

O PADRÃO DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS PRODUTIVOS E DOS GASTOS COM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS.

FERRARI, Vinícius Eduardo¹

RESUMO: O presente artigo defende a hipótese de que os lucros retidos constituem os principais fundos financeiros mobilizados pela indústria nacional para o financiamento dos investimentos produtivos e dos gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D). A corroboração desta hipótese envolveu a revisão dos principais estudos empíricos a respeito das fontes de financiamento disponíveis para as empresas brasileiras. O artigo conclui que durante a década passada a geração interna de recursos através da retenção de lucros ao lado das linhas creditícias oferecidas pelo BNDES financiou cerca de 70% dos investimentos produtivos conduzidos pelas corporações industriais domésticas. Ademais, os dados da PINTEC 2006-2008 revelaram que os lucros retidos custearam aproximadamente 88% dos gastos de P&D da indústria de transformação nacional. Deste modo, configurou-se no país um padrão de financiamento ao investimento industrial relativamente próximo ao padrão exibido pelas corporações industriais dos países desenvolvidos.

PALAVRAS-CHAVES: Investimentos Produtivos, Gastos com Pesquisas, Empresas Brasileiras

ABSTRACT: This paper defends the hypothesis that retained earnings are the main financial funds mobilized by the domestic industry to finance productive investments and spending on research and development (R & D). Corroboration of this hypothesis involved a review of the main empirical studies on the sources of funding available for Brazilian companies. The article concludes that over the past decade the internal generation of funds through retained earnings next lines lending offered by BNDES financed about 70% of productive investments driven by domestic industrial corporations. Furthermore, data from 2006-2008 revealed that PINTEC retained earnings costed approximately 88% of R & D expenditures of domestic processing industry. Thus, the country set up a pattern of financing industrial investment fairly close to the pattern displayed by industrial corporations of developed countries.

KEYWORDS: Productive Investments, Research Expenditures, Brazilian Companies

1. INTRODUÇÃO

Devemos iniciar este artigo mediante a definição do conceito de padrão de financiamento. Na nossa concepção, este conceito remete às contribuições teóricas do economista Hyman P. Minsk.

Em MINSKY (1986,p.187), o autor afirma que o “investimento é necessariamente um fenômeno financeiro”, uma vez que a decisão de comprar ativos de capital traz consigo forçosamente e simultaneamente, uma decisão sobre como financiar esta aquisição. Do ponto de vista da empresa, existiriam duas fontes centrais de financiamento: i) os recursos internos oriundos dos fluxos de lucros brutos, descontados os pagamentos de dividendos e impostos; ii) os recursos externos à firma, obtidos junto aos intermediários financeiros, ou obtidos pela emissão de ações, e/ou debêntures negociáveis nos mercados de capitais. Desse modo, o padrão de financiamento de uma empresa reflete o “mix entre fontes internas (rendimentos

¹ Doutorando do Curso de Economia Agrícola da UNICAMP e professor da Faculdade de Jaguariúna (FAJ). Mestre em Ciências Políticas pela UNICAMP. vinicius_e_ferrari@yahoo.com.br.

brutos retidos) e fontes externas (montantes de endividamento e capital dos sócios) utilizado” (MINSKY, 1986,p.185) no financiamento dos investimentos da empresa.

Convém neste momento questionar qual seria a ordem de importância para as empresas das fontes de financiamento apontadas no parágrafo anterior. KALECKI (1954) ressalta que a expansão das firmas tem como âncora principal os recursos próprios acumulados a partir da geração interna de lucros. Ademais, para o autor mencionado, os lucros retidos também regulam os limites de acesso e de risco junto aos mercados de crédito e de capitais:

[...] as decisões de investimento acham-se intimamente ligadas à acumulação interna de capital, isto é, à poupança bruta das firmas. Haverá uma tendência a empregar essa poupança em investimento, e, além disso, o investimento pode ser financiado por dinheiro vindo de fora, atraído (pela) acumulação do capital da empresa. A poupança bruta das firmas, portanto, expande os limites impostos aos planos de investimento pelas restrições do mercado de capitais e pelo fator do ‘risco crescente’”(KALECKI, 1954, p. 132).

