

A atuação do BNDES no Brasil e do KFW na Alemanha: uma comparação

Luis Gustavo Joaquim de Faria¹

Resumo: Este artigo busca discutir o papel e a importância do BNDES para a economia brasileira através de um estudo comparativo entre este banco e o banco de desenvolvimento alemão KFW. Para isso, primeiramente buscaremos definir o conceito do que são bancos de desenvolvimento e, em um segundo momento, traçar paralelos entre os dois bancos no que se refere à sua forma de atuação, fontes de *funding* e setores que financiam. Buscaremos assim compreender melhor onde se encontra hoje o BNDES na função de um banco de desenvolvimento e sua relevância para o financiamento do investimento.

Palavras-chave: BNDES; KFW; sistema financeiro; banco de desenvolvimento.

Abstract: This paper seeks to discuss the role and importance of BNDES to the Brazilian economy through a comparative analysis between this bank and the German development bank KFW. In order to do so, first we will define the concept of development banks and then, draw parallels between both banks regarding their performance, forms of funding and sectors they finance. Hence, it will be possible to understand where BNDES stands regarding his role as a development bank.

Key words: BNDES; KFW; financial system; development bank.

Classificação JEL: G20, O16, O57.

Introdução

Atualmente, muito se discutem as razões pelas quais o Brasil se encontra neste momento de dificuldades econômicas em 2016. Para uma grande parte dos economistas, oposicionistas às políticas dos governos dos últimos anos, esta crise é fruto da “nova matriz” econômica, constituída de uma política fiscal expansionista, expansão do crédito e controle da taxa de câmbio. Também muito se ataca os programas sociais e o intervencionismo estatal na economia, com a atuação demasiada dos bancos públicos e, sobretudo, o “gigantismo” do BNDES.

Diante deste cenário, faz-se interessante e extremamente pertinente uma discussão mais aprofundada do papel do BNDES na economia brasileira e a sua importância para o desenvolvimento do país. Para tal, este trabalho propõe não apenas uma análise acerca do BNDES, mas também buscará traçar paralelos entre o BNDES e o KFW, o banco de desenvolvimento alemão.

Essa comparação é extremamente válida para conseguirmos ter um panorama de avaliação de onde se encontra o BNDES no que tange sua função como banco de desenvolvimento. Ao traçarmos paralelos com o KFW, buscaremos entender, além dos desafios e conquistas que o BNDES representa para a economia brasileira, a magnitude e importância que um banco de desenvolvimento pode vir a ter em uma economia, não só em desenvolvimento como a brasileira, mas também em uma economia avançada, como é o caso da Alemanha.

¹Economista formado pelas Faculdades de Campinas - FACAMP

Para realizarmos esta comparação, primeiramente discutiremos o conceito e importância de um banco de desenvolvimento. A partir daí, iremos traçar paralelos entre a dinâmica de financiamento dos dois países, Brasil e Alemanha. Tendo sido feita essa contextualização, que buscará apontar as semelhanças e diferenças entre as duas economias, no que tange o acesso ao crédito, passaremos a comparações mais pontuais entre os dois bancos, BNDES e KFW, no que diz respeito às suas fontes de financiamento e atuação.

1. Bancos de Desenvolvimento

Para realizarmos esta discussão, em um primeiro momento temos que, mesmo que brevemente, abordar o conceito e importância dos bancos de desenvolvimento de modo geral. A partir de então, poderemos estabelecer parâmetros para uma análise não só da importância, mas também da eficiência e funcionalidade, tanto do BNDES, quanto do KFW.

Os bancos de desenvolvimento podem, e devem ser vistos como uma forma dos governos conseguirem intervir e direcionar suas economias, quando necessário. Estas instituições financeiras têm, portanto, primordialmente o intuito do fomento do desenvolvimento econômico.

Os bancos de desenvolvimento podem tomar diferentes roupagens, com diferentes estruturas, diferentes formas de atuação, captação e distribuição de recursos, entre outras. Por este motivo, existem divergências quanto à definição exata do que seria um banco de desenvolvimento. Nos parece bastante satisfatória, todavia, a definição feita por Martini (2014) na qual:

[...] bancos de desenvolvimento são instituições financeiras que são controladas por governos e que se dispõe de um mandato de atuação em segmentos específicos de mercado que geram resultados socioeconômicos relevantes, ou de um mandato amplo para prover financiamento ao desenvolvimento socioeconômico de determinada região. (MARTINI, 2014, p.294)

Desta definição podemos extrair a diferença fundamental dos bancos de desenvolvimento e das demais instituições financeiras atuantes nos sistemas financeiros mundiais. Os bancos de desenvolvimento não apresentam os mesmos objetivos que as demais instituições financeiras, em outras palavras, eles não têm como objetivo lucrar com suas operações, mas sim promover o desenvolvimento socioeconômico de determinada região.

Os bancos de desenvolvimento começaram a surgir na década de 40, após a Segunda Grande Guerra, com o objetivo de financiar a reconstrução dos países devastados pelos conflitos. A partir

de então, estes bancos tiveram importante papel para o desenvolvimento econômico de inúmeros países, desenvolvidos e em desenvolvimento.

Estas instituições apresentam como principais objetivos, segundo Martini, de atuarem em segmentos de crédito pouco desenvolvidos pelo setor privado e de priorizar projetos econômicos que causam externalidades socioeconômicas positivas, relativizando o risco operacional.

Além disso, os bancos de desenvolvimento servem como importante instrumento anticíclico para economia em tempos de crise. Por não ter como objetivo principal o lucro, os bancos de desenvolvimento podem atuar de maneira contrária as demais instituições financeiras em tempos de crise. Em 2008, por exemplo, os bancos de desenvolvimento trabalharam com o intuito de minimizar os impactos da crise, provendo maior liquidez para a dinâmica econômica.

Por fim, devemos destacar também outra função essencial dos bancos de desenvolvimento, muitas vezes negligenciada: o financiamento à inovação. Independentemente de qualquer contexto econômico, o papel do Estado e, na maioria dos casos, dos bancos de desenvolvimento é fundamental para o fomento de pesquisa e desenvolvimento de inovações radicais.

A inovação que tratamos aqui como inovação radical não é uma simples diferenciação de produto ou transformações operacionais no âmbito da empresa micro. Inovação radical, no sentido aqui abordado, se apoia em uma lógica de inovação schumpeteriana na qual, a inovação traz uma ruptura da dinâmica econômica até então vigente. Inovação, portanto, é aquela que imprime algo novo que será absorvido por toda a economia, responsável por suplantando os moldes econômicos até então vigentes, fomentando o desenvolvimento econômico através da “destruição criativa”².

Neste sentido, portanto, temos que considerar que a inovação, por definição, é incerta. É impossível qualquer previsão a respeito de quando será concretizado o desenvolvimento de uma inovação tida como radical e, nem mesmo, quais serão seus moldes. No jogo da inovação, é essencial que o financiamento seja “paciente” e consiga aceitar o fato de que a inovação tem um alto grau de incerteza e demora bastante. (MAZZUCATO, 2014)

Sendo assim, investimentos em inovação tendem a ser evitados por agentes privados, que não querem se comprometer com a incerteza e os riscos que este investimento envolve; portanto, cabe aos Estados o papel de financiarem a inovação em seus países. O Estado pode ser o financiador de inovações de várias maneiras³ e uma das mais comuns e bem sucedidas é por meio dos bancos de desenvolvimento.

²Joseph Schumpeter (1945) definia destruição criativa como um processo de inovação que conseguiria transformar o status quo, modificando processos e produtos na economia e eliminando gradualmente as tecnologias até então vigentes.

³Para uma análise mais aprofundada de como o Estado pode agir em prol do desenvolvimento de inovações, indica-se a leitura de “O Estado Empreendedor” (2014), de Mariana Mazzucato.

2. Contextualização: BNDES e KFW

A partir de agora, buscaremos fazer um esforço de analisar a atuação do BNDES e do KFW para assim podermos traçar comparações entre eles. Fazendo isso, tentaremos analisar as similaridades e diferenças entre os dois, buscando perceber, principalmente, o êxito e os desafios destes bancos em atuarem como um banco de desenvolvimento nos moldes discutidos anteriormente.

Primeiramente, devemos discutir a importância do crédito e da escolha de atuação das instituições privadas na economia atual. Estes dois pontos são as bases para compreendermos a relevância deste trabalho e aprofundarmos a importância de bancos de desenvolvimento como o BNDES e o KFW.

