

**FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO
FACULDADE FIA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO DE NEGÓCIOS**

ROSANA APARECIDA PAES MACHADO

**O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CAPTAÇÃO DE
FINANCIAMENTOS JUNTO AO BNDES PELAS EMPRESAS DA CADEIA
EXPANDIDA DO AGRONEGÓCIO**

São Paulo

2023

ROSANA APARECIDA PAES MACHADO

**O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CAPTAÇÃO DE
FINANCIAMENTOS JUNTO AO BNDES PELAS EMPRESAS DA CADEIA
EXPANDIDA DO AGRONEGÓCIO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Mestrado Profissional em Gestão de Negócios, mantida pela Fundação Instituto de Administração, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão de Negócios, sob a orientação do Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo.

São Paulo

2023

Ficha Catalográfica Elaborada pelo Bibliotecário Chefe
Kleber Zornoff Manrubia CRB-8 /7561

Machado, Rosana Aparecida Paes.

O impacto da governança corporativa na captação de financiamentos junto ao BNDES pelas empresas da cadeia expandida do agronegócio. / Rosana Aparecida Paes Machado. São Paulo, [s.n.]: 2023. 121 f.: il., tab.

Orientador: Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo.

Área de concentração: Gestão de negócios.

Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão de Negócios) – Faculdade FIA de Administração e Negócios, Programa de Pós-Graduação em Stricto Sensu, 2023.

1. Cadeia expandida do agronegócio. 2. Governança corporativa. 3. BNDES. 4. Financiamentos. 5. Agronegócio - Linhas de crédito - Brasil. 6. Funding de qualidade. I. Olivo, Rodolfo Leandro de Faria II. Mestrado Profissional. III. Faculdade FIA de Administração e Negócios. IV. Fundação Instituto de Administração.

Aos meus pais (*in memoriam*)

AGRADECIMENTOS

Ao meu Orientador Prof. Dr. Rodolfo Olivo, os ensinamentos, parceria, incentivo e grande empatia, principalmente na reta final do Mestrado, quando me deparei com um desafio que, em alguns momentos, pensei que não fosse administrar a tempo de alcançar a banca de defesa final e, como meu Professor, especialmente durante duas matérias ao longo da jornada, que foram de pura afinidade com a minha atividade profissional, à qual tanto me dedico e que aprecio. Além de Orientador e Professor, reconheço-o como um amigo na trajetória acadêmica que se inicia.

À Prof.^a Dr.^a Elza Veloso, também a empatia, que, nesse mesmo período, compreendeu os percalços em que me encontrava e me exigia descanso, quando eu deveria de fato estar produzindo a dissertação para a conclusão do curso.

Ao Prof. Dr. César Akira e Prof.^a Dr.^a Fabiana Lopes aceitarem compor a minha banca e as recomendações de grande valia para que esta dissertação fosse desenvolvida com êxito.

Ao Prof. Dr. Daniel Estima o incentivo e orientações preciosas, especialmente na primeira etapa do curso e à Prof.^a Dr.^a Sheila Serafim, a dedicação e suporte incansáveis e que se tornou, de fato, uma amiga no mundo acadêmico.

Aos profissionais que contribuíram com a entrevista de pesquisa, o tempo e atenção disponibilizadas.

Por fim, também às Prof.^{as} Dr.^{as} Ivete Rodrigues e Vanessa Pinsky os conteúdos compartilhados e apoio, e aos meus companheiros de grupo e estudos, especialmente o Sérgio, o Vasco e o Felipe, que sempre encararam comigo o objetivo de preparar e entregar os melhores trabalhos e seminários possíveis.

RESUMO

O agronegócio brasileiro desponta no cenário global como um dos principais produtores e exportadores de alimentos do mundo, sendo considerado atualmente o segmento mais pujante da economia do País. Entretanto, esse protagonismo carrega consigo grandes desafios em termos de competitividade, pois, para que o Brasil possa continuar sua trajetória de expansão, deverá participar ativamente como provedor para a demanda mundial por alimentos, cuja estimativa de incremento pela FAO – *Food and Agriculture Organization of the United Nations* para 2050, é de mais de 60% do patamar atual de consumo, estando entre esses desafios, a necessidade de recursos que possam financiar adequadamente os atores da cadeia expandida do agronegócio. Nessa perspectiva, o presente trabalho destina-se a compreender o impacto que a governança corporativa exerce sobre a captação do denominado *funding* de qualidade (condições atrativas em volumes financeiros, prazos e custos), especificamente das linhas de crédito subsidiadas pelo BNDES, para o segmento. Para tanto, na dissertação utilizou-se de uma amostra final de 31 empresas de capital aberto (partindo inicialmente de 145 empresas da cadeia expandida do agronegócio), listadas na B3 – Brasil, Bolsa e Balcão, das quais 74% possuem o mais alto grau de governança da instituição – o Novo Mercado e 26% fazem parte do Nível 2, Nível 1 ou NC – Não Classificadas (ou seja, não aderentes à governança da B3) e que, em algum momento de sua história, contraíram financiamentos do BNDES. As evidências e resultados alcançados, predominantemente pelas pesquisas quantitativas e mais especificamente pela regressão linear múltipla, complementadas pela pesquisa qualitativa, sugerem que a adoção de práticas de governança corporativa pode não ser decisiva para a captação do *funding* de qualidade no BNDES. Essa indicação apoia-se nas evidências obtidas também por meio da estatística descritiva, complementada por meio de entrevistas com gestores das empresas da amostra final, as quais apontam que 90,3% aderiram a algum grau de governança dos segmentos especiais de listagem da B3 e que, conseqüentemente, essa adoção propicia o acesso da cadeia expandida do agronegócio às linhas de crédito do BNDES destinadas ao segmento. Adicionalmente e ainda por meio da estatística descritiva, verificou-se 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.

Palavras-chave: cadeia expandida do agronegócio; governança corporativa; BNDES; financiamentos; agronegócio – linhas de crédito – Brasil; *funding* de qualidade.

ABSTRACT

Brazilian agribusiness stands out on the global stage as one of the main food producers and exporters in the world and is currently considered the most powerful segment of the country's economy. However, this protagonism carries with it major challenges in terms of competitiveness, as, in order for Brazil to continue its expansion trajectory, it must actively participate as a provider of global demand for food, whose estimated increase by the FAO – Food and Agriculture Organization of the United Nations for 2050 is more than 60% of the current level of consumption, being between these challenges, the need for resources that can adequately finance the actors in the expanded agribusiness chain. From this perspective, the present work aims to understand the impact that corporate governance has on the capture of so-called quality funding (attractive conditions of financial volumes, terms and costs), specifically from subsidized credit lines from BNDES, for the segment. In this sense, in the dissertation we used a final sample of 31 publicly traded companies (initially starting from 145 companies in the expanded agribusiness chain), listed on B3 – *Brasil, Bolsa e Balcão*, of which 74% have the highest degree of governance of the institution – *Novo Mercado* and 26% are part of Level 2, Level 1 or NC – Unclassified (i.e., not adhering to B3 governance) and which, at some point in their history, contracted financing from BNDES. The evidence and results achieved, predominantly through quantitative research and more specifically through multiple linear regression, complemented by qualitative research, suggest that the adoption of corporate governance practices may not be decisive in attracting quality funding from BNDES. This indication is based on evidence obtained through descriptive statistics also, complemented by interviews with managers of companies in the final sample, which indicate that 90.3% adhered to some degree of governance of B3's special listing segments and that consequently, this adoption provides access for the expanded agribusiness chain to the BNDES credit lines intended for the segment. In addition and as well as through descriptive statistics, it was found that companies in the final sample that adhere to the B3's maximum level of governance, namely the *Novo Mercado*, do not obtain lower financing costs than Levels 2 and 1 or those not adherent to the institution's governance.

Key words: expanded agribusiness chain; corporate governance; BNDES; financing; agribusiness – credit lines – Brazil; quality funding.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Pergunta de Pesquisa e Objetivos	18
1.2	Justificativa	18
1.3	Esquema geral da dissertação	25
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	26
2.1	Decisão de Captação de Financiamentos	26
2.2	<i>Funding</i> de Qualidade e o BNDES	30
2.2.1	Volumes expressivos de financiamentos	30
2.2.2	Prazos alongados de financiamentos e período mínimo de carência de um ano	31
2.2.3	Taxas subsidiadas e <i>spreads</i> mínimos ou inexistentes	33
2.2.4	Garantias requeridas para o Financiamento sob os riscos de liquidez e de crédito	34
2.2.5	O BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social	37
2.2.5.1	Os Bancos de Desenvolvimento, a Origem e Recursos do BNDES e os Impactos Fiscais	37
2.2.5.2	Os Desembolsos gerais do BNDES e a TJLP <i>versus</i> a TLP	47
2.2.5.3	A participação dos Bancos Estatais na Economia e do BNDES no Agronegócio.....	51
2.3	A Governança Corporativa e sua influência sobre o <i>Funding</i> de Qualidade	57
2.3.1	Níveis de Governança Corporativa – B3	59
3	METODOLOGIA	67
3.1	Etapa 1 – Quantitativa	67
3.2	Etapa 2 – Qualitativa	78
4	RESULTADOS OBTIDOS	81
4.1	Etapa 1 – Quantitativa	81
4.2	Etapa 2 – Qualitativa	94
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	100
5.1	Limitação da Pesquisa	104
5.2	Sugestão para Pesquisas Futuras	105

REFERÊNCIAS	106
APÊNDICES	117

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Crescimento do PIB do Agronegócio e Indústria - 2018 a 2023 (1.º Trim.).....	19
Quadro 2 – Elementos do <i>Funding</i> de Qualidade	37
Quadro 3 – Relação Ativo e PIB das principais IFDs no mundo	39
Quadro 4 – Áreas de atuação das IFDs selecionadas	40
Quadro 5 – Estrutura do Sistema BNDES	42
Quadro 6 - Agronegócio, Indústria e Infraestrutura	56
Quadro 7 – Governança no Agronegócio: percepções, estruturas e aspectos ESG nos Empreendimentos Rurais	63
Quadro 8 – Regras Práticas sobre o Valor do Coeficiente de Correlação	74
Quadro 9 – Níveis de Governança Corporativa e Indicadores de Qualidade do <i>Funding</i>	77
Quadro 10 - Matriz de Amarração	80
Quadro 11 - Resumo Regressões Linear Múltiplas	93
Quadro 12 - Risco de Liquidez	94
Quadro 13 - Risco de Crédito (quantidade de diferentes tipos de Garantias exigidas).	94
Quadro 14 - <i>Ranking</i> Geral de Garantias (Risco de Liquidez + Risco de Crédito).....	95
Quadro 15 - <i>Ranking</i> Geral: Robustez das Garantias	95
Quadro 16 - Resumo Geral – Garantias	96

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Origem dos Recursos do BNDES em 2022	43
Gráfico 2 - Aportes do Tesouro Nacional ao BNDES	44
Gráfico 3 - Devoluções do BNDES ao Tesouro Nacional	46
Gráfico 4 - BNDES - Desembolsos totais em R\$ bilhões e Participação % em relação ao PIB	48
Gráfico 5 - BNDES - Desembolsos por Porte da Empresa - R\$ bilhões	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Análise da Estatística Descritiva	81
Tabela 2 – Frequências das Variáveis Quantitativas.....	83
Tabela 3 –Matriz de Correlação entre as Variáveis Quantitativas	85
Tabela 4 – Teste de diferença de média <i>t-student</i> para duas subamostras para a variável de interesse Taxa Subsidiada do BNDES.....	86
Tabela 5 - Com a variável dependente “Taxa Subsidiada”	88
Tabela 6 - Com a variável dependente “Desembolso”	89
Tabela 7 - Com a variável dependente “Prazo”	90
Tabela 8 - Com a variável dependente “Carência”.....	91
Tabela 9 - Com a variável dependente “ <i>Spread</i> ”	92

1 INTRODUÇÃO

O tema financiamentos merece destaque nas organizações, pois eles podem representar a principal força motriz de geração de caixa de uma empresa, especialmente em tempos de recessão econômica global como a causada pela pandemia originada pelo coronavírus – COVID 19, uma vez que a capacidade de captar recursos pode ser fator determinante para a sobrevivência de um negócio e pelo sucesso dele, tanto no âmbito local quanto no internacional.

A cadeia expandida tanto do agronegócio, como um segmento expoente e com participação expressiva no PIB – Produto Interno Bruto (26,6% em 2021, 24,8% em 2022 e 21,6% no 1.º trimestre de 2023), quanto do industrial – tradicional e essencial à economia brasileira (que, apesar de ter tido uma participação também importante no PIB, com 22,2% em 2021 e 23,9% em 2022, iniciou 2023 – 1.º trimestre, com uma leve retração de -0,1%), conforme o BNDES (2023), são demandantes de financiamentos de longo prazo, 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 nesses segmentos.

Este estudo restringe-se à captação de financiamentos de longo prazo, enfocando a perspectiva das empresas tomadoras de recursos, especificamente das linhas de crédito do BNDES, voltadas especialmente à condução, expansão e modernização da cadeia expandida do agronegócio e que vão ao encontro do chamado *funding* de qualidade, pelo seu conjunto de características diferenciadas quanto aos significativos valores financiados, prazos alongados e taxas subsidiadas.

A cadeia expandida de um determinado segmento é um grupo de empresas que compartilham traços ou características comuns, ainda que de forma discreta numa primeira análise, porém que se interligam a um segmento final maior.

É um conjunto de indústrias e empresas de serviços afins que, conforme Teischinger (2009), estão conectadas a partir de uma extremidade da produção primária, por meio do processamento de matéria-prima e, possivelmente, nos estágios finais de comercialização, em que os clientes compram produtos de varejo ou de consumo ou, ainda, serviços correlacionados.

É relevante compreender o conceito em que a cadeia expandida está inserida: habitualmente ela se encaixa num fluxo maior de atividades em que os elos da cadeia interagem, ao que se denomina sistema de valores (LUCHT, 2004).

As empresas que cumprem o papel de fornecedores criam e entregam insumos para outras dos elos da cadeia expandida e não só disponibilizam produtos e/ou serviços, como também influenciam de muitas outras maneiras, individualmente ou em conjunto, o desempenho e o comportamento de mercado das outras empresas que fazem parte dessa mesma cadeia e a respectiva interação no sistema de valores do respectivo segmento, caracterizando, em última instância, suas vantagens competitivas.

Nenhuma companhia é capaz de gerar isoladamente todos os tipos de recursos de que necessita para a sua sobrevivência, crescimento e perpetuidade, sendo dependente do ambiente empresarial externo e dos elos da cadeia expandida para a obtenção de elementos que viabilizem sua operação.

O agronegócio estabeleceu-se e amplia-se num ecossistema de negócios que requer a integração de outras habilidades e competências que residem não só em uma, mas numa variedade de empresas; a concorrência no segmento caracteriza-se mais na competição entre alianças estratégicas de empresas (e na crescente fusão entre grandes companhias, formando verdadeiros conglomerados), do que propriamente entre elas individualmente. Conforme apontado por Caldas e Wood (1999), é difícil diferenciar onde a cooperação termina e a competição se inicia.

Os participantes da cadeia expandida esperam que ocorra maior geração de valor em sua extensão devido à sinergia de esforços empenhados pelos elos que a compõem e, conjuntamente, pela criação e incremento das vantagens competitivas.

No tocante às fontes de recursos, essas podem ser próprias (internas) ou de terceiros (externas).

As fontes próprias são caracterizadas pela utilização do patrimônio líquido não investido em longo prazo (não imobilizado), ou seja, são os recursos internos investidos no próprio giro. Já as fontes de terceiros podem ser oriundas do mercado de crédito (instituições financeiras privadas, governamentais e de fomento), em moeda nacional ou estrangeira e do mercado de capitais (emissão de debêntures ou outros títulos de dívida), também lançados no mercado local ou internacional.

Normalmente, quando os recursos internos não são suficientes para o desenvolvimento da organização ou para a cobertura de picos de despesas financeiras em determinadas fases dessa - por isso, da suma importância de se identificarem períodos de excedentes ou escassez de liquidez, recorre-se às fontes externas de capitais, podendo optar-se ainda por um modelo híbrido, em que são utilizados capitais próprios até um limite confortável, realizando-se o complemento por meio de capitais de terceiros.

“As empresas optam por recursos de forma hierárquica escolhendo inicialmente as fontes de recursos internas, seguindo-se as fontes de recursos externas” (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009). Essa hierarquização de recursos foi descrita na teoria de *Pecking Order*, a qual Myers (1984) considera conservadora, uma vez que a empresa, num primeiro momento, privilegiará financiamento interno ao externo e, caso posteriormente exista decisão pelo financiamento externo, adentrará primeiramente em endividamento com a emissão de títulos avaliados como de menor risco, para então optar por títulos conversíveis (híbridos) e, como última opção, operar no mercado de capitais.

É importante ressaltar que os financiamentos com capitais próprios não geram custos propriamente ditos, mas os acionistas devem ser remunerados sobre seu investimento, por meio de dividendos. Entretanto há situações excepcionais, em que os dividendos não são realizados num dado exercício social, pois a diretoria e conselho administrativo entendem que essa operação seria inviável devido à situação financeira da empresa naquele momento – nessa condição, os dividendos não distribuídos são contabilizados em reserva especial e, caso não sejam consumidos por prejuízos nos exercícios seguintes, serão pagos aos acionistas oportunamente, quando houver melhor condição financeira da organização.

Como argumenta Donaldson (1961), na tônica vigente das finanças corporativas das décadas de 1950/1960, a maioria das administrações não cogitava reduzir a distribuição de dividendos, salvo em situações de dificuldades financeiras extremas.

Focando os financiamentos com capitais de terceiros, esses devem ser obrigatoriamente reembolsados dentro dos prazos contratados na operação, havendo a incidência do custo dos juros pela utilização desses capitais.

Adicionalmente, pode haver o *spread*, o qual corresponde ao custo que o agente estima para fazer frente às suas despesas administrativas, além do seu ganho pela captação e repasse da linha de crédito. Conforme Fortuna (2008), as instituições financeiras atuam como intermediários financeiros, captando recursos diretamente daqueles que os possuem e transferindo-os por meio de crédito seletivo a quem deles necessita.

No caso dos financiamentos internacionais, a captação externa é impactada pelas taxas de juros internacionais e pela taxa de câmbio, a qual faz parte da composição do custo da operação. As taxas básicas de juros internacionais mais utilizadas são a *Libor – London Interbank Offered Rate*, calculada e fixada pelo mercado bancário londrino e a *Prime Rate*, empregada pelos bancos estadunidenses, as quais são acrescidas do risco-país e do *spread* do agente captador e concedente do financiamento.

O risco-país (ou risco soberano) representa a probabilidade do não cumprimento das obrigações contratuais pelo tomador, especialmente as financeiras, em virtude da condição política e econômica do país dele, as quais podem envolver sanções e ações governamentais que possam impactar sua capacidade de solvência.

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.**

Não há um consenso absoluto quanto à definição de financiamento de longo prazo. O Banco Mundial (2015) considera as captações com prazos acima de um ano; já o G-20¹ (2013), estabelece como crédito de longo prazo somente aqueles com vencimento a partir de cinco anos. Para este estudo, o conceito utilizado como financiamentos de longo prazo é o do G-20.

Quanto às garantias, ainda que sejam determinadas e exigidas pela instituição concedente do *funding* ou agente financeiro interveniente na operação, é importante que essas sejam vistas sob a óptica do quão robustas elas se apresentam, pelas vertentes do risco de liquidez e de crédito, pois a constituição delas confere solidez ao *funding* de qualidade e, portanto, credibilidade ao tomador.

Na maioria das operações de financiamento estruturadas de longo prazo (acima de 1 ano, mais comum 5 anos e, podendo atingir até 25 anos), de montante financiado expressivo, são exigidas garantias (tanto para os financiamentos locais quanto para os internacionais) que também geram custos em maior ou menor grau, tais como hipoteca, penhor e alienação fiduciária de bens (móveis ou imóveis e com ou sem transferência desses mesmos bens ao credor, de acordo com cada uma dessas modalidades); aval formal da matriz estrangeira ou

¹ O G-20 (Grupo dos Vinte) é um fórum de caráter informal que reúne e promove debates sobre assuntos-chave que afetam seus países-membros (as oito maiores economias do mundo e onze emergentes) e a economia global, envolvendo a estrutura financeira internacional, cooperação mundial e temas de sustentabilidade, especialmente relativos às mudanças climáticas e preservação dos recursos naturais, em alinhamento aos pilares ESG – *Environmental, Social and Governance* (BACEN, 2015).

local a favor de sua subsidiária ou filial, que se responsabiliza pelo pagamento da dívida, caso o tomador se torne inadimplente; fianças bancárias, por exemplo a *Performance Bond* e a *Refund* ou *Advanced Payment Bond* (MATIAS *et al.*, 2014), as quais podem ser executadas no caso em que o tomador descumpra as obrigações descritas no contrato de financiamento quanto à destinação correta das fontes de financiamento de capital de giro.

Pelo exposto, a empresa que toma a decisão de contratar um financiamento com recursos externos, precisa estar realmente segura do custo total da operação e que conseguirá, com seu fluxo de caixa, cobrir o pagamento das parcelas do principal, dos juros e de todas as despesas financeiras envolvidas, mantendo sua autonomia financeira perante o credor (MAÇÃES, 2018).

Para a maioria das empresas, haverá uma parte de sua necessidade de capital de giro constante e uma parte variável. Para a parte estável e constante são recomendáveis financiamentos de longo prazo, conforme Warner (2012) e, em se tratando de recursos de terceiros, destacam-se, entre outros, o BNDES Finem – crédito direto para projetos da indústria, comércio e serviços; o BNDES *Exim*, caso seja uma empresa que atue com a exportação de bens e/ou serviços e com a produção de bens destinados à exportação ou, ainda, que objetive expandir seu negócio para outros países – por meio de linhas de financiamentos para a comercialização de bens brasileiros no exterior ou ainda por meio de bancos estrangeiros, como também os *Leasings* Financeiros e a Securitização de Recebíveis, esta última tramitada no mercado de capitais.