O presente artigo compartilha as concepções expostas na citação acima. Deste modo, as hipóteses centrais deste trabalho apresentam clara inspiração kaleckiana. Defende-se que:

I-) Os lucros retidos constituem a principal fonte financeira mobilizada pela indústria nacional no financiamento dos investimentos produtivos e dos gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D.)

II) O padrão de financiamento dos investimentos industriais vigente no país apresenta diversos pontos de semelhança em relação ao padrão exibido pelas corporações industriais dos países desenvolvidos.

Procuraremos ao longo deste estudo apresentar diversos dados empíricos que aparentemente corroboram as duas hipóteses centrais listadas acima. Optamos, assim, por estruturar o artigo em 2 seções, que abarcarão os seguintes temas: a seção I analisará as principais fontes de financiamento que custearam os investimentos produtivos conduzidos pela indústria nacional durante a última década. Também resgataremos alguns dados da PINTEC 2006-2008 sobre origem dos recursos mobilizados no financiamento dos investimentos em P&D das empresas brasileiras; a seção II analisará um survey empreendido pela UNCTAD a respeito do padrão de financiamento das empresas situadas nos países capitalistas centrais.

2. SEÇÃO I – A IMPORTÂNCIA DOS LUCROS RETIDOS E DAS LINHAS DE CRÉDITO DO BNDES NO FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS PRODUTIVOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS.

Os principais estudos a respeito do padrão de financiamento das empresas brasileiras destacam a primazia dos lucros retidos no financiamento da expansão da

capacidade produtiva industrial. Um levantamento do BNDES conduzido por PUGA & NASCIMENTO (2008) obteve os seguintes resultados:

Tabela 1. Fontes de Recursos das Empresas Brasileiras. Indústria e Infra-Estrutura (em %)

Fonte de Financiamento	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Autofinanciamento	39	60	49	57	57	42	51
BNDES	16	22	16	19	21	21	26
Captações Externas	30	6	30	13	10	17	9
Debêntures	14	10	5	9	10	15	7
Ações	1	2	0	2	3	5	6

Fonte: Extraído de PUGA & NASCIMENTO (2008, p. 156). Os autores utilizaram como base os dados obtidos através das seguintes fontes: Anbid, BCB, Bovespa, Bloomberg, BNDES, CVM e Economática. O autofinanciamento foi calculado por resíduo, através da diferença entre o investimento e a captação de recursos de terceiros.

Conforme revela a tabela acima, PUGA & NASCIMENTO (2008) estimaram em mais de 50% a participação dos lucros retidos no financiamento de investimentos fixos de empresas industriais e de infra-estrutura entre os anos de 2001 a 2007. Entre os recursos de terceiros, os financiamentos do BNDES foram preponderantes. Em média, a instituição pública respondeu por cerca de 20% dos recursos utilizados pelas grandes corporações nacionais para financiar os investimentos. As demais fontes de financiamento registraram comportamentos bem mais instáveis. Em 2003 as captações externas atingiram 30% do total dos recursos investidos. No entanto, a participação média desta fonte no período 2001-2007 foi de 16%. Em seguida, destacam-se as debêntures (participação média de 10%) e a emissão de ações (participação média de 3%).

Por sua vez, ALMEIDA et al (2009) reuniram informações a respeito de 104 corporações industriais nacionais². Os autores estimaram o padrão de financiamento para a totalidade da amostra a partir da consolidação das informações financeiras e patrimoniais divulgadas no período 2004/2009 pelas empresas investigadas. ALMEIDA et al. (2009) utilizaram um indicador geral de investimentos denominado “variação do capital de longo prazo das empresas”³. Após a construção deste índice, ALMEIDA et al. (2009) calcularam para a totalidade da amostra a contribuição das distintas fontes de financiamento sobre a variação do capital de longo prazo ocorrida ente 2004 a 2009:

A presente pesquisa (...) estimou em 51% a contribuição de lucros retidos (autofinanciamento). A contribuição das fontes de dívidas

² Ao longo do período 2004-2009, o faturamento conjunto das 104 corporações presentes na amostra de ALMEIDA et al. (2009) representou, em média, um quarto do PIB brasileiro.