O acesso às linhas de crédito de financiamento, em especial o crédito de longo prazo, permite que as empresas façam investimentos mais volumosos e ampliem suas operações produtivas com maior facilidade. Essa característica é justamente o motor que propulsiona o desenvolvimento das economias capitalistas atualmente, dinamizando a produção econômica.

Esta necessidade das empresas de angariar recursos para realizar seus investimentos, sejam eles iniciais ou de expansão, fora destacada por Keynes em suas obras. Segundo o autor, os empresários necessitam de uma certa quantidade de recursos para manter sua liquidez nas operações futuras e, para isso, voltam-se aos bancos em busca de financiamentos de curto prazo, denominados de “*finance*” pelo autor.

A condição de provedores de crédito é adquirida pelos bancos justamente pelo fato de que estes têm a capacidade de criar moeda e, portanto, criarem linhas de crédito. Sendo assim, os bancos se tornam os credores das empresas que desejam buscar recursos para investimentos. Em troca, os bancos cobram uma taxa (de juros) sobre o empréstimo, referente aos riscos com os quais os bancos estão se comprometendo ao emprestar o dinheiro.

Entretanto, as necessidades de financiamento não se restringem ao curto prazo, ou ao “*finance*”, mas também existem, muitas vezes, empreendimentos os quais o tempo de maturação é bastante alto e, por isso, necessita-se também de um financiamento de longo prazo, denominado por Keynes de “*funding*”.

Estas concessões de crédito, segundo Keynes, não ocorrem devido a um desejo dos poupadores em emprestar como dizem os neoclássicos, mas sim devido à preferência pela liquidez dos próprios bancos. A preferência pela liquidez seria a escolha dos agentes da economia, neste caso os bancos, entre os diversos ativos existentes na economia.

Ao levarmos em conta a preferência pela liquidez, temos que entender que a liquidez em questão é a facilidade com a qual o agente consegue “se livrar”, vender e comprar determinado

ativo. Nesta lógica, a moeda é o ativo de maior liquidez por excelência, por ter a qualidade única de representante geral da riqueza, que permite ao seu portador ter acesso a qualquer outra mercadoria da economia.

Sendo assim, de acordo com a própria preferência pela liquidez dos bancos, estes optam por emprestar ou não dinheiro para as empresas. Para tomarem esta decisão, os bancos levam em conta as incertezas que regem o sistema capitalista e, estipulam como dissemos, uma taxa de juros sobre estes empréstimos. Esta taxa de juros, de acordo com Keynes, é estipulada de acordo com fatores monetários, é o preço que se cobra por abrir mão da liquidez da moeda.

Entretanto, existem economias que não se encontram tão dependentes da concessão de crédito dos bancos. Estas economias são consideradas *market-based*, onde as empresas buscam recursos, primordialmente, no mercado de capitais, através da emissão de ações. Nesta dinâmica, a importância dos bancos é minimizada e a lógica do acesso ao crédito fica muito mais dependente de interesses específicos e de uma política de *shareholder value*, como é o caso da economia norte-americana.

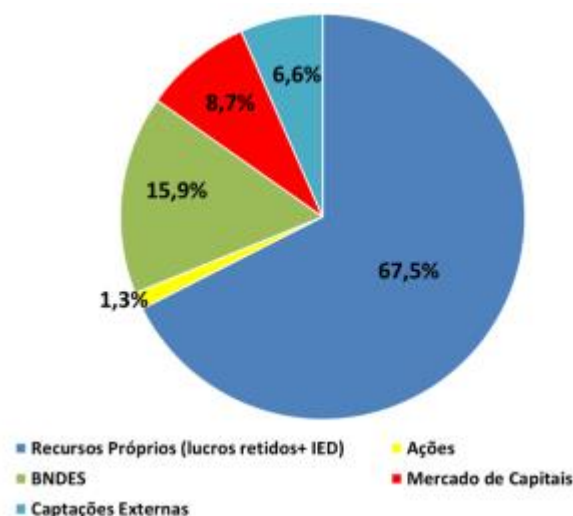
No que diz respeito a concessão de crédito nos dois países que buscamos estudar, Alemanha e Brasil apresentam algumas características semelhantes, mas também marcantes diferenças. Ambos os países têm seus sistemas financeiros baseados na atuação dos bancos, ou seja, um sistema *bank-based*, entretanto o acesso ao crédito nos dois países toma contornos totalmente distintos.

O Brasil enfrenta diversas e conhecidas dificuldades no que diz respeito ao financiamento de longo prazo (FREITAS, 2010). Dentre estas dificuldades existentes no país, devemos destacar a característica das famílias brasileiras em não pouparem recursos, o não desenvolvimento do mercado de capitais e, acima de tudo, as altas taxas de juros exercidas, historicamente, pelos títulos públicos brasileiros.

No país, entre 2011 e 2014, 67,5%, dos investimentos realizados ocorreram através de recursos próprios das empresas, como podemos ver no Gráfico 1, o que limita de maneira significativa o desenvolvimento das empresas e da economia com o tempo, já que para realizar um investimento, deve-se esperar acumular a quantidade de recursos necessários entre poupança própria e dividendos acumulados.

Além disso, a dependência de recursos próprios para a realização de investimentos tem o agravante de que a poupança do setor privado no Brasil é consideravelmente baixa, cerca de 18,67% em média, entre 2000 e 2013 (CEMEC, 2015) e, segundo estudo realizado pelo CEMEC, esta poupança vem diminuindo ainda mais nos últimos cinco anos. Isso significa que a forma mais comum e utilizada para financiar os investimentos no país é consideravelmente escassa e de curtíssimo prazo, como afirma Freitas (2011).

Gráfico 1 – Financiamento dos investimentos empresariais (2011-2014)



Fonte: CEMEC (2015)

Outro fator importante que pode ser percebido no gráfico é a pouca contribuição que o mercado de capitais tem para a captação de recurso das empresas. Isso evidencia o baixo desenvolvimento do mercado de capitais no país. Esse baixo desenvolvimento pode ser atribuído, em grande medida pela falta de liquidez do mercado acionário e pela concorrência dos títulos privados com os títulos públicos.

Quando nos referimos à falta de liquidez dos títulos privados, estamos dizendo que o mercado secundário de títulos privados é bastante reduzido e que os possíveis compradores destes títulos no mercado primário deverão carregá-los até o seu vencimento. Também temos que ressaltar que, justamente devido a esta falta de liquidez dos títulos privados, as empresas enfrentam grandes dificuldades em emitir títulos com prazos de vencimento longos. “Além de pouco expressiva, a captação de recursos no mercado primário de títulos privados de renda fixa é realizada por meio da emissão de títulos de curto e médio prazos, indexados a juros de curtíssimo prazo”. (FREITAS, 2011, p.15)

Ademais, o principal obstáculo do financiamento a longo prazo no Brasil é a taxa de juros dos títulos públicos. Nas últimas décadas, o Brasil tem se caracterizado por manter a taxa de juros básica dos títulos públicos (taxa SELIC) em alta. Este fator acaba por prejudicar drasticamente as condições do financiamento de longo prazo no Brasil e a prejudicar o desenvolvimento econômico brasileiro como um todo.

Como vimos, os agentes econômicos, incluindo os bancos e instituições financeiras privados, têm uma preferência pela liquidez. O título público se porta no mercado como uma quase-

moeda, sendo um título extremamente líquido já que é balizado justamente na condição de pagamento do próprio Estado. Sendo assim, no que diz respeito a realizar escolha entre ativos, os títulos públicos são os ativos mais líquidos do mercado.

Para conseguir rivalizar com os títulos públicos, os títulos privados e, de modo geral, qualquer investimento, devem oferecer um grau de remuneração esperada (taxa de juros) maior que a do título público, para atrair os investidores, já que os títulos privados e outros investimentos não apresentam o mesmo grau de liquidez e “carregam” maior incerteza.

Dessa forma, se a taxa SELIC é elevada faz com que o preço cobrado pelos bancos para a concessão de crédito a longo prazo aumente, já que este tipo de empréstimo engloba incertezas que não estão presentes no título público, então devem ter taxas de remuneração mais elevadas, para se tornarem atrativos. Todavia, diante disso, o aumento da taxa de juros dos empréstimos bancários, dificulta a tomada de empréstimos das empresas.