Para a parte variável, também tomando-se por base recursos de terceiros, financiamentos de curto prazo podem ser os mais adequados, como não só as operações de Desconto de Recebíveis, o *Vendor* e o *Compror*, mas também os *Commercial Papers*, por meio do mercado de capitais e ainda, para as empresas exportadoras, as linhas ACC – Adiantamento sobre Contratos de Câmbio e ACE – Adiantamento sobre Cambiais Entregues (MATIAS *et al.*, 2014).

O BNDES continua sendo a principal fonte de financiamentos de longo prazo no Brasil (ROSS *et al.*, 2022), concentrando de forma quase exclusiva, crédito em todos os grandes segmentos da economia, como a infraestrutura, o agronegócio e a indústria (com exceção do financiamento habitacional, em que outra instituição governamental, a CEF – Caixa Econômica Federal, lidera). Representa ele um “importante mitigador da severidade extrema do racionamento de crédito de longo prazo no Brasil, associada aos juros historicamente altos, o que inibe o investimento privado e gera viés contra projetos capital intensivos e portadores de ganhos de escala relevantes” (PEREIRA; MITERHOF, 2018).

Considerando que o segmento do agronegócio é totalmente vinculado à necessidade de produção, logística e distribuição sustentável, alinhada às práticas corporativas responsáveis, as

linhas de financiamento do BNDES destinadas ao setor, convergem integralmente ao tripé ESG – *Environmental, Social and Governance* e aos diversos compromissos internacionais dessa pauta, como a Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança Climática (UNFCCC, 1992), a Convenção sobre Diversidade Biológica instituída na Rio-92 (BRASIL, 1992), o Tratado Internacional sobre Recursos Fitogenéticos para Alimentação e Agricultura (TIRFAA, 2002) e a Agenda 2030 (ONU, 2015), em continuidade aos Objetivos de Desenvolvimento do Milênio (BRASIL, 2000).

No tocante à governança corporativa, está entre suas funções a viabilização da captação de recursos financeiros para o capital de giro, inovação e implementação de projetos de investimentos, uma vez que ela reduz a percepção de aversão ao risco do mercado quanto às organizações que a adotam, propiciando o crescimento sustentável dessas ao longo do tempo e, conseqüentemente, sua perenidade.

Nesse espectro, a aplicação efetiva das boas práticas de governança corporativa pode contribuir com a captação de recursos em instituições financeiras (governamentais, multilaterais ou privadas) de primeira linha e na obtenção de montantes expressivos, com prazos alongados de amortização, por custos mais baixos ou até subsidiados (em muitas operações, até sem *spread*), dependendo do quão salutar, robusta e crível a empresa é reconhecida pelo mercado, o que engloba a eficiência de sua administração financeira e boas práticas de gestão, em todos os níveis de relacionamento (interno e externo) da organização.

São abarcados também os aspectos ambientais, sociais e de cooperação (inclusive para atrair investidores e reter talentos), alicerçados sobre os princípios da governança corporativa (IBGC, 2015), a saber, a **transparência** das informações transmitidas ao mercado, não ocultando nada que seja relevante para o bom andamento das transações mercantis e financeiras; a **equidade**, isto é, tratamento justo e equânime em todos os níveis da organização, sem discriminações; a correta **prestação de contas** aos agentes intervenientes no mercado (*accountability*) e a **responsabilidade corporativa**, representada pelo compromisso com os acionistas acerca da rentabilização do capital investido, dentro dos limites da ética, e com a sociedade, quanto à sustentabilidade do negócio, garantindo dessa forma o direcionamento, o desenvolvimento e a perpetuidade das organizações.

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (1999), organização sem fins lucrativos fundada em 1995 e referência nacional e internacional em governança corporativa, define a Governança Corporativa como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo órgãos de finalização e controle, relacionamento entre todos os sócios, conselho de administração e diretoria, além das demais partes interessadas,

pois “as boas práticas convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum”.

Silveira (2002) relata que as empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada podem obter melhores resultados e avaliação no preço de suas ações e Silva (2005) conceitua a governança como um conjunto de princípios e práticas que procuram harmonizar a relação de conflito de interesse entre os *stakeholders*, com o objetivo de reduzir o custo de capital e agregar valor e, portanto, gerar retorno para seus acionistas. Dessa forma, a governança corporativa representa um efetivo instrumento de mitigação dos conflitos de interesse estando intimamente ligada a uma estrutura de capital sólida e bem estruturada.

Entretanto, na prática, existem dificuldades de captação de recursos de terceiros, quando os princípios da governança corporativa, apesar de estabelecidos, não são seguidos de forma intencional ou não, pelos gestores financeiros, os quais optam por modalidades de financiamento nem sempre alinhadas às metas de administração do capital de giro, sem analisar outras opções que poderiam ser mais compatíveis e vantajosas economicamente considerando a estrutura de capital da empresa, privilegiando relações interpessoais, quando, por exemplo, o gerente de relacionamento da conta bancária, que está na posição há muito tempo, desfrutando de liberdade e de muita confiança na empresa, indica uma determinada operação, pois provavelmente seu bônus está atrelado a concluir operações com determinadas linhas de crédito, em detrimento de outras.

Os tomadores de decisões financeiras devem, obrigatoriamente, estar pautados pelos princípios da ética em suas ações, agindo com total lisura e imparcialidade, observando salvaguardar o patrimônio dos acionistas. Entendem por ser ético não somente não realizar fraudes, desvios de recursos nem outras atividades ilícitas, mas também empenhar-se nas análises financeiras realmente consistentes acerca das alternativas de financiamento, inclusive quanto aos riscos envolvidos, defendendo de fato a relação custo-benefício das linhas de crédito a serem tomadas pela empresa. Conforme apontado por Melé (1997): “Determinadas circunstâncias agravam ou diminuem a gravidade moral do objeto, porém um objeto intrinsecamente mau não muda por causa das circunstâncias presentes ou pelas consequências previsíveis”.

Pelo exposto, nota-se que a governança corporativa pode exercer influência na captação de condições diferenciadas de financiamentos pelas companhias da cadeia expandida do

agronegócio, além de propiciar aumento de valor de mercado, ao conceder maior liquidez, retorno e segurança aos investidores.

1.1 Pergunta de Pesquisa e Objetivos

Em consonância com este desenvolvimento, a pesquisa buscará responder à seguinte pergunta: **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.

De forma mais específica, neste estudo pretende-se **(i)** verificar se as empresas do agronegócio adotam as práticas de governança corporativa; **(ii)** em alinhamento a (i), identificar se as práticas de governança corporativa propiciam melhor acesso das empresas do agronegócio às linhas de financiamento do BNDES; **(iii)** em alinhamento a (ii), analisar se as práticas de governança corporativa permitem a captação de *funding* de qualidade (no que tange a valores, prazos, custos e garantias).

1.2 Justificativa

O agronegócio vem-se firmando cada vez mais como um elemento fundamental à saúde econômica do País. Essa constatação ocorre pela liderança do agronegócio como segmento produtivo na contribuição ao PIB total do Brasil, superando um outro grande segmento desde 2020 - a indústria (a qual é também uma forte demandante de crédito do BNDES e, em menor grau, receptora de linhas de financiamento dessa instituição, como detalhado no item 2.2.5 deste estudo). Conforme Quadro 1, compara-se o crescimento do PIB de ambos os segmentos no período de 2018 até o 1.º trimestre de 2023.

Quadro 1 – Crescimento do PIB do Agronegócio e Indústria – 2018 a 2023 (1.º Trim.)

Agronegócio e Indústria

Crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) desses Segmentos - 2018 a 2023 (1o. Trimestre)

Segmento	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (1o. Trim.)
- Agronegócio Total						
PIB em R\$ Trilhões	1,878 tri	1,932 tri	2,363 tri	2,564 tri	2,456 tri	0,562 tri
% crescimento do segmento	20,0%	20,4%	25,7%	26,6%	24,8%	21,6%
<i>Setores:</i>						
(1) Insumos						
PIB em R\$ Bilhões	0,087 tri	0,092 tri	0,097 tri	0,147 tri	0,181 tri	0,034 tri
% crescimento do setor	0,9%	1,0%	1,1%	1,5%	1,8%	1,3%
(2) Agropecuária						
PIB em R\$ Bilhões	0,402 tri	0,405 tri	0,631 tri	0,741 tri	0,660 tri	0,170 tri
% crescimento do setor	4,3%	4,3%	6,9%	7,7%	6,6%	6,5%
(3) Agroindústria						
PIB em R\$ Bilhões	0,521 tri	0,535 tri	0,568 tri	0,579 tri	0,572 tri	0,140 tri
% crescimento do setor	5,6%	5,6%	6,2%	6,0%	5,8%	5,4%
(4) Agrosserviços						
PIB em R\$ Bilhões	0,868 tri	0,900 tri	1,067 tri	1,097 tri	1,043 tri	0,218 tri
% crescimento do setor	9,2%	9,5%	11,5%	11,4%	10,6%	8,4%
- Indústria Total						
PIB em R\$ Bilhões	1,313 tri	1,386 tri	1,484 tri	1,793 tri	2,052 tri	-0,003 tri
% crescimento do segmento	21,8%	21,8%	22,5%	23,6%	23,9%	-0,1%

Fonte: Elaborado pela Autora, conforme dados do CEPEA/ESALQ-USP (2023) referentes ao Agronegócio e da CNI–Confederação Nacional da Indústria (2023) relativos à Indústria.

No encerramento de 2022, observou-se a retração do PIB do Agronegócio quando comparado ao desempenho de 2021, havendo critérios diferentes de apuração dos resultados pelos órgãos oficiais divulgadores do PIB desse segmento:

- de acordo com o CEPEA/ESALQ-USP (2023), o recuo foi de 4,28% pois sua metodologia engloba todo os setores do agronegócio (insumos, agropecuária, agroindústria e agrosserviços), conforme detalhado ainda nesse tópico e considera a evolução da renda real do segmento e, portanto, as variações de volumes e de preços reais. A queda no PIB de 2021 para 2022, apontada pelo CEPEA, é composta por um resultado negativo no eixo agrícola de 6,39%, devido ao forte aumento dos custos de produção de insumos, fertilizantes, defensivos agrícolas, combustíveis e sementes, aumento esse que superou em boa parte o crescimento do faturamento

agrícola, também causado pela “quebra” de safra de 2021/2022 por questões climáticas; enquanto no eixo da pecuária há resultado positivo de 2,11%, em função do maior volume de produção e elevação do faturamento e, paralelamente, devido à redução de custo;

- para o IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2023), o recuo foi de 1,8%, considerando diretamente o crescimento do PIB 2021 por 26,6% , contra o PIB final por 24,8%, pois seu conceito restringe-se apenas a variações de volumes produzidos.

Ainda que tenha ocorrido a retração no volume do PIB do agronegócio de 2021 para 2022, o agronegócio segue em trajetória de expansão, na destinação de sua produção e serviços tanto para o mercado interno quanto para o externo, sendo um dos segmentos econômicos brasileiros mais sólidos e rentáveis para investimentos.

O PIB do agronegócio é calculado pela metodologia do CEPEA (Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada), em parceria com a ESALQ – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da USP – Universidade de São Paulo, com o apoio da CNA – Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil, utilizando conceitos importantes no ciclo produtivo e classificação dos setores desse segmento.

Conforme definido pelo CEPEA/ESALQ – USP (2017), o PIB do agronegócio brasileiro refere-se à renda gerada de forma sistêmica na produção de insumos para a agropecuária, acrescida da renda gerada na produção primária, estendendo-se por todas as demais atividades que processam e distribuem o produto até o seu destino (consumo doméstico, exportação ou estoques). A renda, por sua vez, destina-se à remuneração dos fatores de produção: (a) trabalho (inclusive do empresário/proprietário/administrador); (b) capital (juros e depreciação) e (c) terra e recursos naturais. No fator (b) capital, estão inclusos veículos e maquinários, benfeitorias, rebanho, pomares e povoamentos florestais.

Para fins analíticos acerca da composição do PIB, o agronegócio é dividido em dois eixos produtivos: o agrícola (que engloba as cadeias produtivas das lavouras e demais atividades vegetais e florestais) e o pecuário (que se insere nas cadeias produtivas de origem animal). Cadeia produtiva refere-se à sequência de atividades, desde a produção de insumos até o consumo de produtos.

Quanto à classificação dos setores, que somados compõem o PIB do Agronegócio, a configuração sequencial é esta:

(1) Insumos;

(2) Agropecuária (agricultura/silvicultura e extrativismo e pecuária/piscicultura e pesca);

(3) Agroindústria (de toda a base agropecuária);

(4) Agrosserviços (transporte e logística, comércio e demais serviços).

(1) Insumos, que englobam as atividades produtoras de insumos para o agronegócio, a saber, alimentos para animais, fertilizantes e corretivos de solo, defensivos agrícolas, medicamentos para uso veterinário e máquinas e equipamentos agropecuários, entre outros;

(2) Agropecuária, que se divide nos seguintes subsetores produtivos:

- Agricultura - sementes, grãos (café, soja, milho, arroz, feijão etc.), algodão, óleos, frutas, legumes, verduras e hortaliças;
- Pecuária - proteína animal e piscicultura (cultivo de peixes e outros organismos aquáticos) e pesca (captura de peixes e outros animais aquáticos);
- Atividade Leiteira;
- Silvicultura (extrativismo vegetal das florestas, incluindo madeira e celulose).

(3) Agroindústria, que opera na transformação dos produtos advindos dos elos da cadeia da Agropecuária, com destaque para:

- Alimentos e Bebidas;
- Agroenergia/Bioenergia - açúcar, álcool, etanol e energia;
- Produção de celulose industrial, papel, couro e plástico.

(4) Agrosserviços, que atuam com as seguintes linhas de operações:

- Atacado e varejo de alimentos;
- Venda, locação e manutenção de frotas de caminhões, veículos automotores e rebocadores destinados ao agronegócio;
- Transporte ferroviário e rodoviário de cargas do agronegócio;
- Comercialização de terras agricultáveis destinadas à agropecuária, incluindo-se práticas e tecnologias agrícolas;
- Comercialização de celulose, papel, couro e plástico.

As discussões sobre a necessidade de aumento da produção de alimentos, combinadas com o crescimento da população mundial, ganharam força especialmente a partir dos anos 2000, em fóruns da FAO (Organização para a Agricultura e Alimentação da Organização das Nações Unidas) e da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico).

O Brasil foi inserto nesse contexto, com perspectivas de se tornar o maior fornecedor de alimentos do mundo, segundo o USDA (Departamento de Agricultura dos Estados Unidos), por possuir tecnologias adequadas, terras ainda disponíveis e solo fértil para o agronegócio, as quais permitem o cultivo agrícola e a produção animal com escalabilidade, preservando a sustentabilidade do meio-ambiente, além do clima tropical, favorável de forma geral (ainda que o Brasil apresente condições de seca ou chuvas excessivas em alguns períodos do ano) e pessoal qualificado – pequenos produtores, que se desenvolveram em áreas rurais, pela própria necessidade e vivência adquirida no cultivo e manejo das plantações, armazenamento dos bens e criação de animais, os quais vendem seus produtos como forma de sustento; até os grandes conglomerados do agronegócio, atuantes em fazendas e florestas próprias e na distribuição e comercialização do que é produzido por suas indústrias e pela cadeia de serviços oferecidos, relativos ao agronegócio (tanto na agricultura, quanto na pecuária), para o mercado doméstico e também internacional.

O CEPEA-ESALQ/USP (2022) divulgou que 19,07 milhões de pessoas integram a força de trabalho total do agronegócio (aumento de 0,9% ou 170,8 mil trabalhadores em 2022, em relação a 2021), significando, portanto, que o agronegócio participa com 20% do total da massa de empregados (ocupados) no Brasil.

Esse conjunto de fatores permite ao País dobrar, nos próximos 10 anos, o volume total produzido anualmente por esse segmento que é o 271,4 milhões de toneladas, conforme dados do Ministério da Agricultura e Pecuária (2022).

As exportações do agronegócio também contribuem de forma destacada para a economia, colocando o Brasil como um dos mais importantes exportadores de *commodities* agrícolas do mundo. Segundo a OMC – Organização Mundial do Comércio (2022), o Brasil encontra-se na 25.^a posição entre os maiores exportadores mundiais.

Conforme informado pela CEPEA-ESALQ/USP (2023), os valores totais exportados pelo segmento em 2020, 2021 e 2022, respectivamente, foram de USD 101 bilhões, USD 120 bilhões e USD 160 bilhões, esse último representando 47% do faturamento total das exportações do País.

Segundo levantamento do MAPA – Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2022), os cinco principais subsetores exportadores do Agronegócio em 2021 foram os seguintes (participações em % sobre o total do PIB do segmento):

- Cereais, farinhas e preparações (participação de 19,3%);
- Complexo soja (participação de 19,2%);
- Carnes (participação de 16,7%);
- Produtos florestais (participação de 10,5%); e
- Complexo sucroalcooleiro (participação de 10,4%).

Quanto à cifra de exportações de 2022, essa foi possível ser alcançada devido ao incremento de 12% no volume do agronegócio exportado, bem como de 19% de aumento nos preços médios pagos pelos produtos brasileiros.

A exportação do agronegócio foi impulsionada graças aos avanços nos últimos 50 anos em maciços investimentos em pesquisa agrícola e ferramentas tecnológicas para sementes, mudas, irrigação, fertilizantes e herbicidas, defendidos em políticas públicas e, mais recentemente, pelo *trading* das *commodities* desse segmento a preços do mercado internacional, o que é benéfico para o País, considerando o dólar valorizado; a Lei Kandir 87/96 (a qual estabeleceu a desoneração do ICMS nas exportações do segmento, permitindo o aumento da competitividade dos produtos agrícolas brasileiros no exterior e consequente equilíbrio na balança comercial, resultando em crescimento das vendas internacionais do agronegócio em 486%, entre 1996 e 2018, conforme dados de 2019 da CNA – Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil); a redução de tarifas de importação e, a abertura dos portos com incrementos de investimentos em terminais graneleiros (para cargas a granel, modalidade de transporte bastante utilizada para grãos) e contêineres.

A relevância do agronegócio para o Brasil torna-se evidente com o expressivo desempenho de seu PIB, aliado à significativa geração de empregos e crescente desempenho de suas exportações, ao mesmo tempo em que é necessária a captação de financiamentos de longo prazo, especialmente do chamado *funding* de qualidade, para toda a cadeia expandida do agronegócio, por tratar-se de um dos segmentos econômicos prioritários do País, em convergência com as estratégias de políticas públicas em termos de produtividade e de competitividade internacional, considerando a inserção do Brasil no contexto mundial de segurança alimentar e ao tripé ESG – *Environmental, Social and Governance* envolvendo não somente, mas também o seu compromisso de “guardião” da Amazônia.

Há poucos estudos acadêmico-científicos integrando a governança corporativa com a obtenção do *funding* de qualidade e especificamente no tocante ao agronegócio, poucas

informações sobre as práticas de governança adotadas pelo segmento.

Dessa forma, esta pesquisa justifica-se por todo o panorama do agronegócio brasileiro aqui exposto e por sua importância para a atividade empresarial e também acadêmica, pretendendo elucidar quanto a governança corporativa pode facilitar e determinar a obtenção de linhas de crédito do BNDES, pelas empresas da cadeia expandida do segmento, em condições atrativas, num cenário de escassez de recursos de longo prazo, liquidez restrita e necessidades de geração e preservação de caixa, abrangendo a importância da governança corporativa na eficácia da estrutura de endividamento e da administração financeira como um todo e, por conseguinte, na perpetuidade das organizações.

Conforme Barros, Silva e Voese (2015), “a presença de atributos de governança pode gerar uma compensação em relação ao ônus sobre o passivo contraído para financiamentos de projetos empresariais de curto e longo prazos”.

O tema é de grande interesse desta autora e poderá conceder visibilidade nas esferas corporativa, acadêmica e consultiva, pois é complexo e exige domínio de *expertise* técnico e capacidade de integração do ambiente de negócios com o ecossistema financeiro global e instituições públicas e privadas que neles atuam.

1.3 Esquema geral da dissertação

Este estudo contém cinco capítulos.

Capítulo 1 – Introdução: Inicialmente, apresenta-se a contextualização do estudo; na sequência o problema, que aborda a relevância de financiamentos em condições atrativas para a cadeia expandida do agronegócio e como a governança corporativa pode impactar a captação do *funding* de qualidade, seguindo com os objetivos a serem alcançados a fim de responder à pergunta-alvo da pesquisa, explanando também a justificativa acerca da escolha do tema e finalizando com a estrutura do trabalho.

Capítulo 2 – Referencial Bibliográfico: Compreende a revisão da literatura, no tocante à decisão de captação de financiamentos, à caracterização do *funding* de qualidade, ao papel dos bancos de desenvolvimento; em particular do BNDES, sua estrutura, modo de atuação e linhas de crédito destinadas ao agronegócio e a influência da governança corporativa sobre a obtenção do *funding* de qualidade.

Capítulo 3 – Metodologia de Pesquisa: Compreende a pesquisa aplicada, que contará com uma abordagem mista – predominantemente quantitativa, com dados secundários e complementada pela qualitativa, também com dados secundários e por meio de entrevistas em profundidade e semiestruturadas, com os gestores e especialistas, tomadores de decisão e/ou responsáveis pela condução do processo de financiamento, acerca de suas percepções e entendimentos sobre a captação de crédito no BNDES e se a governança corporativa não apenas influencia o acesso à instituição, bem como se de fato propicia a tomada do *funding* de qualidade.

