro(s) setor(es) precisa(am) ser prejudicado(s) em volumes de liberação de fundos.

Adicionalmente, os custos das operações de financiamentos tornaram-se maiores, após a implementação da TLP em substituição à TJLP, em 2018. Quando são contratadas necessariamente em TLP, por força da linha de crédito que assim estabelece, a taxa de juros “*all in*” saltou de 8,50% em média (antiga TJLP), para 9,40% em média (atual TLP), tomando como referência os financiamentos e empresas da amostra final desse estudo, nas operações indiretas, isto é, com a interveniência de um agente financeiro, e já com o *spread* dele.

Outras críticas anteriores a 2018 estendiam-se também à política subsidiada de financiamentos, em condições muito favoráveis aos “campeões nacionais” (grandes empresas com plena capacidade econômico-financeira de obterem e liquidarem recursos por bancos comerciais e por meio do mercado de capitais, atendendo todas as exigências em termos documentais e regulatórios desses), política que perdurou até 2017. Em outras palavras, historicamente o BNDES apresenta a tendência de financiar organizações estruturadas, de grande porte, com baixos riscos de crédito (*default*) e/ou liquidez, com condições de constituir garantias e que, de fato, não dependem de recursos subsidiados, como as pequenas e médias empresas.

O BNDES vem acompanhando e se adequando, especialmente a partir de 2010, aos novos negócios e tendências de mercado, como as tecnologias disruptivas e, nas dimensões das linhas de crédito “verde”, inclusão social e de apoio econômico, por exemplo, às mulheres e jovens, criando condições de independência financeira desses nichos (como as linhas Pronaf Jovem e Pronaf Mulher do agronegócio), além de atualização e investimento nas melhores práticas de governança corporativa em suas operações, em total alinhamento ao tripé ESG – *Environmental, Social and Governance* e que convergem, inclusive, no caso do agronegócio, em pesquisas na aplicação das transformações e inovações digitais como a internet das coisas, na práticas do produtor rural até a comercialização final dos bens e serviços e, que abrangem a previsibilidade de uma gama de riscos do segmento, como fatores climáticos, variabilidade de preços e controle de emissões de gases de efeito-estufa.

Para o Brasil, o BNDES, se bem administrado e direcionado, representa uma vantagem competitiva, considerando a alta necessidade de investimentos em segmentos estratégicos como a infraestrutura, a indústria e o agronegócio, desde que combinado à promoção de políticas públicas para o desenvolvimento de investidores institucionais,

redução de barreiras à entrada de investidores financeiros com maior “apetite” ao capital de risco (desde que bem monitorados) e o aprimoramento e atualização permanente de regras de governança corporativa no ambiente de negócios público e privado.

REFERÊNCIAS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Basileia III no Brasil. Anbima, 2013. Disponível em: Basileia III no Brasil – ANBIMA. Acesso em: 05 de agosto de 2023.

ARAÚJO, J. de O. Sistema de garantias e seguros: uma ferramenta da ampla cobertura funcional. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO. Prêmio ABDE: melhores práticas do sistema nacional de fomento. Rio de Janeiro: ABDE Editorial, 2014.

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R; CORRAR, L.J. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. RAM. Revista de Administração Mackenzie, v. 13, n. 2, p. 76-105, 2012.

B3 (antiga BM&F BOVESPA). Regulamento dos níveis diferenciados de governança corporativa (2001). Disponível em: <http://www.b3.com.br>. Acesso em: 20 de agosto de 2023.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: www.bcb.gov.br. Acesso em: 27 de julho de 2023.

BANCO MUNDIAL. *Doing Business 2015*. Disponível em: <https://www.doingbusiness.org/>. Acesso em: 14 de junho de 2023.

BARROS, C. M. E.; SILVA, P. Y. C.; VOESE, S. B. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. Revista de Contabilidade, Gestão e Governança. Brasília: UnB, 2015.

BNDES – BANCO NACIONAL de DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO e SOCIAL. Financiamento de longo prazo e bancos públicos: uma análise dos repasses do BNDES Finame no período 2005-2015. Rio de Janeiro: Revista do BNDES n.º 46, dezembro 2016.

BNDES – BANCO NACIONAL de DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO e SOCIAL. Panoramas setoriais 2030: desafios e oportunidades para o Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, 2017c. 225 p.

BNDES – BANCO NACIONAL de DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO e SOCIAL. Desafios do desenvolvimento do Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, 2018a.

BNDES – BANCO NACIONAL de DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO e SOCIAL. Apoio ao Agronegócio. Disponível: em BNDES Apoio à Agroindústria. Acesso em: 27 de junho de 2023.

BNDES – BANCO NACIONAL de DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO e SOCIAL. Relatório Anual 2022. Rio de Janeiro: Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, 2023.