Assim como no Brasil, o mercado de capitais alemão não é tão relevante como instrumento de captação de recursos para as empresas, por isso, as empresas alemãs se apoiam também no crédito bancário (FESSUD, 2015). Entretanto, diferente do que ocorre no Brasil, onde as linhas de crédito são muito restritas, as empresas alemãs nutrem uma relação muito próxima e singular com o sistema bancário.

Desde o início da industrialização alemã, ainda no século XIX, os bancos tiveram um papel extremamente importante no fomento da indústria nacional. A Alemanha se industrializara tempos depois da Inglaterra, berço da revolução industrial, e por isso, não podia contar com a transação sutil e gradual de uma economia mercantilista para uma capitalista.

Neste cenário, foram criados os primeiros grandes bancos alemães, que operavam justamente com o intuito de fornecer as linhas de crédito de longo prazo para a nascente indústria alemã. Os bancos alemães já surgiram, diferente do que ocorre em outros sistemas financeiros, como bancos universais, ou seja, como bancos que podiam atuar em nos diferentes mercados financeiros, podendo fazer aplicações ou captação de recursos através da poupança das famílias, ou através do mercado de capitais, por exemplo. Em outras palavras, os bancos alemães já tinham a possibilidade de atuar de diferentes formas ao mesmo tempo, como bancos de investimento, bancos comerciais, fundos de investimento, o que facilita a atuação dos bancos que podem operar livremente entre um mercado e outro e realizar arbitragem.⁴

Os bancos na Alemanha, já nesta época, atuavam de forma muito próxima das empresas, muitas vezes injetando capital de seu próprio balanço nas indústrias. Também era comum que os

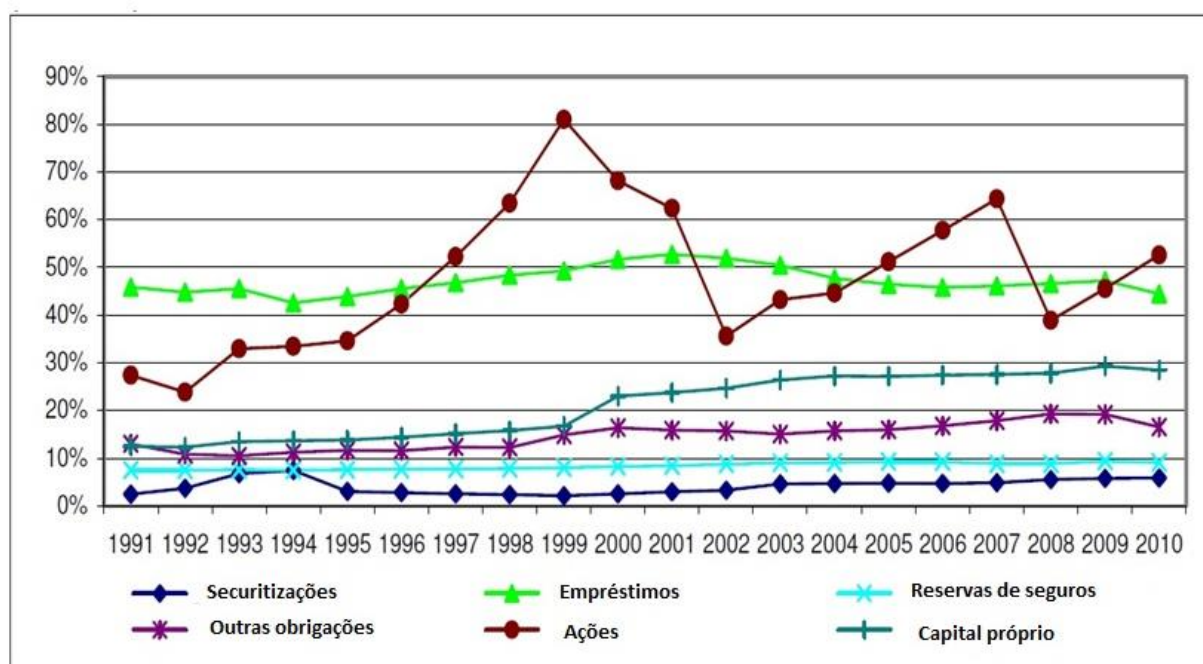
⁴Realizar arbitragem é conseguir se beneficiar de diferentes taxas e regulações exercidas em diferentes mercados. Por exemplo, captar recursos da poupança das famílias à taxas de juros baixas e, com estes recursos, conceder empréstimos a empresas com uma taxa de juros diferente.

bancos se aproveitassem de empresas com situações financeiras mais fragilizadas para comprarem um maior número de ações e angariarem cadeiras nos conselhos decisórios da empresa, a fim de ganharem maior influência. (FESSUD, 2013)

Essa dinâmica se perpetuou através dos anos, mesmo após a crise de 1929 e o advento da guerra, quando muitos bancos vieram à falência. Por este motivo, o sistema financeiro alemão é caracterizado pela existência do que podemos chamar de “*Hausebank*”, denominação dada a bancos que exercem uma relação extremamente próxima a empresas, sendo seu principal, e muitas vezes único, financiador e, no caso alemão, em muitos casos, também exercem poder de decisão no conselho administrativo.

Esta relação de bancos privados e empresas é o principal responsável por fomentar o financiamento necessário as grandes empresas alemãs. Estas empresas utilizam com maior frequência os empréstimos tomados no sistema bancário e, em segundo lugar, utilizam-se do mercado acionário como forma de capitalização, como mostra o Gráfico 2.

Gráfico 2 – Passivo e patrimônio líquido em circulação de corporações não financeiras na Alemanha, 1991-2010 (% PIB)



Fonte: FESSUD (2015)

Podemos perceber que a relação das grandes empresas e dos grandes bancos privados alemães continue bastante estável, no que tange o financiamento, representando algo em torno de 45% do PIB, em média, como podemos perceber no Gráfico 2. Todavia, existe, a partir da segunda metade da década de 90, com a onda de liberalização dos mercados em escala mundial, um aumento

considerável, ainda que inconstante, da capitalização das empresas alemãs, em especial as grandes, por meio do mercado de capitais.

No Brasil, fora criado em 1952 o Banco Nacional de Desenvolvimento, o BNDE, que mais tarde viria a se tornar o BNDES. Esta instituição foi criada como uma autarquia federal com o objetivo de ser o responsável pela criação de políticas que visassem o desenvolvimento econômico nacional.

Em um primeiro momento, o Banco tinha como exclusiva finalidade o financiamento de projetos de infraestrutura, sobretudo projetos envolvendo transporte e energia, que não atraíam o capital e o empresariado nacional, em grande parte por se caracterizarem como investimentos de grandes custos e longo período de maturação. Entretanto, logo em seus primeiros anos, a área de atuação do Banco já começou a se expandir e, já na década de 1960, o banco começou a financiar também o setor de indústria de base e de desenvolvimento tecnológico.

Durante a década de 50, principalmente em razão do plano de metas de Juscelino Kubitschek, o BNDE ganhou maior relevância no crescimento econômico brasileiro, financiando grande parte dos projetos idealizados pelo plano, principalmente nos setores de energia e transportes. (BNDES, 2012)

Já na década de 1960, o BNDE passou por uma fase de transição e, redirecionou seus esforços de financiamento principalmente para a indústria de base e de bens de consumo, criando linhas de créditos para pequenas e médias empresas e para o desenvolvimento tecnológico (BERNARDINO *apud* PICANO, p.36). Já ao final desta década, o Banco já havia invertido sua tendência e os empréstimos para o setor privado superavam os empréstimos ao setor público.

Durante a década seguinte, que ficou conhecida como “a década do milagre econômico”, o BNDE sofreu grandes alterações, contribuindo em larga escala com o processo de substituição de importações, política marcante do II PND no Brasil. Neste período, o BNDE passou a focar-se em projetos, sobretudo privados, nas áreas de bens de capital e insumos básicos, como mineração, siderurgia, petroquímica, entre outros. (BNDES *apud* PICANO, 2013, p.37).

Também durante a década de 1970, o BNDE começou a ter como fonte de recursos as contribuições do PIS e do Pasep. Em 1978, o Banco, até então, BNDE, incorpora a função social aos seus objetivos, adicionando a eles a necessidade de contribuir com uma melhor distribuição de renda, suprir a carência nacional de infraestrutura e diminuir os desequilíbrios regionais. Dessa forma, incorporando o “S” em sua sigla e se transformando no atual BNDES.

Nos anos 80, por sua vez, a atuação do Banco voltou-se mais para o agronegócio, projetos de infraestrutura urbana e a integração competitiva. Ademais, neste período o BNDES iniciou um processo de privatização de diversas empresas que ele antes detinha controle, através de leilões realizados na Bolsa de Valores.