Capítulo 4 – Análises dos Resultados: Serão apresentadas as análises dos dados coletados.

Capítulo 5 - Considerações Finais: Neste capítulo, concluir-se-á o estudo com as considerações finais sobre a pesquisa realizada, a avaliação das respostas ao problema de pesquisa e quanto ao atendimento dos objetivos, as limitações observadas e recomendações acerca de futuros trabalhos para o aprofundamento do tema.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Decisão de Captação de Financiamentos

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.

Nesse contexto, entram em cena duas importantes teorias: a Teoria de *Static Trade-Off* – STT (MYERS, 1984) e a Teoria de *Pecking Order* – POT (MYERS; MAJLUF, 1984).

A Teoria de *Static Trade-off* pondera as vantagens e desvantagens do uso dos recursos próprios e de terceiros (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008) e define a existência de uma estrutura ótima de capital, conforme defendido por Durand (1952), a qual minimiza o custo de capital e maximiza o valor da empresa. A referida teoria foi estabelecida a partir da combinação de dois elementos antagônicos: economias fiscais decorrentes da utilização de dívidas e custos de falência esperados em função do excesso de alavancagem financeira, os quais se tornam maiores, quanto mais endividada a firma estiver (NAKAMURA *et al.*, 2007).

Com o aumento dos níveis de endividamento, que acarreta o incremento das possibilidades de insolvência e falência, a percepção dos acionistas e credores é impactada pela elevação de aversão ao risco, resultando no encarecimento das fontes de captação, fazendo com que, a partir de determinado nível de financiamentos tomados, conforme Durand (1959), os benefícios fiscais sejam superados. Segundo Leites e Zani (2008) e Medeiros e Daher (2008), a estrutura ótima de capital que maximiza o desempenho e o valor da firma realiza-se quando há o equilíbrio entre os benefícios fiscais, proporcionados pela emissão de dívidas, e a elevação dos custos de falência advindos do capital de terceiros.

A teoria de *Pecking Order*, por sua vez, estabelece a hierarquização das fontes de financiamento, em que as empresas recorrem inicialmente a recursos gerados internamente, seguidos pela emissão de dívida e, por fim, devido ao custo de capital, pela emissão de novas ações. Essa ordem hierárquica, segundo Myers e Majluf (1984), mostra a real situação financeira da empresa. A *Pecking Order* parte da hipótese de que existe assimetria de informações entre os administradores e os acionistas (MYERS, 1984) e, assim, os investidores fixam um preço médio para as ações das empresas lançadas no mercado, de acordo com o grau de informação de que dispõem, podendo “condenar as boas e premiar as más” (CAMPOS, 2008).

Em contraposição ao que foi preconizado por Modigliani e Miller (1958), os quais alegaram que a forma como as companhias determinam sua estrutura de capital é irrelevante do ponto de vista de maximização do valor da organização, ou seja, o valor de mercado provavelmente é o mesmo da empresa alavancada e não-alavancada financeiramente, Myers e Majluf (1984) apontaram que os administradores das organizações possuem maior acesso a dados que os investidores e, por essa razão, analisam como os mercados interpretam suas decisões quanto às fontes de financiamentos, já que a ordem hierárquica de captação aponta, segundo Myers e Majluf (1984), a real situação financeira da empresa.

Nesse sentido, Myers (2001) contraria a sua própria Teoria STT, pois a POT não considera que as firmas almejem um nível ótimo de endividamento, mas uma hierarquia de preferências quanto às novas formas de contrair financiamentos. Como apontado por Silveira, Perobelli e Barros (2008), na ótica da POT, não há uma estrutura de capital ideal a ser alcançada pelas empresas.

Segundo Ross *et al.* (2022), os pesquisadores, de forma geral, não chegaram a uma conclusão efetiva sobre qual a mais eficiente das duas teorias – se a STT ou a POT, porém parece que a STT tem maior conexão com metas e estratégias financeiras de longo prazo, ao passo que a POT se relaciona mais com a questão tática e de curto prazo na obtenção de recursos.

Trazendo ambas as teorias para o ambiente de negócios brasileiro, mais especificamente para o segmento do agronegócio - objeto deste estudo, há um cenário evidenciado por restrições ao crédito, mercado de capitais ainda em desenvolvimento, distorções e particularidades quanto à concentração e porte das empresas abarcadas – desde as de origem e/ou controle familiar até grandes conglomerados multinacionais e ainda, quanto à tangibilidade dos ativos, rentabilidade e lucratividade.

De forma geral, há preferência pela captação de recursos de terceiros em detrimento das fontes de capital próprio, pois os requerimentos de prêmios de risco e o benefício fiscal tornam o custo de capital próprio mais caro: os recursos externos reduzem o custo médio ponderado de capital (WACC – *Weighted Average Capital Cost*). Outro aspecto que explica a preferência pelo uso de capital de terceiros é o fato de que direcionar capital próprio para investimentos (CAPEX – *Capital Expenditure*) pode gerar riscos operacionais que expõem o patrimônio dos acionistas e pode até mesmo comprometê-lo, inclusive em caso de falência. O capital de terceiros, por sua vez, proporciona também um crescimento orgânico mais célere da organização. Myers (2001) destaca que as firmas com melhor desempenho econômico-financeiro tendem a captar maiores volumes de fontes de terceiros, objetivando otimizar todos os benefícios fiscais disponíveis.

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* e as PPPs - Parcerias Público-Privadas, com partilhas de capital e risco e fundos de *Private Equity*, abrangendo 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, 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, a fim de 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).

Nesse sentido, conforme Mações (2018), cláusulas restritivas combinadas a cláusulas padronizadas permitem ao credor monitorar o comportamento financeiro do tomador, sendo que, em caso de situações que possam colocar em risco o pagamento pontual desse último, o credor está assegurado quanto ao seu recebimento, por meios jurídicos. As cláusulas restritivas, também chamadas *covenants*, permanecem em vigor durante a vida do contrato de financiamento. As seguintes são as mais utilizadas:

- exige-se do tomador a manutenção de um nível mínimo de capital circulante líquido. Um capital circulante líquido abaixo desse piso mínimo exigido é considerado indicativo de liquidez insuficiente, um precursor da inadimplência e, em última instância, da falência;

- os tomadores são proibidos de efetuar operações de desconto de recebíveis, pois essas transações poderiam causar um problema de liquidez em longo prazo, caso essas receitas fossem usadas para quitar obrigações em curto prazo;

- credores de longo prazo normalmente impõem restrições quanto ao ativo permanente da empresa. Essas restrições referem-se à liquidação, aquisição e alienação fiduciária dos ativos permanentes, haja vista que essas atividades podem deteriorar a capacidade da empresa pagar o seu débito;

- existem contratos de financiamentos que inibem empréstimos subsequentes, pela exigência de que a dívida adicional seja subordinada ao empréstimo original. A subordinação, nesse caso, refere-se a que todos os credores subsequentes ou menos importantes concordem em esperar até que todos os requerimentos do primeiro credor estejam satisfeitos, antes de serem atendidos os seus;

- eventualmente, o credor pode exigir que o tomador não participe de processo de combinação, fusão ou venda com/para qualquer outra empresa, pois mudanças na composição societária podem produzir alterações profundas no negócio e, conseqüentemente, no risco financeiro do tomador;

- pode incorrer a aplicação de uma cláusula específica para que o tomador aplique os fundos obtidos em itens de comprovada necessidade financeira;

- pode também ser aplicada uma cláusula de limitação da distribuição de dividendos em dinheiro, a um máximo de 50 a 70% de seu lucro líquido, ou a um determinado valor.

2.2 *Funding* de Qualidade e o BNDES

Conforme Brito *et al.* (2017), é necessária uma avaliação contínua pela organização da composição dos financiamentos, permitindo a eleição do nível mais adequado à necessidade de recursos em termos de prazo, custo e montante *vis-à-vis* à expectativa de retorno do investimento. As instituições financeiras por sua vez, considerando o devido planejamento pela firma, sentem-se mais confortáveis com a redução do risco de *default*, concedendo financiamentos a taxas menores, com maior prazo de maturidade e em maiores quantidades, permitindo à organização aproveitar todos os benefícios do endividamento, o que pode impulsionar sua rentabilidade.

Silva, Santos e Nakamura (2018) apontam para uma correlação negativa entre endividamento e rentabilidade, o que se apoiaria nos conceitos da POT, pois, de uma forma mais simples, quanto mais rentáveis se apresentem as companhias, menor será o nível de endividamento. Moura, Alves e Luna (2013) concordam, ao alegarem que “foi observada a tendência de correlação negativa e pouco significativa entre retorno e endividamento, que vem apoiar os argumentos desenvolvidos pela Teoria de *Pecking Order*”, enquanto Silva (2017), numa vertente contrária, estabelece uma conexão positiva entre endividamento e rentabilidade, o que se sustentaria com a STT, haja vista que esta preconiza que empresas mais lucrativas tendem a ser financiadas por dívidas, justamente por obterem maiores vantagens advindas do beneficiamento fiscal.

Cicogna *et al.* (2007) consideram que as condições creditícias no Brasil, de forma geral, são insuficientes na concessão aos tomadores, tanto em termos do montante, quanto a prazos e custos ofertados.

Nessa configuração insere-se o *Funding* de Qualidade, o qual envolve características específicas conforme se desenvolve a seguir.

2.2.1 Volumes expressivos de financiamentos

A consistência das demonstrações financeiras e contábeis aliada à maior transparência e credibilidade requeridas nas informações fornecidas ao mercado, bem como o comprometimento com a proteção aos direitos dos investidores, ao reduzirem a assimetria informacional inerente às transações efetuadas no mercado financeiro e mitigarem os conflitos de interesses entre acionistas, administradores e credores, exercem um impacto positivo sobre

a percepção das instituições financeiras concedentes dos financiamentos, pois a capacidade das tomadoras em honrar seu endividamento pontualmente, pela maior profissionalização na forma como as empresas são geridas, assim como os melhores resultados oriundos dessa otimização, refletem-se, como pontuado por Fonseca, Silveira, Hiratuka (2016), tanto na ampliação das linhas de crédito disponíveis para as captadoras de recursos, no que tange a modalidades e volumes de financiamentos, quanto na alteração do perfil de endividamento para uma qualidade superior.

Conforme Costa Filho *et al.* (2008), em alinhamento à POT, quanto menor for a assimetria informacional, maior será o volume de recursos externos, no que a governança corporativa pode exercer papel preponderante, especialmente na captação de linhas de crédito iguais ou superiores a R\$ 10 milhões.

2.2.2 Prazos alongados de financiamentos e período mínimo de carência de um ano

Os concedentes de linhas de crédito, de forma geral, preferem empréstimos de curto prazo, pois podem renegociar os contratos com frequência, reduzindo problemas de assimetria nas informações e riscos creditícios. Como aponta o Banco Mundial (2015), em países emergentes e subdesenvolvidos, onde se observam volatilidade e vulnerabilidade macroeconômicas e com frequência, políticas, os contratos de curto prazo são uma maneira de transferir riscos para o tomador de crédito.

Períodos de turbulência nos mercados são caracterizados por racionamento de crédito e escassez de liquidez, pois a economia e os analistas financeiros são calcados por expectativas sobre o comportamento dos mercados em curto, médio e longo prazos. Caso essas expectativas sejam frustradas, pode ocorrer uma “fuga” para o ativo mais líquido, ou seja, a moeda, o que afeta, conseqüentemente, o sistema monetário dos países mais frágeis, o que por sua vez impacta a oferta de recursos de longo prazo, pois o crédito depende da disposição dos agentes atuantes no mercado em renunciar à sua liquidez nesses períodos, a fim de se buscar o reequilíbrio dos elementos afetados no cenário macroeconômico.

Nas fases com menor instabilidade, as empresas, de forma geral, arriscam-se em investimentos mais arrojados, enquanto os bancos têm menor “apetite” por liquidez, expandindo a disponibilidade de crédito, resultando em contrapartida, no médio/longo prazos, no incremento do endividamento, inadimplência e retorno à contração da oferta de crédito. Nesse panorama, os recursos de longo prazo são os mais fortemente afetados (MINSKY, 1982).

Estudo do BNDES de 2005 a 2015 (BNDES, 2016) evidencia que as instituições públicas tiveram papel importante no alongamento do perfil da dívida de empresas com características similares, concedendo prazos sistematicamente maiores que aqueles ofertados por bancos privados. Essa participação teve destaque especialmente em um momento de crise e pós-crise, como em 2008/2009, na maior instabilidade financeira e monetária dos mercados, desde a quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929: a crise do *subprime*, provocada pela “bolha” no mercado imobiliário estadunidense, apoiada em derivativos hipotecários.

Pelo lado das organizações no Brasil, como apontado por Costa Filho *et al.* (2016), existe uma expressiva demanda para as operações de financiamento especialmente em longo prazo, haja vista que o mercado de capitais ainda não atende plenamente à demanda por recursos financeiros das companhias, em função de elas mesmas não conseguirem atender às exigências da regulamentação financeira. Entretanto, há empresas de todos os portes que não podem efetivar captações por meio de IPOs – *Initial Public Offer* ou Debêntures, mas estão capacitadas a realizarem operações de financiamento de longo prazo. Nesse sentido, a alternativa para a captação de recursos de terceiros por meio de *equity* no mercado de capitais é a captação por meio de *debt*, ou seja, por meio de financiamentos bancários.

O prazo alongado do financiamento exerce um papel estratégico, pois o financiamento de valores elevados no curto prazo resulta em parcelas de amortização igualmente altas. À medida que se alonga o prazo total de amortização e amplia-se a carência para no mínimo um ano, reduz-se o valor das parcelas. É possível melhor planejar o fluxo de caixa, quanto aos compromissos financeiros assumidos no horizonte de curto, médio e longo prazos, inclusive para os tomadores que adotam boas práticas de governança corporativa, mas que não possuem um balanço patrimonial em posição contábil-financeira de suportar parcelas de amortização mais elevadas, sendo esse panorama alterado, quando é possível alongar o prazo total do endividamento.

Financiamentos de longo prazo, especialmente de 5 anos ou mais, encontram muito “apetite” pelo lado da atividade empresarial, haja vista que eles viabilizam investimentos planejados possibilitando uma posição mais competitiva e o crescimento da firma e, conseqüentemente, contribuem com o desenvolvimento sustentável do País (SIQUEIRA, 2000), constituindo-se num importante instrumento financeiro para as empresas do agronegócio em particular, as quais demandam financiamentos em condições diferenciadas e mais flexíveis.

2.2.3 Taxas subsidiadas e *spreads* mínimos ou inexistentes

Em se tratando de créditos de longo prazo, conforme Laux (2006), as taxas não competitivas provavelmente estarão presentes nesses, devido ao período estendido e pelo incremento dos riscos e, antes disso, uma empresa com má condição financeira, mesmo disposta a arcar com elevadas taxas de juros, possui chances reduzidas de conseguir empréstimos de longo prazo.

Bolle (2015) argumenta que perante a assimetria da informação entre credores e devedores, as taxas de juros elevadas podem representar elemento decisivo para piorar a qualidade do conjunto de tomadores no mercado, pois, mesmo quando existe apetite dos bancos privados para assumir o risco de crédito de empresas de primeira linha, esses concedentes no mercado, com frequência, deparam-se com a incapacidade de equalizar o *funding* do crédito de longo prazo a volumes e taxas em patamar satisfatório.

Para viabilizar custos reduzidos de capital de terceiros, os quais são elementos-chave na composição do *funding* de qualidade, contando por exemplo, como se convencionou designar no mercado financeiro como Libor “seca” ou Libor “careca” (*sem spread*), sistemas de governança corporativa podem representar fator diferencial, haja vista que organizações lastreadas nos quatro princípios básicos dela, a saber, transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, dispõem, segundo Silveira (2015), de maior facilidade de emissão de novas dívidas por menores taxas, reduzindo, portanto, o custo de capital de terceiros.

Em suma, os referidos princípios “são condição *sine qua non* para acesso ao crédito com menores taxas de juros e *spreads* de risco” (LEITE, 2017).

O BNDES, como um banco de fomento que atua com fontes de recursos e projetos de longo prazo, alcança operar de forma sustentável com um grau menor de aversão ao risco do que os bancos comerciais privados, permitindo que se atinja um equilíbrio entre os riscos de crédito de sua carteira e a manutenção e expansão de sua base de capital, com *spreads* inferiores, haja vista que suas metas de retornos também são menores.

Conforme dados do BACEN (2017), de 2011 a 2016, a margem bruta do *spread* do BNDES nas operações financiadas por ele foi em média de 2% a.a., enquanto o *spread* dos bancos comerciais em operações livres de mercado contou com a média de 14,6% a.a.

2.2.4 Garantias requeridas para o Financiamento sob os aspectos de riscos de liquidez e de crédito

Quanto às garantias, ainda que sejam determinadas e exigidas pela instituição concedente do *funding* ou agente financeiro interveniente na operação, é importante que essas sejam vistas sob a ótica do quão robustas elas se apresentam, pelas vertentes de riscos de liquidez e de crédito, pois a constituição delas confere solidez ao *funding* de qualidade e, portanto, credibilidade ao tomador.

Araújo (2014) define Garantia como um objeto ou pessoa que assegura o cumprimento de uma obrigação principal, cujo fato gerador surge quando não há o cumprimento de determinada dívida.

As garantias de financiamentos bancários necessitam ser constituídas por valores, comumente maiores do que o principal tomado e, usualmente, recaem sobre **garantias reais**, isto é, sobre imóveis (hipotecas), propriedades físicas (alienação fiduciária de bens, penhor, etc.) e recebíveis (cessão de direitos creditórios) e **garantias pessoais ou fidejussórias** como as fianças bancárias ou aval, as quais são estabelecidas quando pessoas físicas ou jurídicas assumem a obrigação de honrar um determinado compromisso financeiro no caso de inadimplência do seu tomador principal (ARAÚJO, 2014): o pagamento da dívida é assegurado pelos bens do garantidor. Em todas essas modalidades, as garantias representam um componente oneroso na estruturação dos financiamentos de longo prazo.

A hipoteca é uma garantia que concede ao credor o privilégio na execução de um bem imóvel e de construções ou bens móveis a ele incorporados. Constitui-se sobre um contrato formal que exige escritura pública e registro no cartório de Registro de Imóveis, os quais representam procedimentos dispendiosos, justificados pelos altos valores envolvidos (BORGES, 1999). Em caso de *default* por parte do tomador do financiamento e não havendo credores trabalhistas e fiscais os quais recebem prioridade de liquidação de dívidas, nessa ordem, “poderá haver execução judicial e o bem dado em garantia irá a leilão judicial para se pagar a dívida com exclusão de outros credores, que só terão direito aos saldos, se houver.” (CANEVARI, 2017).

A alienação fiduciária garante a transferência da propriedade do bem para o credor durante a vigência do financiamento, até a sua quitação (FORTUNA, 2008). Canevari (2017) aponta como uma das vantagens da alienação fiduciária, a inexistência de preferência para credores privilegiados, uma vez que o devedor deixa de possuir a propriedade dos bens alienados, mesmo que ocorra falência ou concordata. Além disso, no caso de inadimplência, o

trâmite para a execução da garantia é todo extrajudicial e, portanto, mais célere que no caso da hipoteca (FORTUNA, 2008).

O penhor é conceituado no Código Civil Brasileiro (artigo 1.431), como “a transferência efetiva da posse que, em garantia do débito ao credor ou a quem o represente, faz o devedor, ou alguém por ele, de uma coisa móvel, suscetível de alienação” (BRASIL, 2002). A principal desvantagem dessa modalidade de garantia está relacionada com a natureza ou ao valor dos bens objeto de penhor, pois esses podem sofrer, entre outros agravos, depreciação, remoção, transporte e obsolescência. Essa operação precisa também, a exemplo da hipoteca, respeitar a preferência dos credores trabalhistas e fiscais quanto ao pagamento de obrigações e, por essa razão, a alienação fiduciária é priorizada em detrimento do penhor (BORGES, 1999).

A cessão de direitos creditórios lastreia-se em recebíveis. Essa operação divide-se em duas modalidades: uma em que o banco detém em sua carteira o fluxo de recebíveis de contratos comerciais dos clientes e uma outra, em que os recebíveis são utilizados para a constituição de um fundo de investimentos em direitos creditórios e que, como pontuado por Fortuna (2008), desdobram-se em cotas a serem vendidas a investidores qualificados de grandes empresas, possibilitando maiores prazos, redução de custos, diversificação da carteira e maior volume de crédito disponível.

A fiança, como definida por Martins (2008), é um contrato autônomo no qual o fiador garante o cumprimento de uma obrigação do devedor, caso esse não consiga honrar suas dívidas. Como apontado por Fortuna (2008), a fiança é uma obrigação acessória de uma obrigação principal, ou seja, um contrato acessório que garante o cumprimento das obrigações de outro contrato e é usualmente prestada por instituições financeiras aos clientes, por meio de uma linha de crédito previamente aprovada, com o objetivo de possibilitarem o acesso desses à linhas de crédito de outros bancos.

Em se tratando de fianças destinadas à captação de financiamentos bancários, é denominada fiança civil (CASAGRANDE, 2001). Normalmente elas possuem prazo igual ou inferior a um ano, cabendo renová-las anualmente na instituição financeira emissora, nas operações de financiamento de longo prazo.

O aval garante o pagamento de um título de crédito, no qual o avalista, mediante sua assinatura, torna-se corresponsável pelas obrigações do avalizado, isto é, caso o contratante não possa arcar com o pagamento da dívida, o avalista deverá fazê-lo, pois esse último é solidariamente responsável por ela, o que é reforçado, conforme Fortuna (2008), por meio da garantia plena proporcionada pelo aval. Não há benefício de ordem, ou seja, o avalista não goza do benefício de ser executado somente após a execução do avalizado (BORGES, 1999).