³ Este índice foi obtido “pela diferença dos saldos anuais do ativo total deduzido o passivo de curto prazo” (ALMEIDA et al., 2009, p.86). Em outros termos, a variação do capital de longo prazo consiste na variação dos saldos anuais do ativo total menos a variação dos saldos anuais do passivo circulante.

alcançou um percentual [...] de] 41%. E a fonte ações, seja pela obtenção de recursos em ofertas primária (recursos obtidos no mercado, 2,6%), seja pela captação privada (recursos dos sócios, 5%) totalizou 8% em números redondos (ALMEIDA et al, 2009, p.85).

Para reforçar estas conclusões, ALMEIDA et al. (2009) realizaram entrevistas com os diretores de 24 corporações industriais. Segundo as informações obtidas nestas entrevistas, nos últimos anos, o financiamento dos investimentos fixos teve como principal eixo a geração interna de recursos através dos lucros retidos e as linhas creditícias obtidas junto ao BNDES. As participações sobre os montantes investidos chegaram a 40% e 31% respectivamente, totalizando mais de 70% dos investimentos. As contribuições dos recursos captados no mercado bancário e de dívidas doméstico e no mercado internacional foram bem mais modestas, sendo ainda menor contribuição das emissões de ações. À luz destas informações, o autor estudado conclui que:

[...] o mercado de capitais, os empréstimos bancários internos e até as fontes de financiamento externas são tomados pelas grandes empresas brasileiras como "janelas de oportunidade". Fontes estruturadas de financiamento para projetos de investimento fixo seriam, sobretudo, o autofinanciamento e o BNDES, possivelmente acrescidas das fontes de financiamento externas por parte das empresas mais internacionalizadas (ALMEIDA et al, 2009, p.106).

[...] a atual estrutura de financiamento das grandes empresas brasileiras está muito mais próxima a um padrão com base no crédito e que pelo menos no caso dessas empresas é menor o constrangimento financeiro ao crescimento do passado, muito embora se mantenham graves lacunas no financiamento bancário privado de longo prazo e no desenvolvimento do mercado de capitais (ALMEIDA et al, 2009, p.104).

Os estudos apresentados até o momento se referem ao financiamento da expansão da capacidade produtiva industrial. Devemos neste momento direcionar as nossas atenções para os investimentos em pesquisa, desenvolvimento e inovação (doravante P&D&I) das empresas brasileiras. A respeito deste tema, convém destacar as contribuições pioneiras de CORDER (2004) no mapeamento dos principais incentivos e instrumentos de financiamento à ciência, tecnologia e inovação existentes no Brasil. A autora ressalta a contribuição praticamente nula do sistema bancário privado e do mercado de capitais doméstico no aporte de recursos para as atividades de P&D&I conduzidas pela indústria nacional. As principais conclusões presentes em CORDER (2004) apontam também para a insuficiência dos instrumentos e incentivos à inovação industrial criados pelo governo e para necessidade de fortalecimento das agências públicas de fomento através da criação de novos instrumentos de financiamento e/ou da intensificação dos mecanismos já existentes mediante uma maior cooperação entre o BNDES e a FINEP.