Quanto aos esforços do banco com relação à integração competitiva, o BNDES buscou consolidar uma política industrial pautada no crescimento do mercado interno e o aumento da competição de empresas nacionais no cenário externo. Em outras palavras, um plano de industrialização que respeitasse as leis de mercado, a competitividade e estimulasse a concorrência. (BNDES, 1994)

Na década seguinte, o Banco se expandiu de diversas maneiras. Foi criado, em 1990, o FAT (Fundo de Apoio ao Trabalhador), que tem no mínimo 40% de seus recursos direcionados para o BNDES. Por outro lado, o governo delegou ao Banco a responsabilidade de comandar a privatização de diversas empresas, em especial empresas relacionadas à petroquímica, siderurgia e comunicação.

O Banco também ampliou sua atuação, criando novas linhas de crédito focadas em auxiliar o crescimento do mercado de capitais e facilitar a tomada de crédito pelas pequenas e médias empresas. Surgiu também o microcrédito, que visavam contemplar projetos individuais e familiares de pequeno porte, muitas vezes de cunho regional e/ ou social, evidenciando a preocupação do BNDES com a melhoria da qualidade de vida, o progresso social e a descentralização regional do desenvolvimento do país.

Por fim, devemos ressaltar a atuação do Banco no financiamento a exportações. Durante a década de 90, o Banco ampliou em grande medida suas operações neste setor, passando a apoiar não só grandes projetos de exportação, mas também pequenas e médias empresas. Apenas nos anos 90, os desembolsos com este tipo de financiamento representou 25% do total de desembolsos do Banco no período. (BNDES *apud*. PICANO, p.44)

Por sua vez, o KFW surgiu na Alemanha em 1949, logo após o fim da Segunda Grande Guerra. A instituição surgiu após negociações entre os Aliados (Inglaterra e EUA) sobre como deveria ser reestruturada o sistema financeiro alemão. Para os americanos, deveria haver uma descentralização bancária no país, já para os ingleses o mais indicado seria que a reestruturação financeira ocorresse sob um comando central. Diante deste impasse, ficou acordado entre os dois países a criação de uma “instituição emprestadora” (*Loan Corporation*) responsável pela reconstrução da Alemanha, o KFW.

Em um primeiro momento, o KFW tentou angariar recursos no mercado de capitais alemão, através de títulos de longo prazo, o que se mostrou um grande fracasso. Sendo assim, com a dificuldade de conseguir recursos internamente, o KFW obteve seus recursos quase que exclusivamente de programas de reconstrução oferecidos pelos Aliados, sobretudo o Plano Marshall.

Na realidade, entre 1948 e 1953, o KFW atuou basicamente como um alocador de recursos provenientes do Plano Marshall. Neste primeiro momento, o seu principal foco foi financiar os

setores mais críticos da economia alemã, como o setor de energia e de habitação, severamente abalados pela guerra. Além disso, vale destacar que o banco atuava de duas formas: parte dos seus recursos eram repassados diretamente para as empresas que necessitavam do dinheiro e parte era repassada através dos “*Hausebanks*”.

A partir de 1954, todavia, o KFW se transformou significativamente e mudou o seu foco de atuação. Neste momento, o banco já havia conseguido cumprir de forma satisfatória o seu objetivo original de reconstrução imediata e emergencial da Alemanha. Mesmo já tendo realizado isso, o governo alemão decidiu pela manutenção do KFW, que passou a ter como objetivo sustentar o crescimento econômico alemão.

Com esta finalidade, o banco ampliou suas formas de captação, emitindo, e agora de forma bem sucedida, títulos de longo prazo no mercado de capitais alemão. Com uma maior autonomia, o banco traçou como objetivos a descentralização econômica e o financiamento as exportações. Sendo assim, o KFW criou diversas linhas de crédito, não só para empresas e projetos em regiões pouco desenvolvidas, como para bancos destas regiões, com o intuito de aquecer a economia local.

Além disso, o KFW percebeu que os bancos privados alemães não forneciam linhas de crédito de médio e longo prazos para exportações. Diante disso, o KFW criou linhas especiais de crédito de longo prazo para exportadores alemães, além de incentivarem os bancos privados a cederem empréstimos para exportação, garantidos pelo KFW e pelo governo alemão. Em um segundo momento, a partir de 1959, o governo alemão passou a também a financiar estrangeiros que importassem produtos alemães de empresas ligadas às linhas de crédito do KFW.

Na década de 60, o KFW ganhou contornos ainda maiores. Em 1961, o governo alemão tomou conta de 80% do capital do banco e, sob seu comando o patrimônio líquido passou de 1 milhão de marcos para 1 bilhão de marcos. Foi neste momento que o KFW passou a atuar internacionalmente em definitivo.

O banco passou a atuar não apenas no financiamento de exportações de empresas alemãs e seus compradores, mas também projetos de empresas em outros países e para os próprios países, em especial países em desenvolvimento. Com esta prática, o KFW não buscou apenas aumentar sua área de atuação financeira, mas também tinha como intuito garantir a entrada de insumos necessários para a produção das empresas alemãs.

Durante as décadas de 70 e 80, o KFW continuou a se diversificar. O banco começou a focar parte significativa de seus esforços de financiamentos as pequenas e médias empresas. Para tanto, o KFW passou a refinanciar estes tipos de empréstimos dos bancos privados, utilizando grandes prazos de amortização e baixas taxas de juros, incentivando a concessão de crédito dos bancos para essa categoria de clientes.

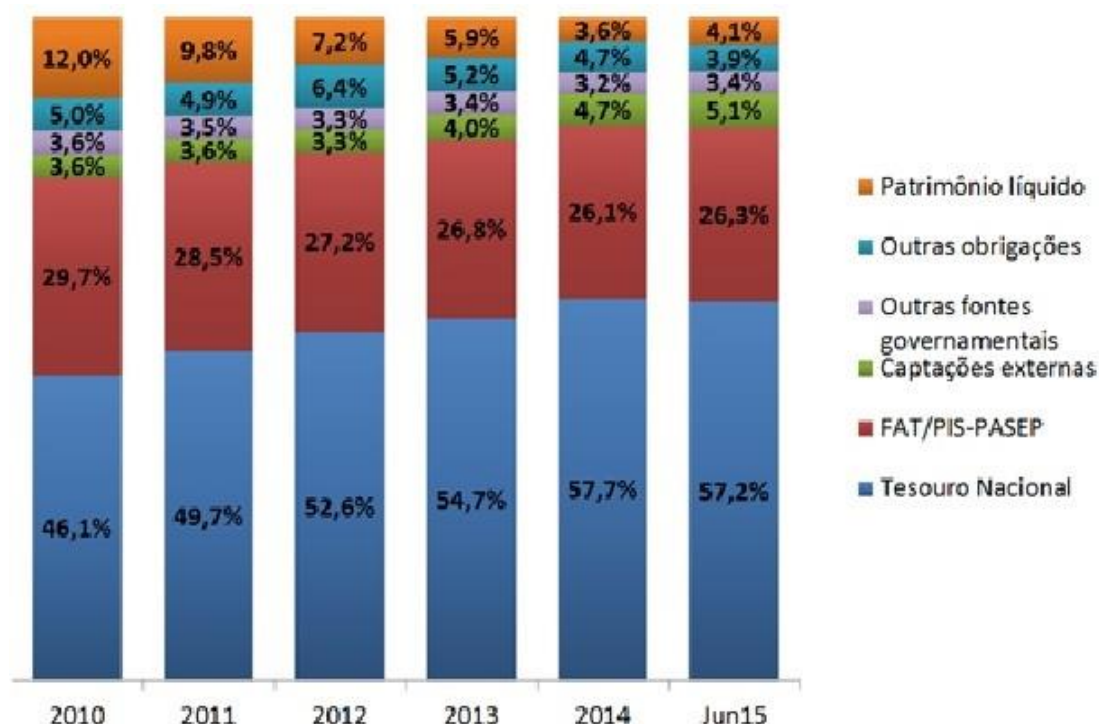
Ademais, o KFW buscou ampliar as suas fontes de captação de recursos neste período. Já na segunda metade de década de 80, o banco submeteu-se a uma classificação de *rating* por duas agências internacionais, que classificaram seus títulos como AAA, a melhor classificação possível. Somado a isso, ao final da década, o banco emitiu pela primeira vez títulos de captação em moedas estrangeiras, primeiro em euro e depois em dólar. Essas transformações fizeram com que os recursos do banco provenientes do mercado de capitais aumentassem DM 15 bilhões em duas décadas.