O aval e as fianças nas operações de longo prazo podem ser caros para os avalizados ou afiançados, pois o garantidor poderá exigir contragarantias, o que multiplicará as análises relativas ao financiamento. Pode haver demora e insegurança quanto aos ritos processuais e legais para a sua execução (BORGES, 1999). Para que produzam efeitos práticos, tanto a fiança quanto o aval exigem que o garantidor, avalista ou fiador, possuam idoneidade moral e capacidade de pagamento de acordo com a operação garantida (CASAGRANDE, 2001).

Em 05.08.2023, foi aprovado o Projeto de Lei chamado Novo Marco Legal de Garantias de Empréstimos (PL 4188/2021), o qual cria uma entidade para administrar garantias, permitindo que um mesmo bem possa ser dividido e usado como garantia em mais de uma operação de financiamento. Essa nova regulamentação amplia as disponibilidades de crédito e, como resultado, a capacidade de endividamento dos tomadores (BRASIL, 2021).

O referido Projeto de Lei autoriza que um mesmo bem possa servir de garantia em diferentes operações de crédito, por meio do fracionamento do valor original do bem a diferentes instituições concedentes dos financiamentos (o que antes dessa legislação era impensável), representando uma flexibilização quanto às garantias exigidas em financiamentos, bem como ameniza possíveis atrasos no moroso e extenso rito de formalização das mesmas, a cada nova captação de recursos.

De qualquer forma, é oportuno enxergar a solicitação de constituição de garantias pelo órgão financiador ou agente intermediário na obtenção do financiamento, não somente como uma exigência burocrática, causadora de atrasos na aprovação da operação, além de custosa, devido à formalização e registro em bancos e cartórios desses instrumentos, mas também como um validador e demonstrativo da qualidade do *funding* que está sendo captado, bem como da capacidade de honrar compromissos financeiros e da respectiva credibilidade das empresas tomadoras dos recursos, perante o mercado.

Para sintetizar este tópico, os elementos do *funding* de qualidade estão no Quadro 2, com a respectiva indicação da literatura de apoio.

Quadro 2 – 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) Fortuna (2008)) Canevari (2017)

Fonte: Elaborado pela autora.

2.2.5 O BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

2.2.5.1 Os Bancos de Desenvolvimento, a Origem e Recursos do BNDES e os Impactos Fiscais

Especialmente após a 2.^a Guerra Mundial, devido à necessidade de industrialização e de desenvolvimento econômico e social, começaram a ser criadas as instituições financeiras de desenvolvimento (IFDs) como instrumento de mudança estrutural em diversos países, por meio de instrumentos financeiros destinados a diversos segmentos e setores.

Instituições financeiras de desenvolvimento englobam bancos de desenvolvimento, agências de fomento, agências de crédito à exportação (*export credit agency* – ECA), organismos de iniciativa e cooperação internacional, bancos públicos múltiplos e gestoras de fundos de pensão ou depósitos de poupança, as quais são companhias com características similares aos bancos de desenvolvimento, que concedem financiamentos de longo prazo para segmentos específicos.

O surgimento das IFDs ocorreu em um contexto global de incertezas, crises de confiança entre os agentes e ciclos provocados pela instabilidade de expectativas, justificando a necessidade de intervenção do Estado no mercado financeiro, devido ao entendimento pela maior parte das entidades públicas, de que os atores privados não teriam, por si só, força suficiente para o atendimento adequado das demandas econômicas de produtos e serviços (ALÉM; MADEIRA, 2015).

A contribuição das IFDs impõe-se quanto a superar barreiras estruturais na concessão de financiamentos de longo prazo, bem como em suprir crédito ao mercado, principalmente a setores produtivos essenciais, e em momentos de turbulência e crises econômicas, ambientais e sociais (como a vivida pela pandemia da COVID-19), em que grandes e novos desafios se apresentam, e quando opções de fomento como as proporcionadas por essas organizações viabilizam soluções sem as quais não seriam possíveis.

Para que a engrenagem financeira seja eficaz, a funcionalidade de apoio ao investimento produtivo deve ser estruturada por políticas públicas de curto, médio e longo prazos, a fim de que os aportes de fomento sejam adequados às necessidades de recursos de diversos segmentos econômicos como o agronegócio, a infraestrutura, a indústria, a exportação de bens e serviços e empreendimentos de todos os portes.

A intermediação das IFDs, especialmente dos bancos de desenvolvimento, por meio de instrumentos de crédito, é um mecanismo utilizado tanto por países desenvolvidos, quanto por aqueles em desenvolvimento e emergentes; entretanto o direcionamento dos recursos dessas instituições varia ao longo do tempo de acordo com as demandas e particularidades do país e o grau de desenvolvimento em que suas economias se encontram.

A constituição e forma de atuação das IFDs também variam de país para país, podendo ser parcial ou integralmente públicas e concederem financiamentos de maneira direta e/ou indireta aos tomadores.

Quanto ao *funding* que captam para repassar aos financiados, os depósitos de poupança, empréstimos de instituições privadas e do mercado de capitais local e externo, o capital próprio e aportes governamentais podem ser utilizados em conjunto para lastrear os financiamentos que concedem.

A ONU (2017), em seu Relatório de Financiamento para o Desenvolvimento, considerando os desafios de implementar mundialmente a Agenda 2030 com os ODSs – Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, agregou funções importantes a serem desempenhadas pelos bancos de desenvolvimento em consonância com políticas de governança estruturadas e consistentes:

- mobilização dos recursos dos mercados financeiros a custos menores do que os financiamentos obtidos pelo setor financeiro privado;
- mobilização do capital privado para projetos de âmbito governamental voltados para as necessidades e interesses públicos, por meio de financiamentos em parcerias com organismos afins, e de concessão de garantias e outros mecanismos alternativos a elas;
- disseminação das melhores práticas quanto à competência técnica dos projetos, por meio de estudos de viabilidade econômica, assistência técnica e outras ações;
- patrocínio de iniciativas convergentes com o desenvolvimento sustentável, mesmo em projetos puramente industriais e de infraestrutura.

As IFDs desempenham importante participação não somente na economia de seus próprios países de origem, mas também no mundo. Conforme Quadro 3, de uma amostra de 2015, os ativos somados de 11 IFDs totalizaram USD 3,7 trilhões, equivalentes a 12% do PIB consolidado dos respectivos países.

Quadro 3 - Relação Ativo e PIB das principais IFDs no mundo

IFDs	Ativos (A) (USD bi)	PIB (B) (USD bi)	Participação em seus respectivos países (A/B)
KfW Development Bank (Alemanha)	547,0	3.289,0	16,6%
Vnesheconombank (Rússia)	64,0	1.326,0	4,8%
Nacional Financiera (México)	22,0	1.142,0	1,9%
Caisse des Dépôts et Consignations (França)	170,0	2.375,0	7,1%
CDP - Cassa Depositi e Prestiti (Itália)	433,0	1.780,0	24,3%
CDB - China Development Bank (China)	1.662,0	10.355,0	16,1%
Korea Development Bank (Coreia do Sul)	263,0	1.410,0	18,6%
ICO - Instituto de Crédito Oficial (Espanha)	68,0	1.176,0	5,8%
Japan Finance Corporation (Japão)	206,0	4.622,0	4,4%
Business Development Bank of Canada (Canadá)	15,0	1.553,0	1,0%
BNDES (Brasil)	236,0	1.769,0	13,3%
Total	3.685,0	30.797,0	12,0%

Fonte: ABDE - Associação Brasileira de Desenvolvimento (2016)

Na comparação entre as IFDs da amostra, considerando a relação Ativos sobre PIB, a CDP - *Cassa Depositi e Prestiti* apresenta 24,3% de participação, seguida do KDB - *Korea Development Bank* com 18,6%, do KfW *Development Bank* da Alemanha com 16,6% e do CDB - *China Development Bank* participando com 16,1%, sendo que o BNDES figura como um dos principais bancos de desenvolvimento do mundo, contribuindo nessa análise com 13,3% na economia brasileira.

O CDB possui o maior valor de ativos, quase três vezes maior que o KfW, o qual ocupa o 2.º posto em volume de ativos e que detêm mais que o dobro do porte do BNDES, ainda que a participação desse último seja diferencial na tônica de desenvolvimento do Brasil.

Quadro 4

Áreas de atuação das IFDs selecionadas

	CDB - China Development Bank (China)	KfW Development Bank (Alemanha)	BNDES (Brasil)	CDP - Cassa Depositi e Prestiti (Itália)	CDC - Caisse des Dépôts et Consignations (França)	JPC - Japan Finance Corporation (Japão)	ICO - Instituto de Crédito Oficial (Espanha)	KDB - Korea Development Bank (Coréia do Sul)
Setores								
- Agricultura	X		X			X	X	X
- Infraestrutura	X	X	X	X	X		X	X
- Indústria	X	X	X	X	X	X	X	
- Comércio e Serviços	X	X	X		X	X	X	
Porte								
- MPME	X	X	X	X	X	X	X	X
- Grandes Empresas	X	X	X	X	X		X	X
Segmentos								
- Habitação		X		X	X			
- Exportação		X	X	X	X		X	
- Inovação	X	X	X	X	X	X	X	X
- Economia Verde	X	X	X	X	X	X	X	X
- Internacionalização	X	X	X	X	X	X	X	X
- Mercado de Capitais	X	X	X	X	X	X	X	X
- Cooperação Financeira Internacional	X	X		X			X	

Fonte: Além e Madeira (2015)

Quanto ao Quadro 4, destaca-se que segmentos como de Inovação e Economia Verde, os quais começaram a ser mais atendidos a partir de 2020 pelo setor financeiro privado, devido ao movimento de novos negócios e do tripé ESG – *Environmental, Social and Governance* ou, ainda, usualmente não assistidos ou ao menos de forma não tão significativa pelo mesmo setor,

como as MPMEs – Médias, Pequenas e Micro-Empresas, de Exportação e Habitação, são cobertos pelas IFDs. Essas organizações, majoritariamente, como observado no Quadro 4, apoiam os investimentos na Indústria, na Internacionalização de Empresas e no Mercado de Capitais e justamente nas MPMEs, Inovação e Economia Verde, que, como mencionado, não vinham recebendo o maior foco de dedicação do setor financeiro privado.

Na esfera brasileira, as instituições com esse perfil iniciaram-se em 1808 com a fundação do Banco do Brasil e com a Caixa Econômica Federal em 1861; no movimento pós-2.^a Guerra Mundial, foi inaugurado em 1952 o BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, o qual até 1960 teve como principal objetivo os financiamentos voltados maciçamente para infraestrutura (ferrovias e energia elétrica). A partir de então, o organismo voltou-se para a indústria, passando o segmento de infraestrutura a ocupar o posto de 2.^o maior beneficiário das linhas de crédito do BNDES.

Em 1971, o BNDE tornou-se uma empresa pública, o que lhe permitiu maior autonomia para captação e aplicação de recursos e, ao longo da década de 1970, o banco foi o principal financiador do setor de bens de capital e da modernização da indústria do País, contribuindo com linhas de crédito de longo prazo e de baixo custo (GIACOMINI, 1998). Na década seguinte, foi incorporada ao banco a característica de cunho social, devido ao empobrecimento maior da população brasileira em decorrência da alta inflação e crises econômicas, passando a instituição a chamar-se BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), como assim o é até hoje, sendo que, nas fases posteriores, sua atuação ganhou a dimensão ambiental, o que foi reforçado pelo movimento ESG – *Environmental, Social and Governance* dos últimos anos.

Na década de 1990, o BNDES atuou de forma relevante na privatização das grandes empresas estatais brasileiras em convergência com o Programa Nacional de Desestatização, iniciado em 1991. Nessa esteira, em 1994 foi estabelecida a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), com o objetivo de diminuir o custo dos empréstimos de longo prazo e estimular investimentos, em substituição à Taxa Referencial (TR), a qual era aplicada nas operações de financiamentos concedidas pela instituição até aquele momento.

Vieram então os anos de 2000, e com eles o BNDES ganhou amplitude em outras frentes de negócios, envolvendo políticas e programas orientados ao crédito para as microempresas, inovação, tecnologias disruptivas e novas estruturas e produtos financeiros. Especialmente a partir de 2010, houve significativo incremento no apoio ao comércio, serviços, agronegócio e no PPI – Programa de Parcerias para Investimentos do Governo Federal, atuando ainda mais fortemente como líder no processo de concessões de empresas e como concedente de recursos

à administração pública, com redução concomitante em seu suporte à indústria, o que gerou questionamentos sobre a ampliação de sua atuação e a redução da atenção do banco aos seus mecanismos de transparência e prestação de contas à sociedade. Nos últimos anos, esses temas voltaram a ser objeto de preocupação do banco, havendo, pela percepção do mercado, uma renovação do BNDES em matéria de governança, transparência e gestão de risco, em linha com as novas demandas do mercado, decorrentes de novos tempos.

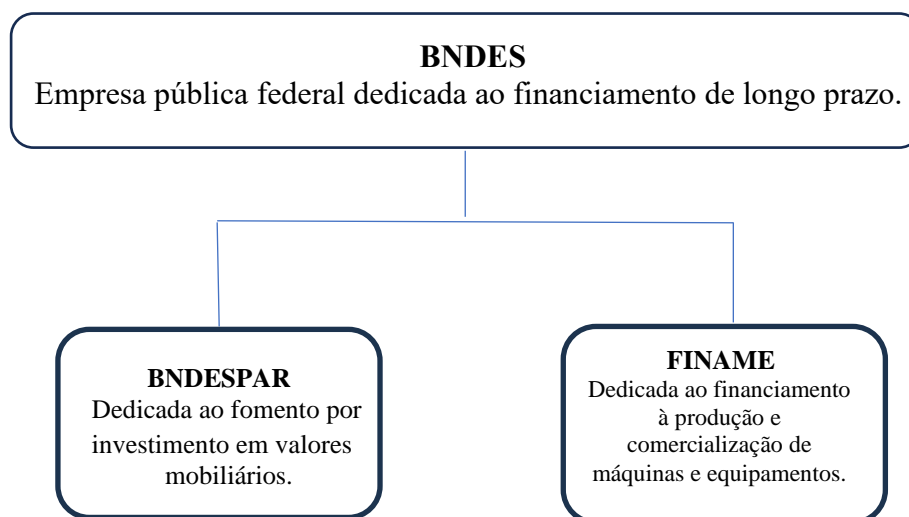
Nesse cenário, cabe destacar que instituições financeiras de desenvolvimento (IFDs), devido aos objetivos pelas quais são instituídas, não devem se desvincular de constantes aprimoramentos em sua estrutura de governança corporativa.

O Sistema BNDES é formado por três empresas:

- o BNDES e suas subsidiárias;
- o BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), o qual atua no mercado de capitais e
- a Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME), destinada ao fomento da produção e da comercialização de máquinas e equipamentos.

Quadro 5

Estrutura do Sistema BNDES

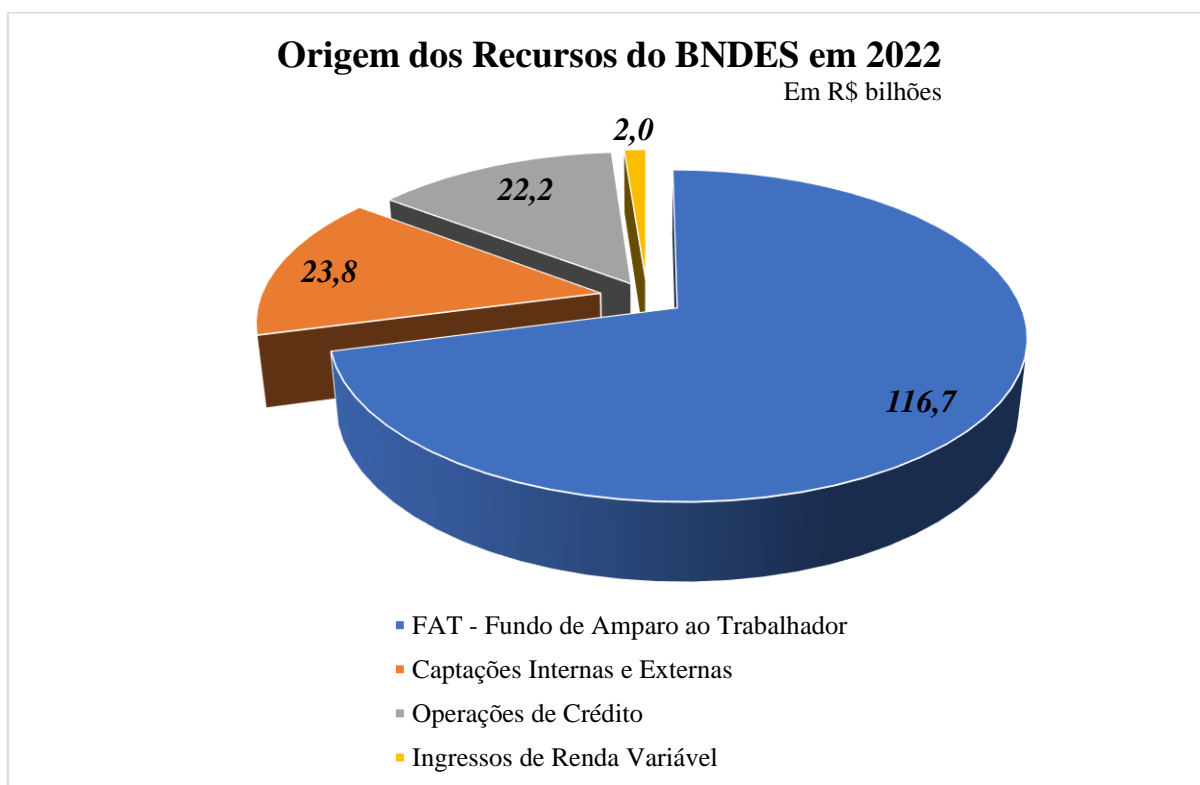


Fonte: Elaborado pela Autora, com dados do BNDES (2023).

A partir de 2023, com o novo Governo Federal, cuja Presidência foi assumida por Luis Inácio Lula da Silva, o BNDES passou a ser vinculado ao MDIC - Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços.

A principal fonte de recursos para o *funding* concedido pelo BNDES é a arrecadação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Além disso, o Tesouro Nacional, as captações internas e externas, os ingressos de renda variável e as operações de crédito são origens de recursos aos financiamentos com o qual o banco opera, sendo que em 2022 esses fundos foram compostos da seguinte forma:

Gráfico 1



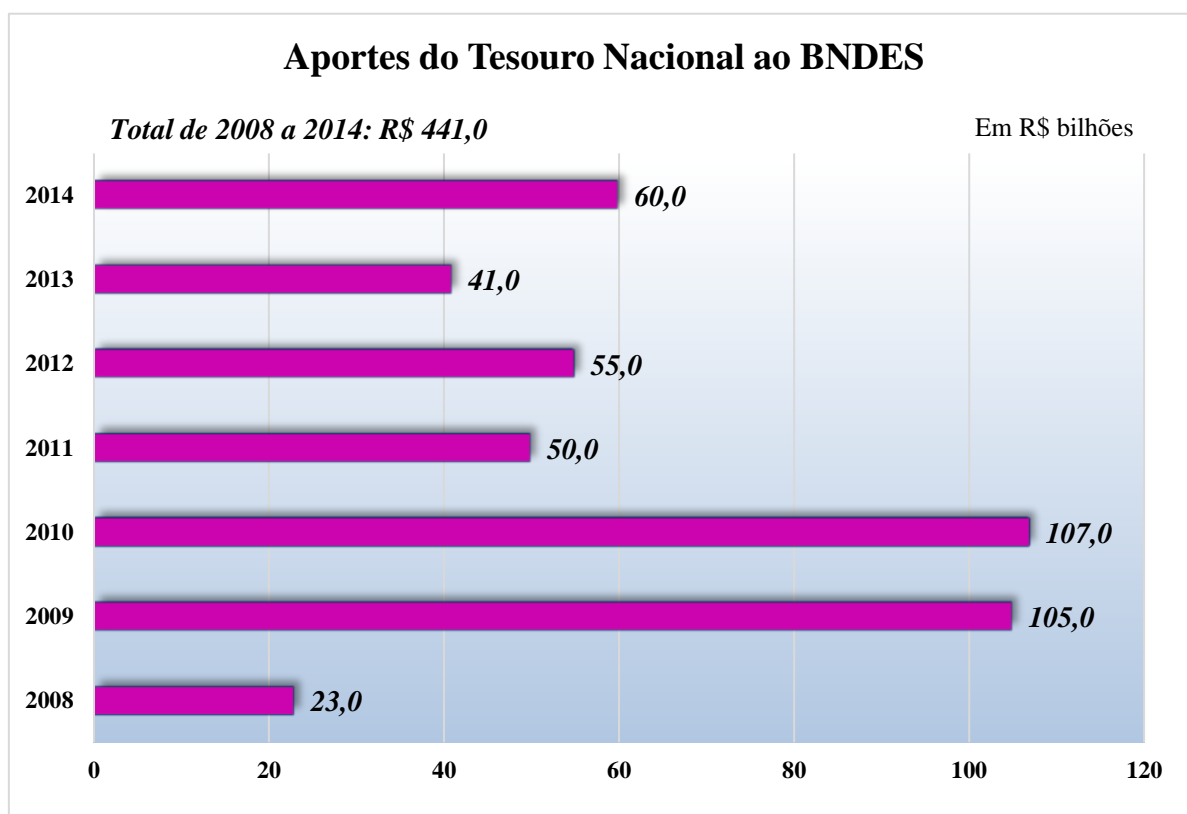
Fonte: Elaborado pela autora com dados do BNDES (2023).