As conclusões gerais de CORDER (2004) descritas no parágrafo anterior nos permitem aventar a hipótese de que a exemplo do que ocorre com os investimentos fixos, o financiamento das atividades de P&D&I das empresas brasileiras tem como eixo principal os recursos internos obtidos por meio da retenção de lucros e as linhas de financiamento disponibilizadas por instituições financeiras públicas. Os dados da PINTEC/IBGE 2006-2008 reproduzidos na tabela abaixo parecem reforçar esta hipótese. Para uma amostra 100.612 empresas classificadas no grupo indústria de transformação a PINTEC apurou que 88% das atividades de P&D foram custeadas com recursos próprios; os recursos públicos financiaram 11% do P&D enquanto que o crédito bancário contribuiu com apenas 1%.

Tabela 2. Fontes de financiamento das atividades de Pesquisa e Desenvolvimento e das demais atividades vinculadas à inovação na indústria de transformação – Brasil período 2006-2008.

Setor de Atividade	Fontes de Financiamento %							
	Atividades de P & D				Demais atividades inovativas			
	Própria	De Terceiros			Própria	De Terceiros		
		Total	Privado	Público		Total	Privado	Público
Total Indústria de Transformação	88	12	1	11	75	25	6	19

Fonte: PINTEC/IBGE 2006-2008

3. SEÇÃO II: O PADRÃO DE FINANCIAMENTO DAS CORPORAÇÕES INDUSTRIAIS PERTENCENTES A OUTROS PAÍSES.

Um survey empreendido pela UNCTAD no período 2002-2006 com 32.000 empresas revelou a primazia dos lucros retidos no financiamento da expansão da capacidade produtiva industrial no Brasil e no restante do mundo. Os resultados deste survey estão sumarizados na tabela 3.

Convém neste momento ressaltar o padrão de financiamento das corporações industriais pertencentes aos países capitalistas centrais. No tocante as 2592 empresas classificadas no grupo dos países desenvolvidos, o survey da UNCTAD estimou em 59,3% a contribuição dos lucros retidos no financiamento dos investimentos fixos; a participação das dívidas contraídas junto a intermediários financeiros alcançou 20%, as fontes creditícias públicas foram consideradas insignificantes (participação de 0,6%), a emissão de ações contribuiu com 5%; a participação das demais fontes de financiamento atingiu 15%.

As tendências apresentadas nos parágrafos anteriores também se manifestam no padrão de financiamento dos investimentos em P&D&I das empresas originárias dos países desenvolvidos. Conforme revela a tabela abaixo, mesmo nos Estados Unidos – país que possui o mercado financeiro mais avançado do mundo – os lucros retidos financiaram cerca de 80% dos gastos em P&D&I enquanto que as

fontes creditícias públicas custearam entre 14% e 15% das pesquisas levadas a cabo pelas corporações industriais. Por sua vez, a contribuição do sistema financeiro privado no financiamento de tais atividades foi relativamente pequena.

Tabela 3. Fontes de financiamento ao investimento, por grupo de países selecionados. (%)

Firmas	Nº de empresas	Lucro Retido	Empréstimos Bancários	Fundo Público	Crédito Comercial	Ação	Família e amigos	Outro
TODOS OS PAÍSES								
Total	32.809	65,5	16,1	1,3	3,2	3,0	3,8	7,1
Pequenas	12.388	69,0	12,4	1,1	3,0	3,4	4,7	6,4
Médias	11.235	63,1	17,9	1,5	3,4	3,4	3,1	7,7
Grandes	936	59,7	22,9	2,5	3,4	2,9	1,5	7,1
BRASIL								
Total	1.351	56,3	14,3	8,5	8,7	4,3	1,2	6,7
Pequenas	226	58,0	10,8	5,7	13,0	3,5	2,2	6,7
Médias	736	58,6	14,8	6,4	8,2	3,8	1,4	6,9
Grandes	384	51,2	15	14,1	7,4	5,7	0,3	6,2
PAÍSES DESENVOLVIDOS								
Total	2.592	59,3	20	0,6	3	3,8	1,2	12
Pequenas	1.618	63,2	18,1	0,3	2,7	3,2	1,7	10,9
Médias	575	53,4	22,8	0,8	3	5	0,4	14,5
Grandes	399	50	25,5	1,5	3,4	5	0,5	14,2
ECONOMIAS DE MERCADOS EMERGENTES NA EUROPA								
Total	2.334	59,6	13,9	1,1	2,4	7,4	2,5	13,1
Pequenas	1.290	62,8	10,1	0,2	2,8	7,5	4,2	12,3
Médias	621	55,3	18,3	1,4	2,4	8,2	0,4	14
Grandes	423	57,8	18	3	1,4	6,5	0,1	13,2
AMÉRICA LATINA E CARIBE								
Total	7.845	60,6	20,2	1,5	6,8	1,2	2,7	7
Pequenas	2.622	62,2	18,6	1,1	6,4	0,8	3,2	7,8
Médias	3.265	58,9	21,2	1,1	7,6	1,6	2,8	6,9
Grandes	1.938	58,8	24,4	2,8	6,3	1,1	1,3	5,3