A partir da década de 90 o KFW já se encontrava fortemente consolidado. Após a unificação da Alemanha e o fim da guerra fria, o banco encabeçou diversos projetos de reconstrução da Europa Oriental. O banco criou diversas linhas de crédito para reconstrução na Rússia, principalmente no setor de habitação. Além disso, voltou sua atenção para a porção leste da Alemanha e, através principalmente do financiamento de pequenas e médias empresas e “*start ups*”, o banco busca minimizar as disparidades socioeconômicas entre as “duas Alemanhas”.

3. Fontes de Financiamento

O BNDES tem como maior parte de suas fontes de financiamento, recursos públicos, de contribuições como o FGTS, o PIS-PASEP, FAT/ BNDES e o Tesouro Nacional. Isso dá um maior poder para o Estado e para o BNDES de decidirem como e sob quais condições alocar estes recursos em forma de linhas de financiamento de crédito. “Por serem desvinculados de uma captação em mercado, os critérios de destinação, avaliação de risco e de fixação de taxas de juros não precisam ter correspondência direta com os parâmetros praticados pelo setor privado.” (FILHO, 2009, p.18)

Gráfico 3 – Fontes de financiamento do BNDES (2010-jun/15)



Fonte: BNDES

Entretanto, as fontes de financiamento do BNDES fazem com que o banco de desenvolvimento brasileiro se torne dependente do cenário econômico nacional. Por contar com mais de 75% de recursos ligados ao Estado, como vemos no Gráfico 3, tanto por meio do tesouro nacional, quanto pelas contribuições do FAT e do PIS-PASEP, suas fontes de captação dependem, primordialmente, de um lado das arrecadações do tesouro nacional e, por outro lado, do bom desempenho econômico e das contribuições sociais atreladas aos salários.

Essa característica dos recursos do BNDES faz com que suas fontes de financiamentos acompanhem a tendência da economia, o que pode ser extremamente desfavorável para um banco de desenvolvimento. Pelo fato de seguirem a tendência econômica, os recursos do BNDES tem caráter pró-cíclico, ou seja, se a economia está crescendo, existe abundância de recursos, caso contrário, os recursos se tornam mais escassos e/ou caros. Isso pode se mostrar um empecilho para o BNDES como um banco de desenvolvimento, que tem como uma das principais funções, por definição, atuar de forma anticíclica.

Todavia, se analisarmos de outro ponto de vista, podemos considerar que a utilização das fontes das contribuições sociais e do tesouro nacional pode ser entendida como uma espécie de proteção hedge para as fontes de recursos do BNDES. Um aumento da taxa SELIC significaria um

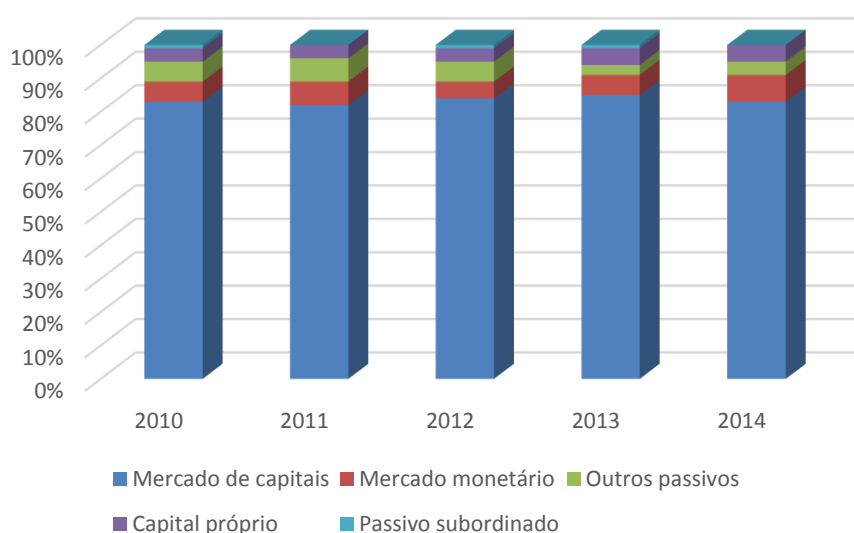
aumento da arrecadação do tesouro, logo, um aumento das arrecadações do BNDES por esta via, enquanto, em teoria, o mesmo aumento da taxa SELIC diminuiria o desempenho econômico e por isso, as contribuições sociais como fontes de recursos, e vice-versa. Funcionando como uma espécie de dois contrapesos que equilibram e torna estável a captação de recursos do banco.

Em contrapartida, o KFW apresenta uma estrutura de financiamento bastante diferente do BNDES. Podemos perceber pelo Gráfico 4, que mais de 80% dos recursos do KFW provém de fundos do mercado de capitais e em segundo grau de importância aparece os recursos provenientes do mercado monetário, para financiamentos de curto prazo. Isso dá ao KFW não só uma maior autonomia de gestão de seus recursos, mas também faz com que suas fontes de recursos sejam muito mais estáveis, já que, mesmo que também dependa, em certa medida, da situação econômica vigente, a liquidez e o alto grau de confiança dos títulos do KFW minimizam esta dependência.

Os recursos dos fundos do KFW são adquiridos de três diferentes maneiras: *Benchmark⁵Bonds*, títulos fora do programa de *Benchmarking* e *securities*.

Os *Benchmark Bonds* representam a forma de captação mais expressiva do KFW, com alto índice de liquidez e com papéis oferecidos com diferentes períodos de maturação (entre 3 e 10 anos) e taxas de juros bastante baixas (entre 0,050 e 1,625% a.a.). Esta forma de captação representou 57% da captação de recursos do KFW (KFW, 2014).

Gráfico 4 – Fonte de financiamento do KFW (2010-2014)⁶



Fonte: Elaboração própria com base em dados do KFW

⁵Benchmarking é um parâmetro de comparação utilizado para realização de precificação de títulos. A curva de benchmarking serve para colocar o título em comparação com os títulos mais seguros do mercado no qual esse título está sendo negociado, ou seja, compara o seu grau de risco com o grau de risco, em geral, do título público daquele mercado.

⁶Podem existir distorções nas proporções devido a arredondamentos.

Os títulos fora do programa de *Benchmarking* representam a segunda maior fonte de financiamento dos mercados de capitais do banco, representando 39% em 2014. Assim como os *Benchmark Bonds*, esses outros títulos também são emitidos com os mesmos períodos de maturação e com taxas de juros baixas (entre 0,5 e 2,5%). A diferença principal entre os dois, fora a característica de referência, é que os *Benchmark Bonds* são emitidos apenas em dólar ou euro, enquanto os demais títulos se expandem para uma outra grande gama de moedas, além destas. Já as *securities* emitidas pelo banco representam apenas 4% (KFW) das fontes dessa natureza e são emitidas mais por uma demanda de investidores institucionais do que propriamente como uma opção escolhida pelo KFW.

Uma característica muito importante para o êxito do modelo de financiamento do KFW é a credibilidade dos títulos emitidos pelo banco. Os títulos emitidos pelo banco levam o *rating* AAA, ou seja, são títulos com o maior grau de credibilidade possível no mercado. Essa confiança dos agentes do mercado para com os títulos do KFW, aliada com as baixas taxas de juros dos títulos públicos europeus, permitem que o banco se capitalize emitindo títulos com taxas de juros extremamente baixas, essencial para o financiamento de um banco de desenvolvimento.

4. Atuação: semelhanças e diferenças

No que diz respeito a forma de atuação dos dois bancos, ambos buscam operar em linhas gerais de maneiras bastante semelhantes. Tanto o KFW quanto o BNDES buscam suprir as deficiências de oferta de crédito deixadas pelas instituições privadas e não têm como intuito competir em mercados de crédito já existentes. Além disso, ambos os bancos possuem dois tipos de financiamento: linhas de financiamento diretas e indiretas.

As linhas de financiamento diretas são as concessões de crédito firmadas diretamente entre o banco de desenvolvimento e o tomador do crédito, já as linhas de financiamento indiretas dizem respeito àquelas concessões de crédito que são realizadas através de uma instituição financeira parceira, que atua como uma intermediária da operação creditícia.