Durante a crise do *subprime* do mercado imobiliário estadunidense, a qual teve efeitos negativos de proporções globais, o Tesouro Nacional passou a disponibilizar recursos em quantias significativas ao BNDES e, em menor grau, aos outros bancos estatais como o Banco do Brasil e a CEF – Caixa Econômica Federal, emitindo e disponibilizando títulos, sem passar pelo orçamento federal. O FAT, que até 2007 correspondia a mais de 50% como provedor dos recursos ao BNDES, foi substituído pelo Tesouro Nacional, o qual por sua vez alcançou em 2014 a marca de 58% como repassador de fundos ao BNDES (BNDES, 2017), sob a “roupagem” de maior autonomia financeira do Estado. Com isso, houve um desequilíbrio ainda maior que o habitual nas contas fiscais do Governo a partir de 2008. Em dezembro de 2015,

esse procedimento foi interrompido, voltando o FAT a ser a principal origem de recursos do BNDES.

Em 2008, apesar dos esforços contracíclicos, isto é, que impedem, contêm ou minimizam os efeitos nocivos advindos de ciclos econômicos, como a recessão, por exemplo; no segundo mandato do Presidente Lula, iniciou-se a política de aportes do Tesouro Nacional aos bancos públicos, tendo o BNDES como principal beneficiário, com a justificativa de que esse último seria utilizado para combater os efeitos da crise do *subprime*, o que se estendeu até 2014, totalizando R\$ 441 bilhões (vide Gráfico 2) em captações da União, destinados a programas de desenvolvimento econômico em infraestrutura e indústria, particularmente para o PSI - Programa de Sustentação de Investimentos, o qual concedia financiamentos a juros mais baixos.

Gráfico 2



Fonte: Elaborado pela autora com dados do BNDES (2017).

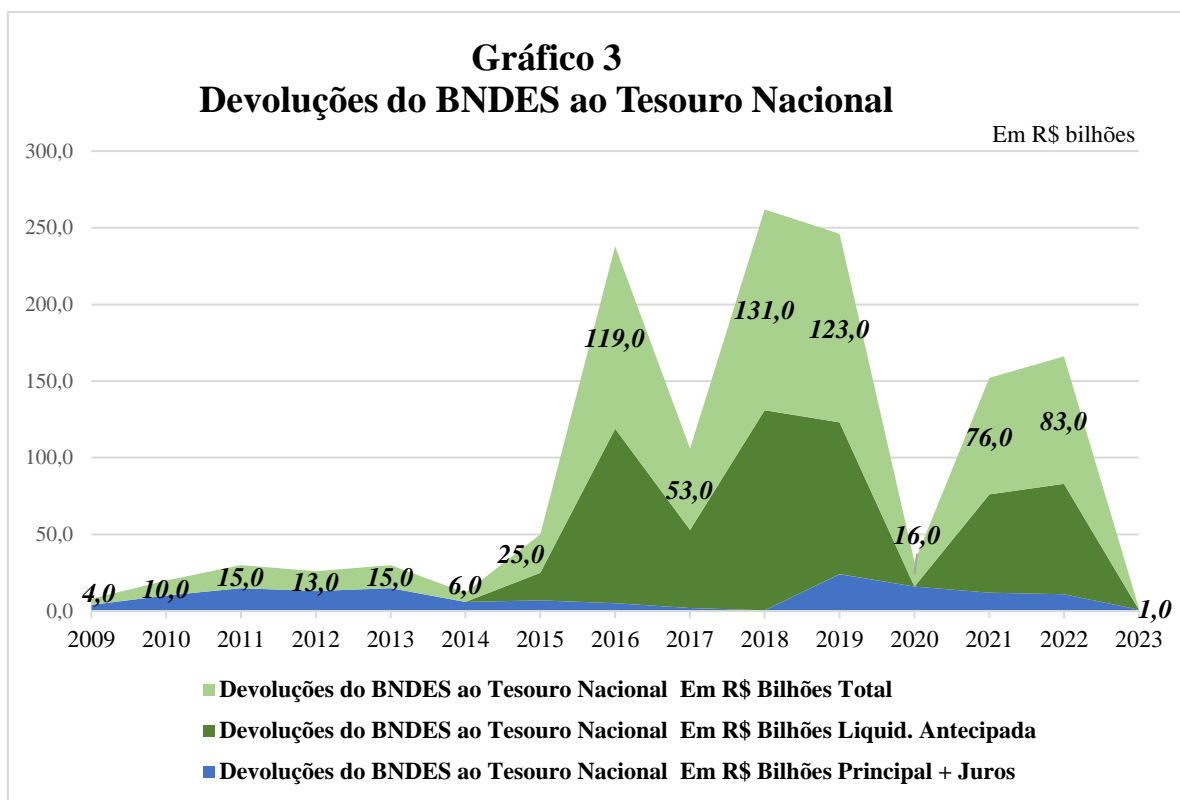
Essa decisão de grandes volumes de aportes ao BNDES pelo Tesouro Nacional, trouxe à tona um panorama controverso, susceptível de muitos questionamentos por parte de economistas e de opositores especialmente durante o Governo de Dilma Rousseff, sendo que

essas críticas ganharam força do 1.º para o 2.º mandato da Presidente, culminando em seu *impeachment* em 2016, considerando basicamente os dois caminhos adotados para essa política:

- os subsídios de crédito (implícitos) advindos da diferença entre o custo de captação dos recursos no mercado e a taxa de juros (até 2018, a TJLP, substituída a partir de então, pela TLP, ambas definidas pelo CMN - Conselho Monetário Nacional) dos empréstimos concedidos pelo BNDES, sendo que, no período de 2008 e 2022, conforme o Tesouro Nacional (2023), esse subsídio alcançou R\$ 229,4 bilhões;

- os subsídios financeiros (explícitos) por sistema de equalização de preços e de taxas de juros.

Entretanto, essas operações foram avaliadas e definidas como irregulares pelo TCU – Tribunal de Contas da União em 2021 (Acórdão 56/2021), quando se determinou que a Secretaria do Tesouro Nacional não mais poderia realizar emissões de títulos públicos em benefício de instituições financeiras (com exceção das emissões específicas para o Banco Central do Brasil, porém somente mediante aprovação prévia do Congresso Nacional e por meio do orçamento público). Então, por determinação do Ministério da Economia, o BNDES iniciou a devolução dos fundos ao Tesouro Nacional na forma de liquidação antecipada, conforme Gráfico 3, sendo que até março/2023 foram retornados aos cofres públicos R\$ 689 milhões, estando em cronograma de devolução por volta de R\$ 24 bilhões remanescentes das mesmas operações.



Fonte: Elaborado pela autora com dados do BNDES (2023)

O banco atua por meio de *funding* e operações de financiamentos, participação acionária em empresas, serviços de estruturação de projetos, inclusive em PPPs – Parcerias Público-Privadas, prestação de garantias, concessão de recursos não reembolsáveis a projetos de economia sustentável, verde, digital e de inovação, além de produção de conhecimento em todas essas áreas.

O BNDES, por seu porte e representatividade, destaca-se entre os bancos de desenvolvimento do mundo, caracterizando-se como uma instituição singular, por sua capacidade de reduzir a escassez de crédito de longo prazo no Brasil, em moeda local, para segmentos responsáveis por conduzir a economia do País.

Desde a crise do *subprime* do mercado imobiliário estadunidense em 2008/2009, os bancos de desenvolvimento voltaram a ter destaque na pauta das discussões de fóruns internacionais como alternativas ao mercado de capitais e de crédito, modulando o sistema econômico e comercial, com atuação contracíclica.

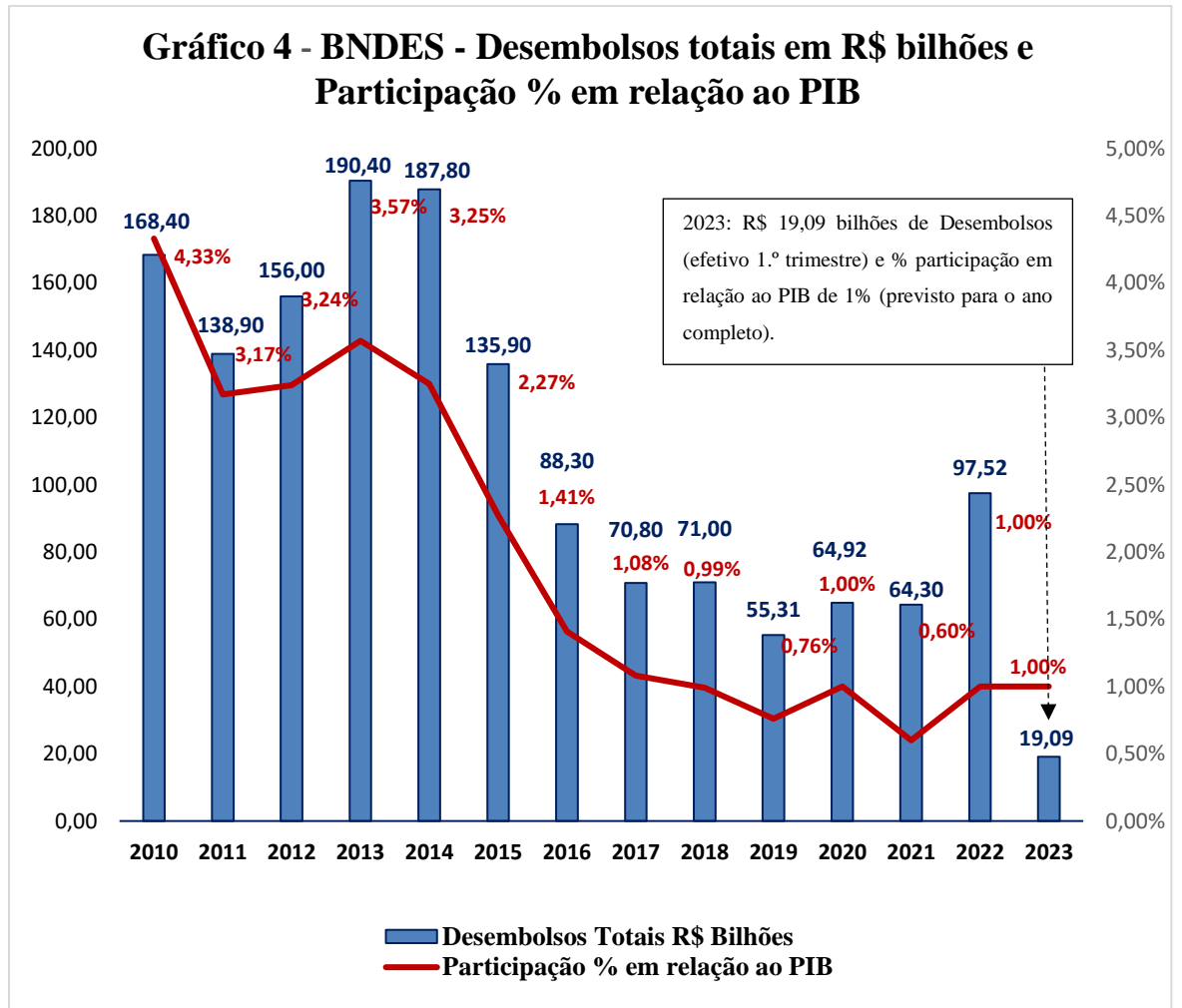
O retrato é o de que as finanças privadas, de forma geral, não alcançam trabalhar com perfil elevado de risco e horizonte de longo prazo exigidos por atividades essenciais ao crescimento, assim como não conseguem dispor de soluções eficientemente alocadas para a captação de fundos globais, mesmo em se tratando de países desenvolvidos como os Estados

Unidos, o qual, ainda que seja detentor de um mercado de capitais bastante avançado, não possui um banco de desenvolvimento de âmbito nacional e tampouco infraestrutura financeira adequada para as demandas de países de renda elevada.

Como destacado por Siffert Filho e Puga (2016) e segundo dados do Fórum Econômico Mundial (2016/2017), os EUA ocupam o terceiro lugar no índice global de competitividade, porém somente a 12.^a posição no *ranking* de qualidade de infraestrutura quanto à capacidade de realizar negócios.

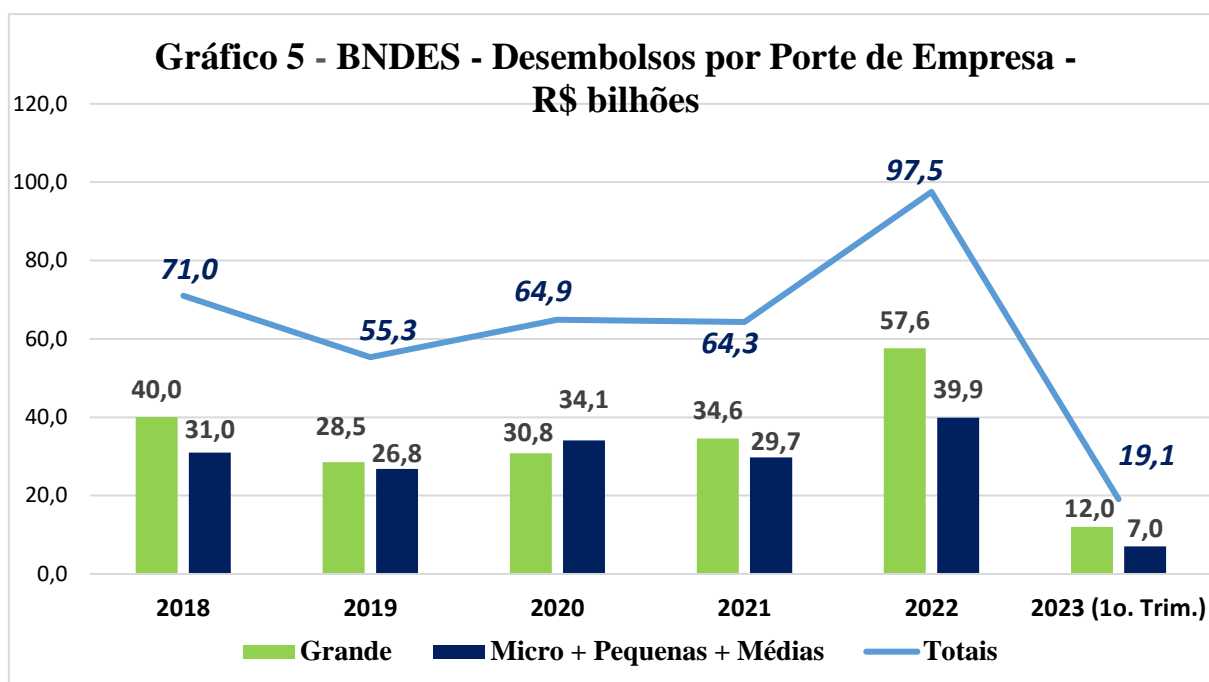
2.2.5.2 Os Desembolsos gerais do BNDES e a TJLP *versus* a TLP

O BNDES continua o maior financiador de longo prazo do País, apesar das inúmeras críticas sofridas por ele especialmente na última década, envolvendo: questões fiscais como o impacto na dívida bruta e o subsídio associado à diferença da SELIC e à TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo, substituída pela TLP – Taxa de Longo Prazo, a partir de 2018); a política monetária, em que a TJLP seria um dos fatores responsáveis por juros altos; às escolhas de investimentos apoiados, particularmente, às empresas chamadas de “campeãs nacionais”, envolvidas em escândalos de corrupção, entre outros temas polêmicos, o que ocasionou uma redução do tamanho do banco e uma consequente desaceleração do ritmo de desembolsos dele, como detalhado no item 2.2.5.1 e conforme Gráfico 4, relativo ao período de 2010 a 2023 (parcial e previsto).



Fonte: Elaborado pela autora, com dados do IBGE (2019), BNDES (2023) e BACEN (2023).

Quanto aos desembolsos concedidos pelo BNDES por porte de empresa, no Gráfico 5 registra-se a distribuição a partir de 2018.



Fonte: Elaborado pela autora, com dados do BNDES (2023).

Na análise do Gráfico 5, observa-se que, predominantemente, as grandes empresas recebem o maior volume de desembolsos - com exceção de 2020 (Governo de Jair Bolsonaro, com o Ministro da Economia Paulo Guedes), quando, por causa da pandemia da COVID-19, foram disponibilizadas linhas emergenciais pelo BNDES para socorro às empresas de menor porte, com soluções de crédito e garantias vinculadas ao programa PEAC FGI lançado em 2020 e continuado em 2021 (instituído pela Medida Provisória n.º 975/2020 de 1.º.06.2020, a qual foi convertida na Lei 14.042 de 19.08.2020).

No PEAC – Programa Emergencial de Acesso a Crédito e FGI – Fundo Garantidor de Investimento (constituição de garantias por FGI, administrado pelo BNDES) e PEAC-Maquinhas, em que foram liberados recursos de até R\$ 50 mil para cada operação, por meio das “maquininhas” eletrônicas de cartão, ficavam retidos 8% do total dos direitos de recebíveis do tomador do financiamento (cessão fiduciária), advindos de transações comerciais no mesmo equipamento (com prazo de 36 meses para pagamento, inclusa a carência de 6 meses e taxa de juros de até 6% a.a., conforme o porte do financiado), o que ajudou ao menos uma parte das micro, pequenas e médias empresas (MPME) a sobreviver à crise, pois, caso contrário, o volume de falências, assim como de destruição dos postos de trabalho, teria sido ainda maior.

No total, somando-se o PEAC FGI e o PEAC – Maquininhas, foram liberados pelo banco R\$ 92,0 bilhões em 2020 e R\$ 21,0 bilhões em 2021.

De qualquer forma, a usual predisposição do BNDES em conceder *funding* a grandes empresas, constitui-se numa das fortes críticas que se faz à instituição, haja vista que as organizações consolidadas e tradicionais (as incumbentes) dispõem de capacidade econômico-financeira para captar recursos de outras fontes privadas, bem como constituir garantias por elas exigidas, além de atenderem aos requisitos para a obtenção de linhas de crédito alternativas no mercado de capitais.

Desde 1994, o BNDES utilizava a TJLP como instrumento de correção monetária dos financiamentos por ele concedidos. Esse índice era baseado na inflação projetada para os 12 meses seguintes, a partir de metas anuais fixadas pelo CMN – Conselho Monetário Nacional, somado a um prêmio de risco.

A TJLP mostrava-se eficaz quanto a lastrear o FAT (principal fonte de recursos do BNDES) e ao mesmo tempo remunerar o banco, porém gerava sistematicamente um descompasso na alocação dos recursos às empresas demandantes de crédito, pois a taxa subsidiada do BNDES cobrada nos contratos de financiamentos era muito menor que aquela comumente praticada no mercado, favorecendo as tomadoras com acesso ao *funding* do BNDES.

Em função dessa distorção e questionamentos sobre a atuação do BNDES, vinculada à política econômica vigente à época, o Congresso Nacional instituiu a TLP, em substituição à TJLP, a partir de 2018, com o intuito de reduzir os gastos do Tesouro Nacional com os subsídios elevados proporcionados pelo banco.

Para tanto, o cálculo da TLP considera uma parcela prefixada, baseada na média de três meses da taxa de juro real da NTN-B (Notas do Tesouro Nacional – Tipo B), com prazo de 5 anos, válida no momento da contratação do financiamento, com uma parcela variável de acordo com a inflação (IPCA) do mês corrente.

Cabe destacar que no período compreendido entre 2013 e 2016, a Selic teve forte elevação em razão, segundo analistas, dos financiamentos concedidos pelo BNDES a taxas muito abaixo do *break even point* (ponto de equilíbrio), o que estava resultando no descontrole da inflação. Apesar desse entendimento do mercado, a recorrente e persistente taxa elevada de juros do Brasil parece ser caracterizada por uma falha macroeconômica estrutural, combinada não somente ao sistema de metas da inflação dependentes de valorização cambial, mas também ao histórico de dificuldades no balanço de pagamentos, ativos financeiros atrelados ao CDI – Certificado de Depósito Interbancário (que é derivado da Selic) e ao cenário de vulnerabilidade fiscal do setor público.

2.2.5.3 A participação dos Bancos Estatais na Economia e do BNDES no Agronegócio

Segundo dados do Banco Central do Brasil (2015), de 2005 a 2014, apenas 20% dos financiamentos nacionais para pessoas jurídicas no País tinham prazo igual ou superior a cinco anos e em torno de 90% dos recursos disponíveis em longo prazo encontravam-se nos ativos dos bancos públicos, sendo o BNDES responsável por 53% deles.

Como as operações em que os bancos privados são agentes intervenientes das captações no BNDES e, não provedores da linha de *funding* também integram as demonstrações financeiras dessas instituições, a participação direta desses na concessão de financiamentos de longo prazo pode até ter sido inferior a 10% no referido período.

Uma das possíveis intervenções do Estado para resolver escassez de investimentos e financiamentos é justamente a provisão direta de crédito pelos bancos públicos, o que pode sugerir má alocação de verbas, por questões políticas. La Porta, López-de-Silanes e Schleifer (2002) evidenciaram, por meio de uma amostra de 92 países, para o período de 1960 – 1995, que a participação estatal no mercado bancário está relacionada com a maior instabilidade e ineficiência financeira e com o menor ganho de produtividade, sendo nula ou negativa sobre o crescimento econômico.

Na via contrária, Corder e Salles Filho (2006) argumentam que seja por meio de subsídios de taxas, de incentivos fiscais ou assumindo riscos rejeitados pelo mercado, o Estado tem mais condições de aportar recursos diretos, motivando a iniciativa privada para novos projetos, baseados na parceria com o setor público. Da mesma forma, Bertay, Demirguc-Kunt e Huizinga (2014) alegam que, em momentos de baixa liquidez no mercado financeiro, a atuação dos bancos públicos pode impedir ou retardar uma deterioração econômica maior.