(Continuação)

Firmas	Nº de empresas	Lucro Retido	Empréstimos Bancários	Fundo Público	Crédito Comercial	Ação	Família e amigos	Outro
ÁFRICA								
Total	6.100	73,8	12,7	1,3	2,1	0,8	3,7	5,6
Pequenas	2.642	77,8	8,9	1,1	2,4	0,8	4,3	4,8
Médias	259	69,9	16,1	2	1,9	1	2,5	6,6
Grandes	1.372	63,4	24,3	2	2,3	1,1	0,8	6,1
LESTE, OESTE E SUDESTE ASIÁTICO								
Total	9.309	49,3	21	1,6	2,8	8,9	7,2	9,3
Pequenas	255	53,4	14,4	2,1	2,5	11,4	8,3	7,8
Médias	3.223	50,2	19,2	1,4	2,8	9,3	7,4	9,7
Grandes	3.928	46,4	25,9	2,8	3,1	8	5	8,8
ECONOMIAS EM TRANSIÇÃO NA EUROPA								
Total	3.008	72,5	14,5	1	2,3	1,9	3,2	4,6
Pequenas	1.448	77,0	10,4	0,4	1,7	2	5	3,5
Médias	915	69,8	16,5	1	2,5	2,3	2,5	5,4
Grandes	645	65,7	20,6	2,3	4,1	1,2	0,3	5,8
ECONOMIAS EM TRANSIÇÃO NA ÁSIA CENTRAL								
Total	1.621	81,4	10,1	1,9	1,3	0,2	2,9	2,2
Pequenas	713	84,6	7,7	1	0,4	0	4,5	1,8
Médias	577	79,6	11,1	2	2,3	0,4	2,5	2
Grandes	331	77,8	14	3,1	1,2	0,1	1	2,8

Fonte: UNCTAD (2008, p.119-120).

Os resultados empíricos apresentados nesta seção não deixam de ser surpreendentes. Em virtude do estágio avançado alcançado pelo sistema bancário privado e pelo mercado de capitais nos países desenvolvidos, era de se esperar que estas fontes de recursos atingissem uma participação maior no financiamento das inversões de capital e dos gastos em P&D&I empreendidos pelas corporações industriais.

Tabela 4. Fundos gastos em pesquisa e desenvolvimento industrial realizados nos Estados Unidos, por fonte de recursos.

	2008		2009	
	Milhões de Dólares	(%)	Milhões de Dólares	(%)
Todas as Indústrias				
Gasto total em P&D	\$290.680,00	100,0%	\$282.393,00	100,0%
Pago pela companhia	\$232.505,00	80,0%	\$224.920,00	79,7%
Governo Federal	\$36.360,00	12,5%	\$39.573,00	14,0%
Pago por terceiros	\$21.816,00	7,5%	\$17.900,00	6,3%
Indústria manufatureira				
Gasto doméstico total em P&D	\$203.755,00	100,0%	\$195.144,00	100,0%
Pago pela companhia	\$164.386,00	80,7%	\$158.225,00	81,1%
Governo Federal	\$31.102,00	15,3%	\$28.825,00	14,8%
Pago por terceiros	\$8.266,00	4,1%	\$8.094,00	4,2%