No caso do BNDES, as operações de crédito realizadas de forma direta se restringem apenas a concessões de crédito com valores acima de R\$ 20 milhões de reais e ocorrem através da linha de BNDES Finem. As condições da concessão do crédito podem variar de acordo com o projeto que se pretende financiar, mas em linhas gerais pode-se dizer que são aplicadas taxas de juros bem abaixo do mercado, que não alcançam 7% a.a.⁷ bem abaixo das taxas abusivas praticadas no mercado privado

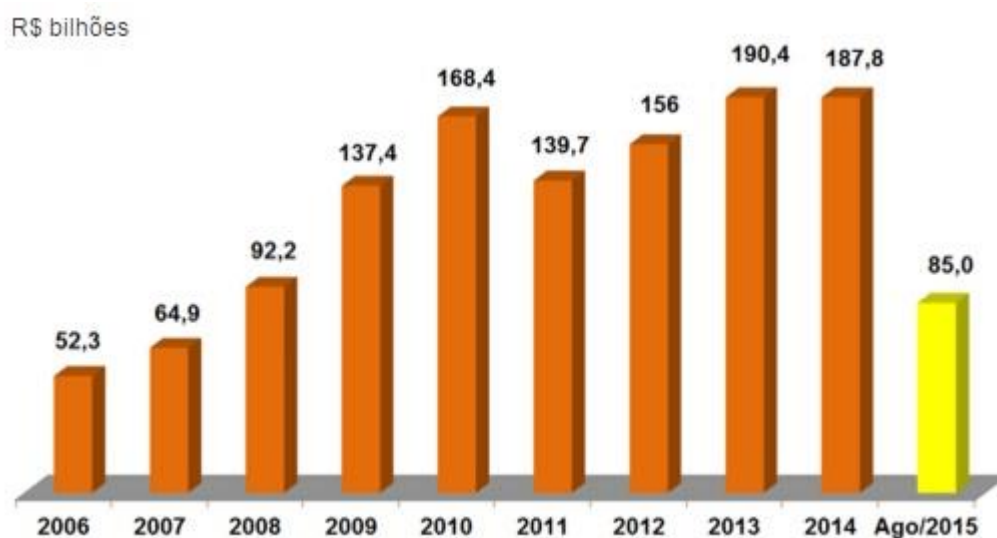
⁷Referente à TJLP de outubro a dezembro de 2015 (BNDES).

brasileiro. Além disso, em diversos casos, como as linhas de crédito de apoio à indústria e à agropecuária, não existe um prazo máximo de amortização, podendo ser negociado com as partes interessadas.

Já no caso das linhas de financiamento indiretas, elas ocorrem, como já dissemos anteriormente, através do intermédio de outra instituição financeira credenciada, como é o caso de bancos como o Banco do Brasil, Itaú, Bradesco, CitiBank entre outras instituições privadas e públicas que operam como distribuidores de crédito concedidos pelo BNDES. Esse tipo de financiamento tem como alvo empresas que buscam crédito de até R\$20 milhões de reais. Essas linhas de crédito têm suas características negociadas diretamente com a instituição credenciada que intermedia o crédito, devendo, todavia, seguir algumas delimitações específicas estipuladas pelo BNDES que garantem um maior prazo de amortização e taxas de juros abaixo do mercado.

Ademais, existem linhas de créditos específicas para a aquisição de máquinas e equipamentos em quantia unitária, como o BNDES Finame, o BNDES Finame Agrícola e o BNDES Finame Leasing. Vale ressaltar também que, além das diferenças já expostas, outro fator fundamental que distingue as linhas de crédito diretas e indiretas é que nas primeiras os riscos inerentes à operação são do BNDES, enquanto nas segundas, os riscos inerentes à operação são da instituição credenciada.

Gráfico 5 – Evolução dos desembolsos do BNDES (2006-ago/2015)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BNDES

O Gráfico 5 mostra a evolução dos desembolsos realizados pelo BNDES nos últimos nove anos. Diante deste gráfico, podemos perceber como a atuação do banco vem crescendo nos últimos

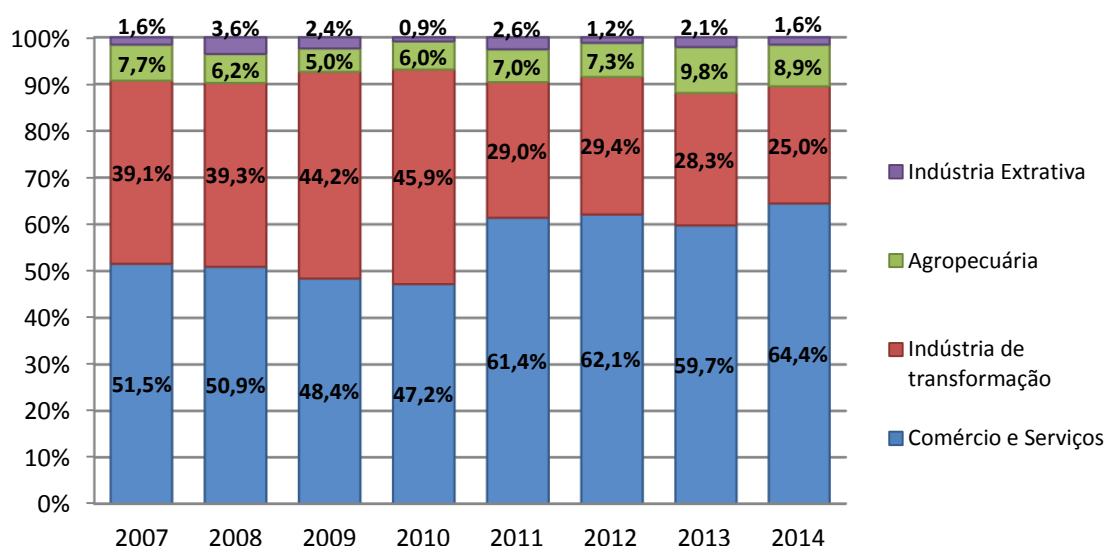
anos. Sobretudo, nota-se um aumento dos desembolsos do BNDES principalmente nos anos de 2009 e 2010, que foram os anos que sucederam a crise econômica mundial.

Isso ocorre, pois, neste período o BNDES atuou de forma anticíclica, buscando amenizar os impactos recessivos da crise. Isso se fez com um aumento considerável da concessão de crédito do banco. Segundo pesquisa realizada pelo próprio BNDES(2011), o banco tinha 16% de participação no mercado de crédito em 2008 e passou a ter 21,2% no final de 2010.

O BNDES tem como principal tipo de financiamento em sua carteira, o financiamento a indústria e a infraestrutura, como é evidenciado no Gráfico 6. No período logo após a crise de 2008, podemos perceber um aumento ainda maior da participação do BNDES neste setor.

Isso pode ser explicado por uma escolha do governo brasileiro da época, em conjunto com o BNDES, de superar os possíveis efeitos da crise através de uma política de financiamento aos “campeões nacionais”. Esta política tinha como intuito financiar grandes empresas brasileiras que tinham possibilidades de não apenas serem grandes internamente, mas tinham também potencial para se projetar competitivamente no cenário internacional.

Gráfico 6 – Desembolsos do BNDES (2007-2014)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BNDES

Por este motivo também podemos perceber que em 2009, 82,5% dos investimentos realizados pelo BNDES foram direcionados para grandes empresas(BNDES). Nos últimos anos,

esta política vem se modificando e atualmente o BNDES busca abarcar de maneira mais efetiva em seus financiamentos as pequenas e médias empresas, que em 2014 tiveram uma participação de 38,4% nos desembolsos do BNDES.

Ao que tange ao financiamento a inovação que, segundo já discutimos inicialmente, também pode vir a ser uma importante função dos bancos de desenvolvimento, já que estes podem arcar com as incertezas do processo de inovação, o BNDES atua de forma bastante tímida. Também como medida anticíclica, foi criado o BNDES PSI (*Program for the sustainability of investments*) que aumentou as transferências de crédito, do tesouro nacional para o BNDES.

Esse plano também acarretou em um aumento dos desembolsos do BNDES com inovação, que foram de 254 milhões em 2006 para 1,3 bi em 2007 (MAZZUCATO & PENNA, 2015). Essa quantidade de desembolso mais elevada continuou na casa dos 1 bilhão para os anos seguintes. Entretanto, comparado com os dispêndios totais do BNDES, essa quantia é bastante diminuta na carteira do banco.