BNDES - BANCO NACIONAL de DESENVOLVIMENTO ECÔNOMICO e SOCIAL. BNDES. Estatísticas e Desempenho. Disponível em: Estatísticas Operacionais do Sistema BNDES. Acesso em: 17 de junho de 2023.

BORGES, L. F. X. Convenientes: instrumento de garantia em Project Finance. Revista do BNDES, v. 11, p. 1-24, 1999.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J., BATISTELLA, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital nas maiores empresas que atuam no Brasil. Revista de Contabilidade e Finanças da USP. 43, 9-10, 2007.

CANEVARI, R. Q. Considerações acerca dos direitos reais de garantia imobiliária: alienação fiduciária x hipoteca. In: Âmbito Jurídico, Rio Grande, v. 16, n.114, jul. 2017.

COSTA FILHO, J. C. B.; JÚNIOR, D. B. C. V.; DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R. Endividamento e qualidade da governança corporativa nas companhias listadas na BM&F Bovespa. In: Congresso Anpcont, São Paulo: Anpcont, 2009.

COSTA FILHO, J. C. B.; DOMINGOS, S. R. M; VIANA JR., D. B. C; PONTE, V. M. R. Endividamento e Qualidade da Governança Corporativa nas Companhias na BM&F BOVESPA. Revista de Contabilidade da UFBA, Salvador, v. 10, n. 3, p. 41-62, set./dez.2016.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000–2006). Revista de Administração Mackenzie vol. 10, 2009.

DONALDSON, G. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

FÁVERO, L. P. *Análise de Dados – Modelos de Regressão com Excel, Stata e SPSS*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

FAO – FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION OF THE UNITED NATIONS. *The State of Food and Agriculture 2021*. Disponível em: www.fao.org. e publications@fao.org. Acesso em: 05 de agosto de 2023.

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F.; HIRATUKA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período de 2000-2013. Enfoque Reflexão Contábil, 35 (2), pp. 35-52, 2016.

GIAMBIAGI, F.; LEAL, G. B. B.; MOREIRA, M. M.; FAVERET, FILHO, P. S. C. O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES. Brasil pós-crise: agenda para a próxima década. p. 267 - 287. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

HAIR JR., J. F.; MONEY, A. H.; SAMUEL, P. *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. São Paulo: Bookman, 2005.

HAIR JR., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.- *Multivariate Data Analysis. 8.Edition, Hampshire: Cengage, 2019.*

HAIR JR., J. F.; PAGE, M.; BRUNSVELD, N. *Essentials of Business Research Methods. 4. edition, Routledge, 2020.*

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança Corporativa, 3. ed., São Paulo, 1999.*

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa, 5. ed., São Paulo, 2015.*

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E KPMG. *Governança no Agronegócio: Percepções, Estruturas e Aspectos ESG nos Empreendimentos Rurais Brasileiros/Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – São Paulo: IBGC, 2021.*

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, 2019. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94542.pdf>. Acesso em: 22 de agosto de 2022.

JENSEN, M.; MECKLING, W. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v.3, n. 4, p. 305-360, 1976.*

KHANCHEL, I. *Corporate governance: Measurement and determinant analysis. Managerial Auditing Journal, 22(8), 740-760, 2007.*

LEITE, R. C. *Governança 2.0 – como tornar uma organização eficiente. São Paulo: Trevisan Editora, 2017.*

MAÇÃES, M. *Manual de gestão moderna: teoria e prática. 2.ed. Lisboa: Actual, 2018.*

MINSKY, H.P. *Can it happen again? Essays on stability and finance. New York, NY: M. E. Sharpe, Inc., 1982, p. 59-70.*

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American economic review, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.*

MOURA, F. F. D. M.; ALVES, M. D. S; LUNA, R. G. *Endividamento: Uma discussão sobre o comportamento das empresas listadas no segmento de governança corporativa da BM&F Bovespa. In: Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia – SEGET, 10., 2013, Rio de Janeiro: AEDB, 2013.*

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 2 (13), 187-221, 1984.*

NAKAMURA, W. T. et al. *Determinantes da estrutura de capital no mercado brasileiro – Análise de regressão com painel de dados no período de 1999-2003. Revista Contabilidade & Finanças, n. 44, p. 72-85, 2007.*

PEREIRA, T.R.; MITERHOF, M.T. *O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro*

Nacional e a criação da TLP. *Economia e Sociedade*. Campinas, Unicamp, v.27, n.º 3 (64) p. 879 – 908, setembro – dezembro 2018.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. *A survey of corporate governance*. *Journal of Finance*, no. 52, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v. 12, n.º 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

TESOURO NACIONAL. Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e dos empréstimos ao BNDES. 3.º Bimestre de 2023. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2023. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/> Acesso em: 20 de julho de 2023.