Fonte: National Science Foundation

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para uma amostra de 1351 empresas brasileiras, o estudo UNCTAD(2008) estimou o seguinte padrão de financiamento dos investimentos produtivos: uma média de autofinanciamento de 56,3%; 14,3% para o financiamento junto ao sistema bancário privado; 8,5% para os montantes de recursos obtidos junto às fontes creditícias públicas; 4,3% para os recursos mobilizados através da emissão de ações; a contribuição das demais fontes de financiamento existentes na economia brasileira foi de 16,6%. Contata-se através destas estatísticas que os recursos mobilizados através da retenção de lucros ao lado das linhas creditícias obtidas junto ao BNDES financiaram cerca de 70% dos investimentos produtivos conduzidos pelas corporações industriais brasileiras. Os principais estudos nacionais sobre o tema em tela⁴ obtiveram resultados muito próximos dos dados apresentados pelo documento UNCATD (2008).

No tocante ao custeio dos investimentos em P&D&I, os lucros retidos tiveram uma participação ainda mais relevante. A PINTEC/IBGE 2006 -2008 apurou que 88% das atividades de P&D&I foram custeadas com recursos próprios; os recursos públicos financiaram 11% das atividades de pesquisa enquanto que o crédito bancário contribuiu com apenas 1%.

As informações referentes às corporações industriais brasileiras apresentadas nos parágrafos anteriores foram comparadas com as estatísticas (presentes na seção II) disponibilizadas pela UNCATD (2008) e pela National Science

⁴ Estamos nos referindo a PUGA &NASCIMENTO (2008) e ALMEIDA et al. (2009).

Foundation a respeito dos fundos mobilizados pelas empresas dos países centrais no financiamento da expansão produtiva e dos investimentos em P&D. Estes esforços nos permitiram constatar que a composição do padrão de financiamento das empresas nacionais não se encontra tão distante do padrão exibido pelas corporações industriais dos países desenvolvidos. Deste modo, a conclusão central presente no documento UNCTAD (2008) pode ser estendida tanto para o cenário doméstico quanto para a realidade internacional:

[...] de uma perspectiva das firmas, o autofinanciamento através dos lucros retidos é a fonte mais importante e confiável de financiamento dos investimentos, com os empréstimos bancários exercendo um importante papel complementar (UNCTAD, 2008,p.122)⁵.

REFERENCIAS

- ALMEIDA, Júlio S. G., JACOB, Claudio, CINTRA, Marcos A. M. & PAULA, Juliana “**Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil**” In___: CARNEIRO, Ricardo M. org *Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Convênio BNDES/ FECAMP/ CECON – IE-UNICAMP/ IE - UFRJ, 2009. Disponível em: http://www.iececon.net/arquivos/pesquisa_41_2789671916.pdf
- CORDER, Solange M. **Financiamentos e Incentivo ao Sistema de Ciência, Tecnologia e Inovação no Brasil: Quadro Atual e Perspectivas**. Campinas: Unicamp – IE, 2004 (Tese de Doutorado)
- KALECKI, M. (1954) **Theory of economic dynamics. An essay on cyclical and long-run changes in capitalist economy**. London: George Allen & Unwin. Tradução brasileira Teoria da dinâmica econômica. São Paulo: Abril Cultural, Coleção “Os Pensadores”, 1978.
- MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.
- PUGA, N. & NASCIMENTO, M. **Como as empresas financiam investimentos em meio à crise financeira internacional**. BNDES – Visão do Desenvolvimento, nº 58, dezembro, 2008.
- UNCTAD. **Trade and development report 2008**. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2008b. Disponível em: www.unctad.org

⁵ [...] “from the perspective of firms, self-financing from retained earnings is the most important and most reliable source for financing investment, with bank loans playing an important complementary role” (UNCTAD, 2008,p.122).