Por sua vez, o KFW é um dos maiores grupos financeiros da Alemanha, com um balanço de 489 bilhões de euros (KFW). O banco apresenta diversas subsidiárias financeiras, que dispõe, por sua vez, de diferentes linhas de crédito para os mais diferentes setores da economia. Destas subsidiárias, vale destacar o *Mittelstandbank*, o *Privatkundenbank/KreditInstitute* as suas subsidiárias em âmbito internacional: DEG, KFW- IPEX e o banco de desenvolvimento internacional do KFW.

O *Mittelstandbank* é a subsidiária do KFW responsável por prover o financiamento de empresas de pequeno e médio porte, já o KFW *Privatkundenbank/KreditInstitute* é um banco de varejo, uma espécie de banco comercial, que atua diretamente com pessoas físicas, financiando, por exemplo, educação e aquisições imobiliárias. Por fim, existem, como dissemos, as subsidiárias do banco responsáveis pela concessão de crédito para o exterior: DEG, responsável por financiar projetos e iniciativas incipientes e/ou de pequeno e médio porte; KFW-IPEX, responsável por financiar projetos alemães e estrangeiros de grandes empresas que visam exportar; banco de desenvolvimento do KFW, financia iniciativas e projetos governamentais de países em desenvolvimento.

Entretanto, diferente do BNDES, o KFW não diferencia suas linhas de financiamento diretas e indiretas pelo montante que deve ser financiado, algumas linhas são negociadas diretamente com o banco e outras apresentam um intermediário, dependendo do tipo da operação. Todavia, estas linhas de crédito indiretas não relegam todo o risco operacional para a instituição financeira privada que a intermedia. O risco da operação é dividido entre a instituição e o KFW em diferentes proporções, ao depender do objeto de financiamento.

Ademais, as linhas de financiamento concedidas pelo KFW apresentam um período de amortização bastante extenso, chegando, em alguns casos a cinquenta anos, além de garantir taxas de juros abaixo do mercado e de estipular em diversos casos taxas de juros fixas ou um teto o qual podem chegar as taxas de juro do financiamento, independente de variações nas taxas de juros comerciais.

Tabela 1 – Evolução dos desembolsos do KFW (2008-2014)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
KFW group	67.8	63.9	81.4	70.4	73.4	72.5	74.1
Desembolsos Domésticos	44.1	49.3	64.4	50.9	50.6	51.6	47.6
Mittelstandsbank (empresas)	17.0	23.8	28.5	22.4	24.1	22.6	19.9
Kommunal- undPrivatkundenbank/Kreditinstitute (negócios)	29.5	25.5	35.8	28.5	29.3	28.9	27.7
Business sector Capital markets	1.9	1.5	2.1	1.1	0.8	0.7	1.2
<u>International business</u>	23.7	14.4	16.2	19.2	19.7	20.5	25.5
KfW IPEX-Bank	17.6	8.9	9.3	13.4	13.4	13.7	16.6
Banco de Desenvolvimento KFW	4.9	4.5	5.7	5.8	4.9	5.3	7.4
DEG	1.2	1.0	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5

Fonte: elaboração própria com base nos dados do KFW.

Na Tabela 1, podemos perceber a magnitude dos desembolsos realizados pelo KFW nos últimos anos. Diante disso, evidenciamos que a atuação do KFW como banco de desenvolvimento não está focada, como no caso do BNDES no Brasil, para as grandes empresas, pois estas, na Alemanha, já têm suas linhas de financiamento junto com os *hausbanks*.

Portanto, cabe ao KFW atuar em outros setores da economia que são negligenciados pelas instituições financeiras privadas ou que requerem um alto grau de investimento. Neste sentido, podemos perceber que o KFW realiza consideráveis desembolsos (através do *Mittelstandsbank*) com pequenas e médias empresas que encontram maiores dificuldades de se financiar a longo prazo através dos mecanismos privados, por representarem um alto risco de inadimplência e, muitas vezes, não terem garantias suficientes para a tomada dos empréstimos. Neste mesmo sentido, há uma grande participação do KFW no financiamento de negócios individuais (através do *Kommunal-undPrivatkundenbank*).

Somado a isso, o KFW também financia em larga escala a economia doméstica na Alemanha. Esse conceito de economia doméstica abrange desde o financiamento de crédito estudantil e o investimento de energias renováveis, até o investimento a infraestrutura nacional. Ademais, também é um grande escopo do banco o financiamento internacional de países em desenvolvimento: tanto o financiamento de empresas quanto de governos.

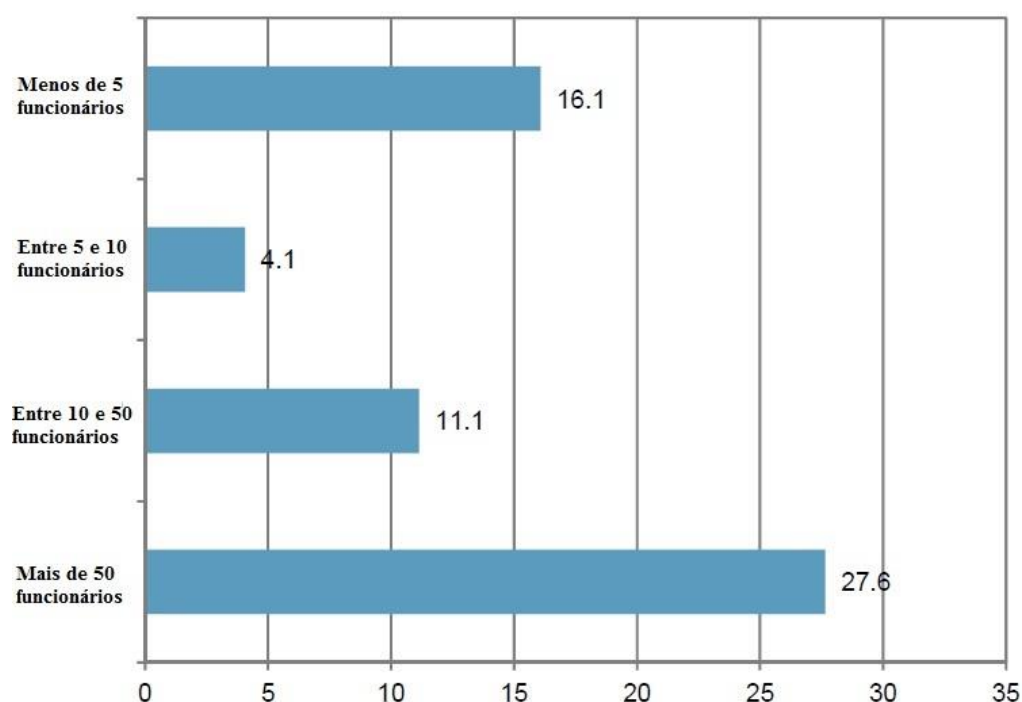
Podemos perceber pela tabela que houve um aumento de 27,3% nos desembolsos realizados pelo KFW entre 2009 e 2010. Isso é fruto do papel anticíclico que o banco exerceu para, assim como o BNDES, minimizar os efeitos da crise. Segundo Mazzucato e Penna (2014), o KFW fez parte do *SpecialProgramme* do governo alemão, que teve como intuito aumentar a oferta de capital e injetar liquidez na economia alemã.

Este programa teve como pilares o aumento dos desembolsos com pequenas e médias empresas (através do *Mittelstandbank*), com investimentos ligados a energias renováveis e infraestrutura. O programa desembolsou, entre 2009 e 2010, 52.5 bilhões de euros, sendo que o seu foco principal foi o financiamento de pequenas e médias empresas, que representou 40 bilhões de euros.

Essa política de financiamento a pequenas e médias empresas foi uma das soluções encontradas, principalmente pelos países europeus, de tentar reparar as falhas do sistema financeiro global que ocasionaram a crise de 2007/2008. Com essa estratégia de financiamento de pequenas e médias empresas defende-se que se conseguirá equiparar a produção da economia real e a criação de valor na economia do setor financeiro. (MAZZUCATO, 2013)

O KFW adota esta visão e coloca o financiamento das pequenas e médias empresas alemãs como uma das linhas de financiamento de maior destaque do banco. O banco defende que as empresas alemãs apresentam grande grau de competitividade e inovação, aspectos fundamentais não só para a recuperação econômica alemã, mas da união europeia como um todo. Como vemos no Gráfico 7, uma pesquisa realizada pelo KFW(2014) apontou que as pequenas empresas com até 5 funcionários investem 16 bilhões de euros em inovação, sendo o segundo grupo que mais investe no setor, ficando atrás apenas de empresas com mais de 50 funcionários.