Há também que se pontuar a transitoriedade dos mandatos dos governos brasileiros (quatro anos iniciais), os quais podem ser renovados por igual período (quatro anos adicionais) e que atuam predominantemente com objetivos de curto e médio prazos, muitas vezes com fins políticos, representando esses aspectos, portanto, obstáculos para metas de longo prazo de desenvolvimento econômico e social do País.

Pela prática de mercado, observa-se empiricamente que o BNDES exerce seu papel de banco de desenvolvimento, por meio das seguintes características:

- menor grau de aversão a riscos;

- atuação em instrumentos de política pública, adequando-se às “ondas” de mercado, como as linhas verde/ESG em vigor a partir de 2021;

- captação de linhas de *funding* internacionais em melhores condições do que os bancos privados, o que lhe permite um domínio maior da gestão de riscos de sua carteira e, conseqüentemente, maior gama de decisões quanto à alocação de recursos, alinhada às estratégias de segmentos prioritários determinadas pelo Governo Federal.

Com foco nas primeiras décadas de sua existência em infraestrutura, passando a migrar gradualmente para a indústria, comércio e serviços, principalmente a partir de 2011, Ferraz e Coutinho (2019) destacam que a maior parte dos recursos do BNDES passaram a ser direcionados ao desenvolvimento da indústria e geração de empregos.

Esse movimento, segundo Lazzarini *et al.* (2015), apontaria para uma tendência de as empresas, mesmo com capacidade para acessar outras fontes de financiamento de longo prazo, optarem por tomar recursos subsidiados do BNDES, evidenciando a substituição de fontes de financiamento privadas pela pública, o que Musacchio *et al.* (2017) designam *crowding out* de intermediários privados por bancos de desenvolvimento. Em outras palavras, os bancos de desenvolvimento reduziriam a atratividade do setor privado em financiar projetos, ao apoiarem esses investimentos com taxas subsidiadas.

O banco ainda é bastante criticado por beneficiar politicamente grandes empresas, bem relacionadas com o governo, como apontam Lazzarini *et al.* (2015), propiciando condições atrativas de financiamento a custos subsidiados, a companhias que poderiam tomar financiamentos do mercado privado, desviando-se dessa forma, de seu propósito maior de desenvolvimento econômico e social do País.

De qualquer forma, por suas linhas de crédito e condições diferenciadas de financiamento, o BNDES vai ao encontro das características do *funding* de qualidade, explorado neste estudo, pois, segundo Albanez *et al.* (2012), “as linhas de crédito do BNDES têm custo diferenciado a fim de atrair e alavancar o desenvolvimento econômico do País”, convergindo portanto para as necessidades de captação de recursos da cadeia expandida do agronegócio, representando suas soluções um atendimento a toda a amplitude do segmento - desde o cultivo das plantações e colheita e criação de animais, envolvendo a aquisição de maquinários e equipamentos, até a produção em larga escala, abarcando o apoio aos agricultores familiares e produtores do campo, até as maiores cooperativas e grandes corporações do agronegócio, além de englobar dois importantes desafios do segmento – a segurança alimentar e a sustentabilidade, resumidas a seguir e detalhadas no Apêndice A – Linhas de Crédito do BNDES (BNDES, 2023).

Linhas de Crédito BNDES para o Agronegócio

- Adaptação à Mudança do Clima e Baixa Emissão de Carbono (ABC+)

Objetivo: Viabilizar um agronegócio mais sustentável, incluindo a integração Lavoura-Pecuária-Floresta (PLF), a recuperação de pastagens, o plantio comercial de florestas e o tratamento de dejetos, entre outras atividades.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

- BNDES Agro

Objetivo: Aumento da capacidade de armazenagem das agroindústrias de carne, leite, açúcar e trigo e das empresas cerealistas, e à aquisição de pulverizadores aéreos agrícolas.

Público: PJ agroindustrial ou cereal (armazenagem); PJ, PF e empresário individual (pulverizadores) PJs produtoras de açúcar ou etanol.

- BNDES Crédito Cerealistas

Objetivo: Investimento em obras civis e na aquisição de máquinas e equipamentos necessários à construção de armazéns e à expansão da capacidade de armazenagem de grãos.

Público: Empresas cerealistas que exerçam as atividades de secar, limpar, padronizar, armazenar e comercializar grãos *in natura*, com unidades armazenadoras certificadas.

- BNDES Crédito Rural

Objetivo: Apoio às atividades agropecuárias por meio da concessão de financiamentos tanto para projetos de investimento quanto para aquisição isolada de máquinas e equipamentos.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

- BNDES Prorenova

Objetivo: Renovação e implantação de novos canaviais para incentivo à produção de cana-de-açúcar no País.

Público: Cooperativas e produtores rurais de cana-de-açúcar; PJs produtoras de açúcar ou etanol.

- **Inovagro**

Objetivo: Incorporação de tecnologias nas propriedades rurais, com o objetivo de aumentar a produtividade e a competitividade das atividades existentes.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

- **Moderagro**

Objetivo: Apoio e fomento ao setor de produção, beneficiamento, industrialização, acondicionamento e armazenamento de produtos agropecuários, incluindo ação de defesa animal e recuperação de solos.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

- **Moderfrota**

Objetivo: Aquisição de tratores, colheitadeiras, plataformas de corte, pulverizadores, plantadeiras, semeadoras e equipamentos para preparo, secagem e beneficiamento de café.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

- **Procap-Agro Giro**

Objetivo: Capital de giro para cooperativas de produção agropecuária.

Público: Cooperativas de produtores rurais.

- **Prodecoop**

Objetivo: Investimento de cooperativas para a modernização de seus sistemas produtivos e de comercialização para se tornarem mais competitivas.

Público: Cooperativas de produção rural e seus cooperados (apenas quotas-partes).

- **Programa para Construção e Ampliação de Armazéns (PCA)**

Objetivo: Aumento da capacidade de armazenagem, por meio da construção, reforma, modernização e ampliação de armazéns.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

- **Proirriga**

Objetivo: Desenvolvimento da agropecuária irrigada e apoio à proteção de cultivos.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

- **Linhas Pronaf**

Objetivo: Apoio ao investimento para elevar a renda dos produtores rurais familiares por meio de nove subprogramas.

Público: Produtores Rurais (PFs ou PJs) com DAP e com renda de até R\$ 500 mil.

- **Pronamp**

Objetivo: Amplas finalidades para produtores rurais.

Público: Produtores Rurais (PFs ou PJs) com renda de até R\$ 2,4 milhões.

- **Renovagro**

Objetivo: Financiamento a Sistemas de Produção Agropecuária Sustentáveis, que contribuam para a redução de impactos ambientais.

Público: Produtores rurais (PFs ou PJs) e cooperativas de produtores rurais.

De acordo ao Apêndice A, observa-se que a maioria das linhas de crédito do BNDES destinadas ao agronegócio, atendem aos requisitos do *funding* de qualidade.

Na esteira das referidas linhas, temos o Fundo Socioambiental, que também converge de forma ampla para os desafios da segurança alimentar e desenvolvimento sustentável, por meio de projetos voltados à geração de trabalho e renda, meio-ambiente, saúde e educação.

A segurança alimentar é a realização do direito de todos ao acesso regular e permanente à nutrição, com alimentos de qualidade, em quantidade suficiente, sem comprometer o acesso a outras necessidades essenciais, tendo como base práticas alimentares promotoras da saúde que respeitem a diversidade nas dimensões ambiental, cultural, econômica e socialmente sustentáveis (BRASIL, 2006).

Já a soberania alimentar, que também está no escopo do Fundo Socioambiental, incorpora o direito à segurança alimentar e à dimensão de autodeterminação dos povos, conferindo aos países a primazia de suas decisões sobre a produção e o consumo de alimentos, respeitando a diversidade cultural e produtiva local (BRASIL, 2006).

Esse Fundo opera com recursos não reembolsáveis, chamados *grants*, isto é, compostos por parte do lucro do BNDES.

Os desembolsos concedidos ao agronegócio vêm superando os desembolsos à indústria (vide Quadro 6), deslocando-se do principal objetivo do BNDES para o qual foi criado em 1952 como um banco de desenvolvimento, voltado essencialmente a impulsionar a infraestrutura e o parque industrial brasileiro.

Quadro 6

Agronegócio, Indústria e Infraestrutura

Desembolsos de Financiamentos do BNDES em R\$ - 2018 a 2023 (1o. Trimestre)

Segmento	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (1o. Trim.)
<u>Agronegócio /Agropecuária Total</u>						
- Total em Bilhões de R\$	14,660 bi	15,870 bi	16,620 bi	16,721 bi	21,471 bi	3,673 bi
- Participação % s/o total de Desembolsos	21,2%	28,7%	25,6%	26,0%	22,0%	19,20%
<i>O BNDES concede a abertura dos desembolsos dos seguintes setores em destaque do segmento Agronegócio/Agropecuária, os quais estão contidos nos totais acima:</i>						
- Extrativa (Vegetal e Florestal)						
Total em Bilhões de R\$	0,180 bi	0,079 bi	0,590 bi	0,384 bi	0,224 bi	0,065 bi
Participação % s/o total de Desembolsos	0,30%	0,10%	0,90%	0,60%	0,20%	0,30%
- Agroindústria						
Alimentos e Bebidas						
Total em Bilhões de R\$	2,289 bi	2,130 bi	1,463 bi	2,002 bi	3,801 bi	1,293 bi
Participação % s/o total de Desembolsos	3,30%	3,90%	2,30%	3,10%	3,90%	6,80%
Celulose e Papel						
Total em Bilhões de R\$	1,029 bi	1,144 bi	1,144 bi	0,604 bi	3,133 bi	0,157 bi
Participação % s/o total de Desembolsos	1,5%	2,1%	1,8%	0,90%	3,20%	0,80%
<u>Indústria Total</u>						
Total em Bilhões de R\$	12,304 bi	8,816 bi	13,263 bi	10,409 bi	19,114 bi	6,116 bi
Participação % s/o total de Desembolsos	17,80%	15,90%	20,40%	16,20%	19,60%	32,00%
<u>Infraestrutura Total</u>						
Total em Bilhões de R\$	30,433 bi	24,407 bi	24,765 bi	26,171 bi	42,192 bi	5,519 bi
Participação % s/o total de Desembolsos	43,90%	44,10%	38,10%	40,70%	43,30%	28,90%

Fonte: Elaborado pela Autora, com dados do BNDES (2023).

Essa mudança de direcionamento vem provocando críticas crescentes por parte de empresários industriais, economistas e diferentes alas congressistas, particularmente nos últimos quatro anos, os quais afirmam que setores e subsetores da indústria vêm amargando *déficit* de investimentos para o seu crescimento e até mesmo sua sobrevivência (multinacionais, inclusive, encerraram suas atividades fabris no País, como as automobilísticas - Ford e Mercedes-Benz; essa última, na linha de automóveis e as eletrônicas - Sony e Panasonic).

O agronegócio já conta com linhas públicas de crédito do Banco do Brasil, sendo um segmento bastante rentável e que transaciona com preços em alta no comércio internacional,

não enfrentando a mesma dificuldade da indústria, sendo por isso capaz de obter empréstimos com maior facilidade no setor privado.

Às críticas, O BNDES contra-argumenta que o agronegócio é também uma das estruturas prioritárias da economia (AGÊNCIA SENADO, 2022).

Até 2017, a indústria superou o agronegócio em desembolsos. A partir de 2018, essa posição se inverteu, e em 2019 o agronegócio contou com 80,0% a mais em liberação de recursos por parte do BNDES, quando se compara à indústria. O segmento de infraestrutura manteve a sua prevalência em todo esse período, como se demonstra no Quadro 1, com exceção do 1.º trimestre de 2023, em que a indústria superou a infraestrutura em desembolsos, em 10,82%.

Essa diferença a favor do agronegócio, em detrimento da indústria, mantém-se nos anos seguintes: 25,3% em 2020, 60,6% em 2021 e 12,3% em 2022. Já no encerramento do 1.º trimestre de 2023, a indústria supera o agronegócio, em desembolsos, em 66,5%, porém o agronegócio deve finalizar a totalidade de 2023, novamente com uma vantagem na liberação de recursos sobre a indústria, considerando investimentos adicionais ao primeiro em sustentabilidade, ampliação da capacidade de armazenagem e segurança alimentar, autorizados ao BNDES pelo Governo Federal em 06.06.2023, por R\$ 7,6 bilhões, sendo que parte desses recursos deverão ser desembolsados ainda em 2023.

Com esse montante adicional, o total de linhas de crédito disponibilizadas pelo BNDES ao agronegócio no 1º Semestre/2023 passa a R\$ 11 bilhões, o que confirma que nos últimos cinco anos, ele tem sido um dos principais segmentos da economia brasileira a receber apoio do banco de fomento.

2.3 A Governança Corporativa e sua influência sobre o *Funding* de Qualidade

A Governança Corporativa, muito provavelmente, tem sido um dos mais relevantes temas de discussão e pesquisa no ambiente de negócios da atualidade, considerando suas interações com diversas áreas das organizações e no ecossistema do qual ela faz parte, envolvendo as esferas governamentais e a sociedade como um todo.

Os escândalos de corrupção ocorridos na Enron, WorldCom, Tyco e West entre a virada do século XX para XXI e início dos anos 2000, a implosão de tradicionais e sólidos bancos devido à crise do *subprime* imobiliário americano calcado em derivativos exóticos em 2008 e mais recentemente, entre 2017/2018, novos escândalos por fraudes no banco Wells Fargo e Equifax revelam, como argumentado por Bhagat e Bolton (2019), possíveis pontos de

fragilidade em comum nessas companhias, quanto à efetividade dos mecanismos de governança, incluindo o desalinhamento do plano de remuneração e incentivos para CEOs, diretores, investidores e conselheiros, tomando como exemplo as acusações por desvios financeiros contra o *ex-chairman* da Nissan, também em 2018. “A remuneração dos conselheiros deve fazer jus à sua responsabilidade, experiência e qualificação” (Lazzarini, 2015).

Khanchel (2007) aponta os principais determinantes de uma robusta Governança Corporativa: diretores e comitês independentes, dimensão da direção, segregação de papéis e funções entre presidentes e conselhos de administração das organizações, assembleias de diretoria, atribuições de membros do comitê de auditoria, reputação dos auditores e reuniões dos comitês de auditoria.

Alinhado a esse panorama, em 2002 o Congresso dos Estados Unidos da América – EUA sancionou a lei *Sarbanes-Oxley Act* - SOX, contando com uma série de normativos com o intuito de restringir e regular o comportamento corporativo, resultando em proteger os investidores estadunidenses quanto à utilização indevida dos recursos das empresas listadas na bolsa de valores dos EUA. A SOX definiu a criação de mecanismos de auditoria e de procedimentos de *compliance* confiáveis, melhorando a percepção de riscos, impedindo a ocorrência de fraudes e garantindo a transparência na gestão das empresas (KOMAI; RICHARDSON, 2011).

Entretanto, para as empresas não listadas na bolsa americana, a SOX não é aplicável e/ou mandatória. Segundo Ross *et al.* (2022), muitas companhias estadunidenses e estrangeiras optaram por retirar suas ações da bolsa, devido aos altos custos de conformidade impostos pela lei. Isso poderia explicar a vulnerabilidade que se seguiu quanto à aplicação efetiva dos princípios da governança corporativa, mesmo após a implantação da SOX e dos Acordos de Basileia. Esses últimos, no que tange ao norteamento do sistema bancário e monetário mundial.

Já no Brasil, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), anteriormente denominada BM&F Bovespa, estabeleceu os segmentos especiais de listagem de ações, segregados por níveis de governança corporativa, objetivando a convergência de interesses entre acionistas e a gestão das empresas listadas. Santos *et al.* (2015) defendem que a criação dos níveis de governança pela bolsa de valores contribuiu com a consolidação e aceitação das boas práticas no mercado brasileiro.

Os segmentos especiais de listagem, a saber, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 foram instituídos em 2001, quando a BM&F Bovespa constatou que regras robustas e rígidas de governança corporativa para os participantes da bolsa seriam essenciais para não só desenvolver

o mercado de capitais, que ainda é restrito no País, bem como, conforme Leite (2017), promover a atração de novos investidores, conferindo maior solidez à instituição.

A adesão a esses níveis de listagem é voluntária, pois envolve um conjunto de regras que devem ser estritamente seguidas por elas perante a B3, sendo essa decisão mais habitual quando há a abertura de capital e respectivo IPO – *Initial Public Offer*, considerando que, como alegam Ross *et al.* (2022), há uma alteração profunda na estrutura de capital dessas empresas.

2.3.1 Níveis de Governança Corporativa – B3

A organização de capital aberto aderente ao **Novo Mercado**, que é o mais alto nível de governança corporativa da B3, possui como obrigações principais as seguintes, conforme a BM&F BOVESPA (2001):

- proibição de emissão de ações preferenciais;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando houver a venda do controle da companhia;
- estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização do balanço anual seguindo as normas do *United States General Acceptable Accounting Principles* (USGAAP) ou *International Accounting Standards* (IAS);
- introdução de melhorias das informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado, e
- cumprimento das regras de *disclosure* de informações em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

O compromisso por parte da empresa, quanto ao cumprimento das normas determinadas pelo segmento do Novo Mercado, é formalizado pelos controladores e administradores dela por meio de contrato firmado com a B3.

O **Nível 1** de adesão estabelece-se por meio dos padrões mínimos de adoção das práticas de governança corporativa, segundo a BM&F BOVESPA (2001):

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options* e
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Para adesão ao **Nível 2**, além do cumprimento de todas as obrigações determinadas para o Nível 1, a organização e seus controladores devem incorporar procedimentos de controles e *compliance* em todos os níveis da administração, como aponta a BM&F BOVESPA (2001), alguns deles coincidentes com as exigências para o Novo Mercado.

Entre as principais regras relativas ao Nível 2, incluem-se:

- mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando há venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas pautas, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível 2 e
- adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

Para efeitos deste estudo, a pesquisa contou também com um grupo de amostra representada por empresas que atuam na B3, mas que **não possuem classificação dos segmentos especiais em governança corporativa.**

Um sistema de governança corporativa bem estruturado, com bom funcionamento e controle, propicia à companhia atrair investimentos, levantar fundos (MUSA *et al.*, 2014) e alcançar fatores críticos de sucesso nos negócios (VALASKOVA *et al.*, 2018). Musa *et al.* (2014) ainda apontam que a aplicação efetiva das boas práticas da governança corporativa fortalece a estabilidade financeira da firma e sua resiliência frente aos desafios financeiros futuros.

Tomadas de decisão bem sustentadas e mais céleres e a minimização de conflitos de interesses entre acionistas e administradores, permitem a toda a cadeia envolvida no gerenciamento dos negócios interagir de forma contributiva para o alcance dos objetivos da organização (GROFCIKOVA, 2016). Instituições financeiras credoras incluem-se nesse processo de colaboração promovido pela governança corporativa, ao proverem *funding* às corporações, em melhores condições de repagamento.

O tema a respeito de conflitos da agência foi originalmente discutido por Jensen e Meckling (1976), os quais publicaram a Teoria da Firma, cuja questão reside no fato de o agente-principal (acionista) contratar um agente (gestor) para que administre a empresa em seu lugar. De acordo com a referida teoria, os executivos e conselheiros contratados pelos *stakeholders* estariam dispostos a agir em interesse próprio e não em defesa desses últimos, maximizando, portanto, suas oportunidades pessoais quanto a salários, ganhos com operações, concentração de poder, etc..

Para tratar essa situação, os autores indicaram aos acionistas um conjunto de princípios e medidas para que o foco voltasse ao *core* de interesse da organização, abarcando procedimentos, controle, monitoramento e ampla divulgação de informações ao mercado e aos próprios acionistas, configurando a governança corporativa.

As boas práticas da governança corporativa podem influir direta e positivamente sobre a qualidade do perfil de endividamento e, conseqüentemente, na estrutura de capital (FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016), a qual é objeto de grande atenção no ambiente financeiro corporativo, especialmente das grandes corporações, em um cenário marcado pela recessão financeira, motivado fortemente pela pandemia da COVID-19, com restrições ao crédito e mercados de capitais em constante desenvolvimento com novos produtos e soluções complexas e estruturadas que causam maior susceptibilidade em termos de divergências e

particularidades na gestão financeira, mais especificamente envolvendo operações de captação de financiamentos e, particularmente, em mercados emergentes, como o Brasil.

Silveira *et al.* (2020) alegam que a governança corporativa ganha destaque à medida que o mercado de capitais avança e se difunde ainda mais em todas as camadas da sociedade.

A governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC, 2015). Para Silveira, Perobelli e Barros (2008), as empresas que aderem às boas práticas de governança corporativa possuem condições mais vantajosas para captar recursos externos e podem, dessa forma, influenciar as decisões de financiamento. Em outras palavras, o acesso ao *funding* de primeira linha, em maiores volumes financeiros e prazos de vencimentos, com taxas menores ou subsidiadas, é facilitado, em maior ou menor grau.

Em contraposição, Procianoy e Schnorrenberger (2004) argumentam que as empresas que adotam práticas de governança corporativa e apresentam maior concentração de propriedade, mostram aversão ao endividamento e ao risco financeiro.

Ainda correlacionando a governança corporativa com a estrutura de capital, Cicogna, Toneto Júnior e Valle (2007) concluíram que a adoção das boas práticas de governança corporativa pode aumentar a captação de recursos, pois à medida que as estruturas de governança são aprimoradas, as restrições ao crédito diminuem. Barros, Silva e Voese (2015) afirmam que a presença de mecanismos de governança corporativa pode reduzir significativamente os custos de financiamentos com fontes de terceiros, contribuindo com a qualidade da estrutura de capital das organizações.

Há a necessidade do aprimoramento da governança corporativa nas empresas como instrumento de resposta aos conflitos da agência, considerando que os interesses pessoais podem nortear, indevidamente, as decisões de financiamentos quanto às modalidades e estruturas, que implicam custos financeiros elevados e/ou distorcidos à organização, não priorizando, portanto, a maximização dos lucros dos acionistas (SILVEIRA, 2002). Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976) reforçam que as relações entre o acionista e o administrador podem levar a conflitos da agência, pois o segundo é contratado pelo primeiro para executar determinadas atividades, porém nem sempre o administrador agirá em defesa dos interesses do acionista.

A adoção dos princípios da governança reduz a assimetria de informações perante o mercado, assegurando transparência (que é um dos pilares essenciais da governança) em dados primordiais das organizações, tais como capacidade produtiva, lucratividade, liquidez,

rentabilidade, tangibilidade dos ativos, geração de caixa operacional e níveis de endividamento e alavancagem financeira que integram a estrutura de capital.

Os investidores e concedentes de linhas de financiamento, ao contarem com dados empresariais que revelam de fato, com integridade e fielmente, a situação econômico-financeira das empresas, sentem-se mais propensos a não somente concederem o *funding*, mas também em condições mais favoráveis aos tomadores, as quais incluem maiores volumes a serem financiados, taxas menores ou subsidiadas e prazos mais extensos de amortização. Segundo Koerniadi, Krishnamurti e Torani-Rad (2014), reflete-se o endividamento em benefícios financeiros para os que contraem essas dívidas, pois eles podem otimizar seus recursos, alocando-os a projetos mais rentáveis e por priorização, de acordo às necessidades de investimento das empresas.

Focando no agronegócio, pesquisa divulgada pelo IBGC e a KPMG (2022) intitulada “Governança no Agronegócio: percepções, estruturas e aspectos ESG nos empreendimentos rurais brasileiros”, contou com a participação de proprietários, administradores, conselheiros e consultores de 367 empreendimentos rurais de grande porte. A seguir, o Quadro 7, elaborado pela autora, oferece a compilação dos principais resultados da pesquisa.

Quadro 7 - Governança no Agronegócio: percepções, estruturas e aspectos ESG nos empreendimentos rurais

Governança no Agronegócio: Percepções, Estruturas e Aspectos ESG nos Empreendimentos Rurais

Amostra: 367 respondentes

QUESITO	SIM	NÃO	PARCIALMENTE	NÃO OPINARAM
A Governança Corporativa é importante ou muito importante para o negócio	85%	15%		
Governança Corporativa - Principais Necessidades				
<i>Plano de sucessão</i>	54%			
<i>Mapeamento de riscos corporativos e operacionais</i>	52%			
<i>Melhorias no ambiente de controles internos e de compliance</i>	51%			
<i>Formalização de Papéis e Responsabilidades</i>	50%			
<i>Profissionalização da gestão</i>	45%			
<i>Formalização de políticas e procedimentos internos</i>	42%			
<i>Decisão e formalização de alçadas de decisão</i>	42%			
<i>Não vêem necessidade desses aspectos atributos</i>		7%		18%
Os líderes de sua Organização tem conhecimento das práticas de Governança Corporativa:				
<i>Faturamento superior a R\$ 1 bilhão (11% da amostra)</i>	90%	5%	5%	
<i>Faturamento R\$ 400 milhões até R\$ 1 bilhão (8% da amostra)</i>	89%	4%	7%	
<i>Faturamento de R\$ 100 milhões até R\$ 400 milhões (16% da amostra)</i>	86%		14%	
<i>Faturamento de R\$ 20 milhões até R\$ 100 milhões (20% da amostra)</i>	77%	8%	15%	
<i>Faturamento até R\$ 20 milhões (45% da amostra)</i>	65%	10%	25%	
<i>Obs.: Conforme Receita Bruta Agropecuária Anual - RBAA de 2020</i>				
A sua Organização adota práticas de Governança Corporativa				
<i>Possuem regras ou políticas de remuneração do trabalho dos sócios</i>	58%	42%		
<i>Possuem Diretoria Executiva</i>	56%	44%		
<i>Realizam Assembléia/Reunião Anual dos Sócios</i>	55%	45%		
<i>Possuem Conselho Consultivo</i>	15%	85%		
<i>Possuem Conselho de Administração</i>	35%	65%		
<i>Há segregação das funções de Diretor-Presidente e Presidente do Conselho de Administração</i>	63%	37%		
Horizonte do Plano Estratégico		20%		18%
<i>Longo Prazo</i>	45%			
<i>Curto Prazo</i>	35%			
Pautas Específicas				
Empresas Familiares	80%	20%		17%
<i>Interesse da próxima geração na empresa familiar</i>	79%	21%		
<i>Programas de Treinamento para preparar os possíveis sucessores</i>	31%	69%		
<i>Conselho de Família para propor e monitorar as atividades da família</i>	29%	60%	11%	
<i>Melhorias no tratamento de conflitos quando há o Conselho de Família</i>	63%	37%		48%
ESG - Environmental, Social and Governance		46%		28%
<i>Discussão dos riscos e oportunidades socioambientais na Diretoria ou Conselho</i>	42%			
<i>Departamento dedicado a avaliar riscos e oportunidades socioambientais</i>	26%			
<i>Divulgação ao público/mercado de relatórios sobre as práticas socio-ambientais</i>	17%			
<i>Divulgação aos sócios de relatórios sobre as práticas socio-ambientais</i>	16%			
<i>Redução de gases de efeito estufa e economia de baixo carbono</i>	23%			
<i>Políticas de recursos humanos envolvendo treinamento, reconhecimento e bem-estar dos funcionários</i>	54%			
<i>Apoio a projetos de desenvolvimento da comunidade entorno</i>	42%			
Ética e Conduta				18%
<i>Possui um código de ética/conduta</i>	44%			
<i>Possui um canal de denúncias</i>	26%			
<i>Adota procedimentos de diligência para os fornecedores, parceiros e/ou terceiros críticos</i>	25%			
<i>Possui critérios e e normas de conduta e relacionamento com agentes públicos</i>	24%			
<i>Adota procedimentos de diligência em todos os fornecedores, parceiros e/ou terceiros</i>	17%			
<i>Nenhuma das opções anteriores</i>		40%		

- 85% dos respondentes consideram que a prática da Governança Corporativa é importante ou muito importante;

- 54% dos participantes da pesquisa indicam que o plano de sucessão está entre os principais aspectos necessários da governança corporativa, seguido por 52% quanto ao mapeamento de riscos corporativos e operacionais, 51% acerca de melhorias no ambiente de controles internos e *compliance* e 50% no que tange à formalização de papéis e responsabilidades;

- quanto maior o porte da organização, mais conhecimento ou ao menos maior noção sobre o tema ela possui. 90% dos respondentes alegam conhecimento das práticas de governança corporativa, pertencem ao grupo das empresas que faturam mais de R\$ 1 bilhão anualmente, enquanto aquelas que faturam até R\$ 20 milhões anuais o percentual reduz-se para 65%;

- quanto à adoção das boas práticas de governança, 58% dos participantes afirmam que possuem regras ou políticas de remuneração do trabalho dos sócios; 56% possuem diretoria executiva; 55% efetuam assembleias/reuniões anuais com os sócios e 50% possuem conselho, dos quais 15% são de cunho consultivo e 35% de administração, o que se traduz pelo grande porte dos empreendimentos rurais da amostra. Adicionalmente, 63% apontam que existe separação entre as funções de diretor-presidente e presidente do Conselho de Administração;

- com respeito ao horizonte do plano estratégico, o longo prazo conta com 45% de representatividade, enquanto o de curto prazo, com 35%;

- sobre a inovação, para 49% dos respondentes o tema é discutido nas reuniões de diretoria ou conselho; 26% possuem um departamento próprio para tanto;

- as empresas familiares são maioria na pesquisa, correspondendo a 80% da amostra e, nessa esfera, 79% dos participantes indicaram que há interesse da próxima geração em assumir a gestão familiar; entretanto somente 31% dessas companhias, oferecem programas de treinamento para o plano de sucessão que é uma grande preocupação das familiares; 29% possuem um conselho de família, o qual é encarregado por propor e acompanhar as atividades do núcleo familiar, servindo inclusive como interface com os outros departamentos de governança. Um fator bastante positivo, entretanto, é que, quando há a existência desse conselho, 63% dessas empresas ficam confortáveis em tratar os conflitos, gerando confiança e reciprocidade entre os membros;

- quanto aos aspectos de gestão ESG – *Environmental, Social and Governance*, 42% dos participantes informam que os riscos e as oportunidades socioambientais são debatidos na diretoria ou no conselho, havendo também, em 26% dessas organizações, um departamento

específico para avaliá-los. Complementarmente, há a divulgação ao público/mercado de relatórios sobre as práticas socioambientais aderidas em 17% e 16% divulgam essas mesmas informações aos sócios; 23% dos respondentes contam com programa voltado à redução de gases de efeito-estufa e carbônico – CO₂; 54% possuem práticas de treinamento, reconhecimento e bem-estar dos funcionários e 42% são ativos em colaborar com projetos de desenvolvimento e qualificação da comunidade ao redor.

Inovação e desenvolvimento de novos produtos financeiros para atender diversos segmentos, inclusive o do agronegócio, serão cada vez mais comuns na economia; daí a importância de um processo robusto de governança corporativa que possa conciliar a necessidade de regulação com o processo de inovação financeira, inclusive na captação de novas formas de financiamento de qualidade superior.

3 METODOLOGIA

Esta dissertação possui como enfoque a perspectiva das empresas tomadoras de recursos, sendo utilizado o **método misto de pesquisa – quantitativa e qualitativa**, com a abordagem quantitativa predominante e a qualitativa como complemento, possuindo natureza aplicada e de caráter não apenas majoritariamente descritivo, mas também exploratório.

A pesquisa descritiva coleta dados quantitativos para responder a perguntas de pesquisa, que iniciam com quem, o quê, quando, onde e como, enquanto a exploratória gera *insights* e ideias que irão ajudar a compreender a situação-problema (HAIR JR. *et al.*, 2017).

Trata-se de pesquisa *ex post facto*, pois será responsável por verificar a partir de fatos passados um fenômeno ocorrido e seus impactos, e de objetivo **explicativo**, aliada à literatura nacional e internacional existente.

“A pesquisa *ex post facto* tem por objetivo investigar possíveis relações de causa e efeito entre um determinado fato identificado pelo pesquisador e um fenômeno que ocorre posteriormente.” (FONSECA, 2002)

De acordo com Gil (2008), a pesquisa *ex post facto* é definida como “uma investigação sistemática e empírica na qual o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes, porque já ocorreram suas manifestações ou porque são intrinsecamente não manipuláveis”.

A pesquisa está dividida em duas etapas, para melhor concepção e consecução dos seus objetivos específicos, os quais sustentam o objetivo principal.

3.1 Etapa 1: Quantitativa

Pesquisa quantitativa é um método científico que utiliza uma modelagem ou combinadas modelagens estatísticas, tais como a média, mediana, moda, desvio-padrão, correlação, regressão linear e regressão logística, análise fatorial e análise de *cluster*, mas não se limitando a elas, a fim de quantificar de forma lógica e estruturada, opiniões e informações de um população-alvo, convertendo esses dados em resultados numéricos, destinados a um determinado estudo, não cabendo interpretações subjetivas.

Segundo Mattar (2001), a pesquisa quantitativa busca a validação de hipóteses mediante a utilização de dados estruturados, estatísticos, com a análise de um número de casos representativos, recomendando um curso final da ação. Ela quantifica os dados e generaliza os resultados da amostra para os interessados.

Malhotra (2001) aponta que o objetivo final de uma pesquisa quantitativa é “quantificar” os dados para generalizar os resultados de uma amostra para a população-alvo, sempre coletados a partir do maior número possível de casos que correspondam a uma amostra representativa, por meio de instrumentos estruturados e cuja análise se dê utilizando estatística.

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.

Os **dados primários** são aqueles dados brutos coletados em primeira mão pelo pesquisador, por meio de suas ferramentas e conhecimento prévio sobre o tema, ou seja, o fato de não depender de fontes externas se constitui numa vantagem. Outro aspecto benéfico é que, por estarem sendo coletados no campo, em tempo real, esses dados são bastante atualizados, o que lhes conferem muito maior credibilidade. As desvantagens principais são que eles são mais onerosos, dependendo de investimento para que ocorram, haja vista a complexidade para obtê-los, envolvendo várias etapas de coleta e maior tempo para que sejam compilados e, assim, possam ser utilizados.

Já os **dados secundários** são obtidos por meio de fontes e, conseqüentemente, de pesquisas, relatórios e análises já produzidas e coletados para outros propósitos inicialmente e não para o projeto em questão. Suas principais vantagens são o menor custo, pois outros pesquisadores já os levantaram e os analisaram e justamente pelo fato de já se encontrarem disponíveis, produzem *outputs* mais rápidos para o estudioso do projeto atual. As desvantagens são que eles podem se tornar obsoletos, retardando ou prejudicando a eficácia da nova pesquisa.

Segundo Hair Jr., Page e Brunsveld (2020), a principal vantagem é a eficiência de recursos, pois há menor custo e tempo dispendido para a obtenção das informações, enquanto as principais desvantagens são o desalinhamento de propósito das informações obtidas com a pesquisa atual, inclusive se estão atualizadas ou não, pois frequentemente fazem parte de bancos de dados, nem sempre periodicamente revisados, e de não se saber se essas informações provêm de fontes fidedignas.

Nesse contexto, o pesquisador deve exercer análise crítica acerca dos aspectos de validade e confiabilidade dos dados secundários obtidos, entre outros também bastante relevantes, conforme apontado por Hair Jr. *et al.* (2017):

1. propósito - os dados devem ser cuidadosamente avaliados sobre como eles se relacionam com os objetivos da pesquisa atual, haja vista que foram coletados, originalmente, para outros objetivos. Muitas vezes, os dados coletados não estão consistentes com o que se busca para o projeto corrente;
2. acurácia – o pesquisador precisa estar atento à precisão e atualização dos dados obtidos, por já estarem disponíveis, habitualmente na Internet;
3. consistência - é importante buscar várias fontes, quando se trabalha com dados secundários, para assegurar a consistência desses.
4. credibilidade - competência técnica, qualidade dos serviços, reputação, treinamento e *expertise* do corpo de analistas das fontes secundárias de dados devem ser checados no mercado, previamente à coleta;
5. metodologia - falhas nos procedimentos metodológicos podem resultar em dados inválidos ou não confiáveis. O pesquisador, por isso, deve avaliar o tamanho e a descrição da amostra, bem como as respostas obtidas num questionário, por exemplo.
6. fontes tendenciosas - pesquisadores devem identificar se há motivações outras das organizações detentoras dos dados secundários, tais como interesses comerciais, políticos ou de grupos em particular, o que pode resultar na manipulação dos dados, em vez de apresentá-los como de fato o são.

Conforme Vergara (1997), **o universo ou população da pesquisa** é o conjunto de elementos que possuem as características que serão objeto do estudo e a **amostra** é uma parcela convenientemente selecionada do universo, a partir de um critério de representatividade.

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), conforme Apêndice B, sendo que foram percorridos os seguintes critérios para a delimitação desta:

- 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;
- 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, as 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**.

Diante da análise da Estatística Descritiva realizada e verificando-se os indicadores **Econômico-Financeiros** das empresas que compõem a amostra final, há **desvios-padrão** significativos entre elas, com destaques para as variáveis EBITDA, receita líquida, endividamento líquido e alavancagem (dívida líquida/EBITDA), pois essas integram setores distintos na cadeia expandida do agronegócio.

Da mesma forma, no conjunto de variáveis **Empréstimo**, o desvio-padrão expressivo da amostra é observado principalmente nas variáveis valor total de desembolso, prazo total de financiamento e carência e, *spread* do agente financeiro.

Ainda nas variáveis **Empréstimo**, nota-se que 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, com taxa subsidiada média de 8,47% e *spread* médio do agente financeiro em 2,86%, atendendo, portanto, os quesitos do *funding* de qualidade, sendo sugerido também que, para os diferentes setores da cadeia expandida do agronegócio, há diferenças nas condições de financiamento concedidas pelo BNDES.

Os portes das empresas e os valores de mercado possuem uma extensa faixa entre os valores mínimos e os valores máximos: R\$ 3,47 bilhões o menor valor de ativos e R\$ 206,3 bilhões o maior valor, enquanto o menor valor de mercado é de R\$ 3,04 bilhões e o maior, de R\$ 207,9 bilhões, ou seja, as medidas estatísticas **mínima** e **máxima** possuem representatividades econômico-financeiras, bem próximas, individualmente, para ambas as variáveis – ativos e valor de mercado. Esse aspecto confirma que há diferentes perfis de empresas na amostra final, ratificando a existência de **desvios-padrão** significativos.

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** será a Análise Estatística das Variáveis Quantitativas, por meio de **Estatística Descritiva, Matriz de Correlação, Teste de Diferença de Média T-Student e Regressão Linear Múltipla**.

Como definido por Hair Jr. *et al.* (2017), a **Estatística Descritiva** é usada para resumir e descrever os dados obtidos de uma amostra. Dois tipos de medidas são usualmente utilizados para descrever dados - medidas de tendência central e medidas de dispersão.

As medidas de tendência central localizam o centro de uma distribuição de dados secundários coletados (como neste estudo) e as medidas de dispersão descrevem quão próximo da média ou de outra medida de tendência central, o resto dos valores incidem na distribuição, isto é, como os dados estão dispersos em torno de um valor central, o que permite ao pesquisador reportar a variabilidade de dados numa determinada escala.

Neste estudo estão sendo aplicadas a **Média** como medida de tendência central e o **Desvio-Padrão**, a **Range (Mínima e Máxima)** e a **Frequência** como medidas de dispersão.

A **Média** (Aritmética) é obtida por meio da soma de todos os valores de uma distribuição, cujo resultado é então dividido pelo número de dados secundários.

O **Desvio-Padrão** é o valor estatístico que especifica o grau de variação em cada variável e representa a distância da distribuição dos valores a partir da Média; a **Range** é a distância entre o menor e o maior valor de cada variável e a Frequência **Absoluta** é o número de vezes que um mesmo elemento se repetiu num conjunto de dados.

A **Regressão** também faz parte da etapa quantitativa desta pesquisa e essa possui como objetivo principal analisar como se comportam as relações entre um conjunto de variáveis explicativas, métricas ou *dummies*, e uma variável dependente métrica (evento em estudo).

A Regressão é usada para prever comportamentos ou eventos futuros com um nível aceitável de estatística, enquanto o **Coefficiente de Correlação** mede o grau de covariação entre duas ou mais variáveis, avaliando a força de associação entre elas. Cabe apontar, porém, que “a existência de um modelo de regressão não significa que ocorra, obrigatoriamente, relação de causa e efeito entre as variáveis consideradas!” (FÁVERO, 2015).

Nesta pesquisa, utilizou-se o **Coefficiente de Correlação Spearman**, o qual é uma medida estatística de associação linear entre duas variáveis em que ambas são medidas usando escalas ordinais (*ranking*). O *Spearman* é indicado quando qualquer uma das variáveis for representada por dados de ordem de classificação e, neste estudo, foi utilizado já que a maioria das variáveis não possuem distribuição normal.

Tanto a Correlação quanto a Regressão são técnicas estatísticas capazes de identificar se a conexão entre as variáveis é estabelecida de forma coerente e sistemática.

Nesse contexto, denomina-se **variável dependente** a aquela prevista ou explicada por uma ou pelo conjunto de variáveis independentes. Quanto à(s) **variável(is) independente(s)**, é (são) a(s) causa(s) presumida(s) de qualquer mudança na variável dependente.

Como destacam Hair Jr., Page e Brunsveld (2020), a variável dependente sofre um efeito presumido ou responsivo a uma mudança na(s) variável(is) independente(s) e essa(s), por sua vez, trata-se não só de variáveis selecionadas como preditoras, como também são variáveis explanatórias potenciais das variáveis dependentes.

Segundo Hair Jr. *et al.* (2005), os seguintes conceitos determinam as relações entre as variáveis:

- **presença** - se existe significância estatística entre as variáveis, há também a presença de relação entre elas. O entendimento do comportamento de uma ou mais variáveis pode levar ao entendimento de uma outra variável.

Nesse espectro, a hipótese nula ocorre quando se estabelece que não há nenhuma associação entre as variáveis em questão (sendo então o coeficiente de correlação

zero ou muito baixo), a qual é testada para possível rejeição sob a premissa que é verdadeira;

- **natureza das relações** - esse conceito define se a relação entre as variáveis é linear ou não linear.

Uma relação linear é uma relação em linha reta, entre duas ou mais variáveis, permanecendo a mesma natureza da relação entre as variáveis, em todo o conjunto dessas.

Com o valor da variável X, alcança-se o valor de Y, por meio da seguinte equação para a Regressão Simples:

$$Y = a + bX, \text{ onde}$$

Y = Variável prevista.

X = Variável usada para prever Y.

a = intercepção, ou ponto onde a linha atravessa o eixo Y quando $X = 0$.

b = inclinação, ou mudança em Y para qualquer mudança correspondente a uma unidade de X.

Uma relação não linear (também chamada de curvilínea), caracteriza-se pela modificação da natureza da relação em ambas as variáveis, isto é, na Y (dependente) e na X (independente).

Segundo Hair Jr. *et al.* (2005), há quase um consenso teórico entre os pesquisadores de administração em trabalhar-se com relações lineares, pois as análises das conexões entre as variáveis nessa situação mostram-se eficientes e adequadas, enquanto as relações não lineares apresentam uma alta complexidade, as quais não se justificam vantajosas sobre as lineares.