Gráfico 7 – Investimento de empresas em inovação em 2012 por tamanho (em bilhões de euros)



Fonte: KFW SME Panel 2014

Entretanto, segundo o mesmo estudo, individualmente falando, cada empresa com menos de cinco funcionários que investem em inovação, investe apenas 22 mil euros em inovação, no ano de 2012. Essa quantia é extremamente baixa e deve se limitar apenas a inovações incrementais e de processo, não representando de forma alguma o tipo de inovação radical que um banco de desenvolvimento teria como função fomentar.

5. Conclusões

Bancos de desenvolvimento são instituições financeiras de extrema importância não só para países em desenvolvimento, mas para o desenvolvimento e crescimento econômico de qualquer país. Estes bancos são diferentes das demais instituições financeiras, pois, ao invés de visarem exclusivamente o lucro, visam também promover o desenvolvimento socioeconômico.

Os bancos de desenvolvimento podem atuar de forma a suprir as deficiências deixadas pelo setor privado em determinada economia, além de servir como um instrumento estatal eficiente para realização de políticas anticíclicas. Somado a isso, estes bancos podem prover as condições e a

paciência necessária para que sejam desenvolvidos processos de inovação necessários para o desenvolvimento econômico.

Diante desta delimitação do que seriam os bancos de desenvolvimento, buscamos analisar e traçar paralelos entre o brasileiro BNDES e o alemão KFW. Pudemos perceber, ao decorrer do artigo, que Alemanha e Brasil apresentam economias *bank-based*. Entretanto, na Alemanha, as grandes empresas conseguem se financiar através de uma relação muito próxima com os bancos privados.

Isso faz com que o KFW não seja um banco de desenvolvimento voltado ao fomento das grandes empresas, diferente do que ocorre com o BNDES, que tem a grande indústria e infraestrutura como o seu principal “cliente”, o que não diminui a importância do banco, e sim, evidencia as lacunas da economia brasileira. Por não precisar exercer esse tipo de papel, o KFW consegue diversificar suas linhas de financiamento para as mais diversas áreas, desde crédito estudantil a financiamento de programas governamentais estrangeiros, energias renováveis a microempresas. Esse amplo leque de linhas de financiamento faz do KFW um dos grupos financeiros mais importantes da Alemanha, com subsidiárias que sozinhas apresentam os mesmos volumes de desembolso do BNDES.

Outro fato que favorece o KFW são suas fontes de financiamento. O KFW consegue se financiar, majoritariamente, através do mercado de capitais, com a emissão de títulos com taxas de juros baixas. Enquanto isso, as fontes de financiamento do BNDES são provenientes de contribuições do orçamento público e do tesouro nacional, fazendo com que o BNDES tenha menos autonomia e controle sobre seus recursos. Vale ressaltar que, como vimos, é impossível que o BNDES consiga utilizar dos mesmos mecanismos de captação de recursos que o KFW, ao que pese as altas taxas de juros SELIC.

Todavia, no que tange o papel anticíclico, característico de bancos de desenvolvimento, os dois bancos mostram-se bastante atuantes. Pudemos perceber que diante da crise que abalou as economias globais, ambos os bancos ampliaram seus gastos e realizaram programas que visaram sustentar o desenvolvimento de suas economias.

Entretanto, no que diz respeito à inovação, os dois bancos também se mostram um pouco relapsos com o compromisso para com o processo inovador. O BNDES realiza desembolsos bastante acanhados, tendo em vista o total de desembolsos do banco, enquanto o KFW se limita ao financiamento de pequenas e médias empresas inovadoras e, mais corretamente, financia projetos de energia renovável.

Logo, podemos perceber que o papel do BNDES na economia brasileira, como ficou evidenciado neste trabalho, é essencial para preencher setores negligenciados pelo setor privado e que são essências para o desenvolvimento econômico brasileiro, como o financiamento de longo

prazo. Entretanto sua atuação ainda é bastante restrita, devido a uma série de especificidades da economia brasileira. Mesmo assim, o BNDES ainda sofre do ceticismo e críticas quanto à eficácia e importância para a economia brasileira.

Ao que vimos neste trabalho, um banco de desenvolvimento como o BNDES pode e deve ser visto como um instrumento essencial para o desenvolvimento econômico, principalmente em um país com uma economia com tantas carências como a economia brasileira.

Referências

BNDES. **Relatório de Efetividade 2007-2014**. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/efetividade/relatorio_efetividade_2007_2014.pdf>. Acesso em: 22 de set. 2015.

BNDES. **Revista do BNDES v.2**. Rio de Janeiro, dezembro 1994. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/5441>>. Acesso em: 07 set. 2016.

BNDES. **Revista do BNDES v.43**. Rio de Janeiro, junho 2015. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/5441>>. Acesso em: 22 de set. 2015.

BNDES. **O papel anticíclico do BNDES e sua contribuição para conter a demanda agregada**. Visão do desenvolvimento econômico. nº 96. julho, 2011. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/Visao_96.pdf> Acesso em: 17. Nov. 2015.

CASTRO, Livia B. **Regulação Financeira: Teoria, acordos de Basileia e a experiência recente do BNDES**. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/Lavinia_Barros_de_Castro.pdf>. Acesso em: 22 de set. 2015.

CEMEC. **Relatório Trimestral de Financiamento dos Investimentos do Brasil**. IBMEC. Abril, 2015. Disponível em: <<http://ibmec.org.br/ibmec/wp-content/uploads/2014/09/Relatorio-CEMEC-Trimestral-de-Financiamento-de-Investimentos-na-Economia-Brasileira-Abril-20151.pdf>>. Acesso em: 22 de set. 2015.

FESSUD. **The German Financial System**. Studies in Financial Systems. 2013. Disponível em: <http://www.fessud.eu/wp-content/uploads/PDF/German%20Financial%20System%20-%20Final%2015.05.2013.pdf> Acesso em: 07 de nov. 2015.

FILHO, Ernani T. T. **Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES**. In: Ensaios sobre a Economia Financeira. BNDES. Rio de Janeiro. 2009. Disponível em:

<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/1907/1/Ensaio%20sobre%20EconomiE%20Financeira_2009_P_A.pdf>. Acesso em: 22 de set. 2015.

FREITAS, Maria C P. **Desafios no Financiamento de Longo Prazo no Brasil**. FUNDAP. 2011. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/boletim_economia_4_desafios_financiamento.pdf>. Acesso em: 22 de set. 2015.

KEYNES, J.M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**, New York: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1964 [1936]. Disponível em: <<http://cas.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>>. Acesso em: 22 de set. 2015.

KFW. **Annual Report**. 2014. Disponível em: <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Finanzpublikationen/PDF-Dokumente-Berichte-etc/1_Gesch%C3%A4ftsberichte/Gesch%C3%A4ftsbericht_2014_E.pdf> Acesso em: 07 de nov. 2015.

MAZZUCATO, Mariana. **O Estado Empreendedor**, Portfolio Penguin, 2015.

MAZZUCATO, Mariana. **Financing Innovation: Creative destruction vs. Destructive creation**. Industrial and Corporate Change. pp.1-17. 2013.

MAZZUCATO, Mariana & PENNA, Caetano C.R. **Beyond market failures. The market creating and shaping roles of statement investment banks**. Working Paper Series. University of Sussex. 2014. Disponível em: <<https://www.sussex.ac.uk/webteam/gateway/file.php?name=2014-21-swps-mazzucato-and-penna.pdf&site=25>>. Acesso em: 17 de nov. 2015.

MARTINI, Ricardo A. **Financiamento do investimento e o papel dos bancos de desenvolvimento na perspectiva pós-keynesiana: uma resenha bibliográfica**. BNDES. Revista do BNDES 41, junho 2014. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev4107.pdf>. Acesso em: 07. nov. 2015.

PICANÇO, João P. **O BNDES e a luta pela superação da pobreza no Brasil – um desafio nacional**. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2013. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pepi/Dissertao_Joo_Picano_UFRJ_Prmio.pdf>. Acesso em: 09 de mar. 2016.

PEDERSON, Jay P. **International Directory of Company Histories**, Vol. 29. St. James Press, 1999.

ZIMMERMANN, Volker. **KFW SME Panel 2013: How German SMEs finance their innovations**. Focus on Economics. KFW Economic Research. N°53. 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/KAeqAE>>. Acesso em: 18. Nov. 2015.