- **direção** - a direção da correlação pode ser positiva (+) ou negativa (-), dependendo da direção da relação entre as variáveis;
- **força de associação** - a força de associação é descrita conforme o Quadro 8, obedecendo às faixas de Variação dos Coeficientes de Correlação:

Quadro 8 - Regras Práticas sobre o Valor do Coeficiente de Correlação *	
Variação do Coeficiente	Força de Associação
$\pm 0,91 - \pm 1,00$	Muito Forte
$\pm 0,71 - \pm 0,90$	Alta
$\pm 0,41 - \pm 0,70$	Moderada
$\pm 0,21 - \pm 0,40$	Pequena, mas definida
$\pm 0,01 - \pm 0,20$	Leve, quase imperceptível
* Supondo-se que o coeficiente de correlação seja estatisticamente significativo. Fonte: Hair Jr. <i>et al.</i> (2005).	

Quando uma relação está presente deve ser avaliada a Força de Associação, pois associações muito fortes indicam alta probabilidade de haver relação entre as variáveis e, de forma oposta, a forma de associação leve/quase imperceptível, indica que uma associação coerente e sistemática não se faz presente entre as variáveis.

Nesta pesquisa, pela importância de se conhecer a influência combinada de variáveis independentes sobre uma dependente, a Autora optou pela análise de **Regressão Múltipla**, a qual possibilita mensurar essas conexões sem executar diversas correlações ou regressões bivariadas que se limitam a utilizar uma única variável independente para prever uma única variável dependente.

Na análise de Regressão Múltipla, são inseridas muitas variáveis independentes na mesma equação de regressão e, então, é prevista uma única variável dependente, a saber:

$$\begin{array}{c}
 Y_1 \\
 \text{(métrica)}
 \end{array}
 =
 \begin{array}{c}
 X_1 + X_2 + X_n \\
 \text{(métricas)}
 \end{array}$$

A Regressão Múltipla vai ao encontro da análise dos critérios do *Funding* de Qualidade, ora com um indicador (exemplo: taxa subsidiada % a.a.) “isolado” como variável dependente, sendo testado com os outros indicadores (total desembolso R\$ milhões, prazo total anos, carência anos e *spread* % a.a.), ora como variáveis independentes e assim sucessivamente, até que todos os indicadores ocupem a posição de variável dependente.

Essa técnica estatística paramétrica é denominada **ANOVA**, a qual representa a análise de variância de uma única variável dependente, isto é, univariada, pois é usada para avaliar diferenças de grupo numa única variável dependente métrica.

Define-se **variância** como a média do desvio quadrado sobre a média de uma distribuição de valores.

De forma geral, a Regressão Múltipla pode apresentar-se mais realista do que a Regressão Simples ou Bivariada e, particularmente neste estudo, haja vista que a previsão de modelos financeiros e de financiamentos é afetada não por um fator, mas por vários.

Quanto ao método dos mínimos quadrados (R^2), inserto na Regressão Múltipla, Wooldridge (2012) interpreta-o como a proporção da variação amostral da variável dependente explicada pelo conjunto de variáveis independentes. É uma técnica matemática relativamente simples, passível de minimizar erros na previsão da variável dependente a partir das variáveis independentes, ou seja, o R^2 mostra quanto há de variação na variável dependente quando conjugada com as variáveis independentes, sendo que, quanto maior o R^2 , mais a variável dependente está vinculada às variáveis independentes usadas na previsão.

O R^2 pode variar entre 0 e 1 (0% a 100%), porém, de acordo com Fávero *et al.* (2009), é praticamente impossível a obtenção de um R^2 igual a 1, uma vez que é bastante improvável que todos os pontos irão situar-se em cima de uma reta.

Nesse contexto, um teste **F** traz maior confiabilidade ao se comparar a variância explicada pela regressão com a variância não explicada, permitindo conhecer se a relação global é estatisticamente significativa, ou seja, quanto sofre mudança a variável dependente (Y), a cada alteração na variável independente (X).

Para haver significância estatística, a regra é que **F** seja menor do que 0,05. Porém, conforme Fávero (2015), há uma restrição sobre como o teste **F** avalia a significância conjunta das variáveis independentes, haja vista que ele não define qual ou quais das variáveis consideradas no modelo apresentam parâmetros estimados estatisticamente diferentes de zero, a um determinado nível de significância.

Segundo Hair Jr. *et al.* (2017), a variância total é composta pela variância dentro do grupo enquanto a variância entre os grupos mede quanto a amostra média dos grupos difere entre si. Já a variância dentro do grupo mede quanto os resultados dentro de cada grupo diferem uns dos outros. A distribuição F é a razão da variância entre grupos e a variância dentro dos grupos:

$$F \text{ ratio} = \frac{\text{variância entre grupos}}{\text{variância dentro dos grupos}}$$

Assim, é recomendável que o pesquisador avalie se cada um dos parâmetros do modelo de regressão é estatisticamente diferente de zero, ou, em outras palavras, se as variáveis

independentes testadas na Regressão Múltipla são de fato relevantes, a fim de serem incluídas no modelo final proposto para cada variável dependente.

Já a estatística **t** (ou teste **t**) é importante para fornecer ao pesquisador a significância estatística de cada parâmetro a ser considerado no modelo de regressão e as hipóteses do teste correspondente, sendo o **t**, conforme Hair Jr. *et al.* (2019), a raiz quadrada do valor **F**, aproximadamente.

O Teste **t** pode ser usado para testar uma hipótese, afirmando que as médias para as variáveis associadas a duas amostras independentes ou grupos serão as mesmas. O uso desse teste requer dados de intervalo ou razão e pressupõe que as amostras tenham distribuições normais e as variâncias sejam iguais. O Teste **t** avalia se as diferenças observadas entre duas médias amostrais ocorreram por acaso ou se existe uma diferença real. Ainda que uma distribuição normal seja assumida com esse teste, ela é bastante robusta e relevante para desvios da normalidade.

O Teste **t** é apropriado em situações em que o tamanho da amostra é pequeno, como nesta pesquisa, em que a amostra final conta com 31 empresas da cadeia expandida do agronegócio.

O Teste **t** usa a distribuição **t**, também chamada de *t student*, a qual é empregada para testar hipóteses, sendo essa uma distribuição simétrica em forma de sino com uma média de 0 e um Desvio-Padrão de 1. Como aponta Hair Jr. *et al.* (2017), o valor de **t** é calculado por meio da seguinte equação:

$$Z = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{S_{x1} - x_2} \quad \text{onde}$$

x_1 = média da amostra 1

x_2 = média da amostra 2

$S_{x1} - x_2$ = erro-padrão da diferença entre as duas médias.

O Teste **t** é apropriado para testar diferenças em somente dois grupos, enquanto a **ANOVA** pode testar diferenças em três ou mais grupos.

A fim de viabilizar a análise do impacto da Governança Corporativa sobre o *funding* de qualidade, a dissertação criou **quatro grupo de amostras**, cada qual com diferentes níveis de governança corporativa, de acordo com as classificações da B3 e descritos em detalhes no Capítulo 2 – item 2.3, subitem 2.3.1., sendo que para averiguar a qualidade do *funding* dentro

de cada amostra, foram utilizados cinco indicadores **quantitativos** e um indicador **qualitativo**, amplamente abordados no Capítulo 2 – item 2.2, conforme Quadro 9, com o resumo do método de pesquisa.

Quadro 9 – Níveis de Governança Corporativa e Indicadores de Qualidade do *Funding*

Amostra: NM	Amostra: Nível 1	Amostra: Nível 2	Amostra: NC
<p>Novo Mercado: Mais alto grau de governança corporativa da B3, com critérios mais rígidos de cumprimento de normas.</p>	<p>Subsetor Nível 1: nível mais básico em regras de governança corporativa da B3.</p>	<p>Subsetor Nível 2: conjunto de regras de maior amplitude e maior rigor em relação ao Nível 1, entretanto inferior ao patamar de prestação de contas, exigido pelo Novo Mercado.</p>	<p>Setor expandido Não Classificado: não aderente aos níveis dos segmentos especiais de governança corporativa da B3.</p>



Indicador (quantitativo) VOLUME	Indicador: (quantitativo) PRAZO	Indicador: (quantitativo) CARÊNCIA	Indicador: (quantitativo) SUBSÍDIO	Indicador: (quantitativo) SPREAD	Indicador: (qualitativo) GARANTIAS
Igual ou Superior a R\$ 10 milhões.	A partir de 5 anos.	Mínima de 12 meses.	Taxa Básica: TJLP, TLP, TFB ou Selic + <i>spread</i> do BNDES: Máximo de 10% a.a.	Sem <i>spread</i> ou com <i>spread</i> máximo de 3,5% a.a.	Robustez por meio dos critérios de riscos de liquidez e de crédito, conforme Quadros 12, 13, 14, 15 e 16 do Capítulo 4 – item 4.2 - Etapa 2 – Qualitativa

Fonte: Elaborado pela autora.

3.2 Etapa 2: Qualitativa

Em complemento à Etapa 1 – Quantitativa, esta dissertação conta com a Etapa 2 – Qualitativa, envolvendo a análise de robustez das garantias exigidas das empresas da cadeia expandida do agronegócio que integram a amostra final, no processo de obtenção de financiamentos junto ao BNDES, tanto nos aspectos de liquidez, quanto de crédito, por meio de dados secundários, bem como entrevistas semiestruturadas e em profundidade com gestores financeiros, responsáveis pela captação de *funding* das empresas também da amostra final.

A **pesquisa qualitativa**, segundo Lakatos e Marconi (2010), “consiste na observação de fatos e fenômenos tais como ocorrem espontaneamente, na coleta de dados a eles referentes e no registro de variáveis que se presumem relevantes, para analisá-los”. Para Hair Jr. *et al.* (2017), é o conjunto de dados em forma de texto ou imagens usando questões em aberto, observações ou achados.

A abordagem qualitativa permite investigar dados e fatos de forma mais profunda, pois os pesquisadores buscam entender os apontamentos dos entrevistados, permitindo identificar informações até então desconhecidas e reações imprevistas, em vez de simplesmente classificar as respostas em categorias preestabelecidas e com pouca margem para compreender e explicar as devolutivas recebidas.

A abordagem qualitativa, com frequência, é usada em pesquisas exploratórias, cujos objetivos são reunir informações e esclarecimentos de forma mais estruturada para os problemas de pesquisa, criar hipóteses ou estabelecer prioridades de pesquisa.

As garantias requeridas para o financiamento indicam o “apetite” de risco do BNDES ou do banco intermediário e quanto esses estão cobertos no que tange aos aspectos de liquidez e crédito. Elas são instrumentos a serem acionados em caso de *défaut* de pagamento das parcelas de principal e juros e servem também de balizadores ao mercado, sobre quão salutar financeiramente está a empresa tomadora.

Entrevista é um método amplamente utilizado para a coleta de dados em pesquisas de administração e negócios, obtendo-se informações de respondentes acerca de um problema ou tema de interesse. Uma entrevista é uma conversa guiada e proposital entre duas ou mais pessoas (HAIR JR. *et al.*, 2017).

Segundo Hair Jr. *et al.* (2017), o método de entrevistas em profundidade é aquele em que, num ambiente face a face, o pesquisador apresenta questões semiestruturadas ao entrevistado. Nesse método, o entrevistador pode realizar perguntas mais subliminares a fim de

obter maiores percepções, comportamentos e ações relativas àquele ponto em específico que está sendo questionado.

A entrevista semiestruturada caracteriza-se por um modelo de entrevista flexível, combinando perguntas fechadas e abertas (MINAYO, 2010), sobre um roteiro prévio, porém o entrevistado pode realizar comentários, assim como o entrevistador pode realizar questões de esclarecimentos ou complementares à pergunta-base, ou ainda retornar a ela, se houver desvios por parte do entrevistado, trazendo maior espontaneidade à entrevista.

A Técnica de Análise de Dados adotada foi a análise qualitativa das respostas, com transcrição de entrevistas, em que foram estabelecidas as perguntas abaixo. Na consolidação das respostas, foi mantida a confidencialidade dos respondentes (com exceção de um participante que autorizou a divulgação de seus dados), devido à sensibilidade das informações:

- 1 – A companhia, de forma geral, adota as práticas de governança corporativa?
- 2 - Nas decisões de captação de financiamentos, são observadas as práticas de governança corporativa?
- 3 – Especialmente quanto aos recursos tomados no BNDES, quais são as linhas captadas?
- 4 - As linhas captadas no BNDES estão alinhadas às necessidades de capital de giro e liquidez da organização?
- 5 – Em média, qual o valor tomado, quais os prazos de financiamento e carência e qual a taxa e *spread* obtidos em financiamentos do BNDES?
- 6 – Quais as garantias exigidas nos financiamentos do BNDES e respectivo custo médio delas sobre os montantes tomados?
- 7 – Na sua percepção, você sente que a governança corporativa é elemento fundamental na qualidade do *funding* captado no BNDES? Por favor comente como e sob quais circunstâncias.

Os resultados das análises qualitativas das garantias exigidas das empresas da amostra final, bem como a compilação das entrevistas realizadas, encontram-se no Capítulo 4 - Resultados Obtidos, item 4.2 - Etapa 2 - Qualitativa.

Para melhor elucidar o método de pesquisa, segue Matriz de Amarração.

Quadro 10 – Matriz de Amarração

Matriz de Amarração

TÍTULO								
O impacto da governança corporativa na captação de financiamentos junto ao BNDES pelas grandes e médias empresas da cadeia expandida do agronegócio								
PERGUNTA DE PESQUISA								
Qual a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e o acesso à <i>funding</i> de qualidade por grandes e médias empresas da cadeia expandida do agronegócio?								
Objetivo Geral	Objetivos Específicos	Constructos/Categorias de Análise	Referencial Teórico	Indicadores	Fonte de Dados	Instrumento de Coleta de Dados	Técnica de Análise de Dados	Questionário
Avaliar a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e o acesso à <i>funding</i> de qualidade pelas grandes e médias empresas da cadeia expandida do agronegócio.	* (i) analisar se as grandes e médias empresas do agronegócio adotam as práticas de governança corporativa;	Decisão de Captação de Financiamentos	Modigliani e Miller (1958) Myers e Majluf (1984) Silveira, Perobelli e Barros (2008) Matias <i>et al.</i> (2014) Mações (2018)	-Análise da qualidade dos <i>fundings</i> obtidos junto ao BNDES em termos de valores dos financiamentos, prazos (amortização e carência para pagamento), custos (taxa básica, com ou sem <i>spread</i>) e flexibilização e custo das garantias exigidas sobre o montante financiado.	Dados Secundários (de 50 empresas de grande e médio porte do agronegócio, extraídos da B3, BNDES e complementarmente, do site Fundamentos de avaliação de empresas)	Formulários, com a utilização do Excel e/ou SPSS <i>Statistics Software</i>	Análise Estatística, através de Testes de Diferenças de Médias	
	* (ii) em alinhamento com (i), identificar se as práticas de governança corporativa facilitam o acesso das grandes e médias empresas do agronegócio às linhas de financiamento do BNDES;	<i>Funding</i> de Qualidade e o BNDES	Borges (1999) Fortum (2008) Araújo (2014) Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016) Canevari (2017)	-Percepções e entendimentos dos tomadores de decisão - tesoureiros e gerentes financeiros, bem como dos analistas dos respectivos departamentos e equipe de controles internos e jurídica quanto ao impacto dos atributos de governança corporativa na captação de financiamentos e sobre as linhas de <i>funding</i> tomadas, em termos de valores, prazos, custos, garantias e também do fluxo documental e operacional.	Complementar: Dados Primários (através de 6-7 entrevistas em profundidade, semi-estruturadas com especialistas em financiamentos de empresas de grande e médio porte da cadeia expandida do agronegócio)			1 - A companhia, de forma geral, adota as práticas de governança corporativa? 2 - Nas decisões de captação de financiamentos, são observadas as práticas de governança corporativa? 3 - Especialmente quanto aos recursos tomados junto ao BNDES, quais são as linhas captadas? 4 - As linhas captadas junto ao BNDES estão alinhadas às necessidades de capital de giro e liquidez da organização? 5 - Em média, qual o valor tomado, quais os prazos de financiamento e carência e qual a taxa e <i>spread</i> obtidos em financiamentos do BNDES? 6 - Quais as garantias exigidas nos financiamentos do BNDES e respectivo custo médio das mesmas sobre os montantes tomados? 7- Pela sua percepção, você sente que a governança corporativa é elemento fundamental na qualidade do <i>funding</i> captado junto ao BNDES? Por favor comente como e sob quais circunstâncias.
	* (iii) em alinhamento com (ii), verificar se as práticas de governança corporativa permitem a captação do <i>funding</i> de qualidade (no que tange a valores, prazos, custos e garantias).	A Governança Corporativa e sua influência sobre o <i>Funding</i> de Qualidade	Jensen e Meckling (1976) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (1999; 2015) Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016) Silveira <i>et al.</i> (2020) Ross <i>et al.</i> (2022)				Questionário semi-estruturado	Análise de Conteúdo (transcrição das entrevistas)

Fonte: Elaborado pela autora.

4 RESULTADOS OBTIDOS

4.1 Etapa 1 - Quantitativa

Para melhor compreensão da amostra final, foram utilizadas diversas técnicas de estatística descritiva, cujos resultados e análises estão nas tabelas a seguir.

Tabela 1 – Análise da Estatística Descritiva

Tabela 1 - Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas

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: A autora, com base nos dados secundários.²

Análises da Estatística Descritiva

² Variáveis **Empréstimo**: operações de financiamento das empresas da amostra final, efetivadas com recursos do BNDES, no período de 2020 a 2022. Para as empresas da amostra final que eventualmente não captaram *funding* da instituição no referido período, foi(or)am utilizada(s) a(s) operação(ões) do ano mais recente ou do único ano em que ocorreu(ram).

Variáveis **Econômico-Financeiras**: balanços patrimoniais e demonstrativos dos resultados do exercício das empresas da amostra final, dos anos-base encerrados em 2021 e 2022.

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).

Tabela 2 – Frequência das Variáveis Quantitativas

Tabela 2 - Frequência das Variáveis Quantitativas

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 <i>Rating</i> de Risco	31	17	54,84%	N/A	N/A	N/A

Fonte: A autora, com base nos dados secundários da pesquisa.

Observações

- N/A: não aplicável;
- as variáveis Novo Mercado e Presença de *Rating* de Risco não atingem 100% de frequência, pois é esperado que nem todas as empresas da amostra possuam nível de governança corporativa do Novo Mercado na B3 – inclusive isso é o que distingue esse grupo de empresas das outras com governança corporativa do Nível 2, Nível 1 ou, ainda, sem aderência à governança corporativa da instituição. Da mesma forma, nem todas as empresas da amostra contam com *rating* de avaliação de riscos, pelas agências internacionais;
- as agências de *rating* de avaliação de riscos são companhias independentes que acompanham as atividades financeiras de instituições públicas e privadas, identificando o risco de crédito (*default*) e de investimentos em seus ativos, por meio dos quesitos de governança corporativa e do risco-país, entre outros. A avaliação por parte dessas empresas ocorre por meio da divulgação de um relatório financeiro e principalmente pela atribuição de uma nota de risco, chamada *rating*. Existem muitas agências de avaliação de riscos atuando em todo o mundo, entretanto, como a Suno (2018) aponta, as três agências de riscos mais importantes e com maior credibilidade em todo o mercado são a Moody's, a Fitch e a Standard & Poor's (S&P), as quais detêm cerca de 95% do mercado global de análise de riscos.

Análise das Frequências das Variáveis Quantitativas

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 se trata 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; 5,60 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.

Tabela 3 - Matriz de Correlação entre as Variáveis Quantitativas

Tabela 3 - Matriz de correlação entre as variáveis quantitativas

	Valor Total de Desembolso (R\$ Milhões)	Prazo Total de Financiamento (anos)	Período de Carência (meses)	Taxa Subsidiada (%)	Spread Agente Financeiro (%)	Margem Bruta (%)	Lucro Líquido (Milhões)	Endividamento (Milhões)	Alavancagem (%)	Caixa (Milhões)	Valor de Mercado (Milhões)	Idade à data do empréstimo (anos)	Idade à data da pesquisa (anos)	Ativos (Milhões)
Valor Total de Desembolso (R\$ Milhões)	1													
Prazo Total de Financiamento (anos)	-0,0289	1												
Período de Carência (meses)	-0,1723	0,0047	1											
Taxa Subsidiada (%)	0,2868	0.5929*	-0,0793	1										
Spread Agente Financeiro (%)	-0,3247	-0,0326	-0,2629	-0,0109	1									
Margem Bruta (%)	0,1984	0,3989	0,0393	0,2955	0,1075	1								
Lucro Líquido (R\$ Milhões)	0,0286	-0,1643	-0,3986	0,2	0,2473	-0,1893	1							
Endividamento (R\$ Milhões)	-0,311	0,2166	-0,247	0,1297	-0,0753	0,0036	0,25	1						
Alavancagem (%)	-0,1682	-0,0063	0.6031*	0,0496	-0,2009	0,0018	-0,3092	0,1912	1					
Caixa (R\$ Milhões)	-0,1037	0,3484	-0,0318	0,2955	0,0609	0,4893	0,0607	0.7214*	0,202	1				
Valor de Mercado (Milhões)	-0,1162	0,3177	0,1946	-0,0324	-0,043	0,4357	-0,0429	0,1893	0,4754	0,3607	1			
Idade à data do empréstimo (anos)	0,2198	-0,0866	-0,0206	-0,3838	-0.7742*	-0,2357	-0,2893	0,1071	-0,034	-0,125	-0,0821	1		
Idade à data da pesquisa (anos)	0,1307	-0,1655	-0,0178	-0,4558	-0.7487*	-0,2415	-0,2701	0,1628	-0,0466	-0,0877	-0,0912	0.9767*	1	
Ativos (R\$ Milhões)	0,1769	0,2636	-0,2957	0,2829	0,0753	0.5536*	0,4036	0,4679	-0,1448	0.6179*	0,325	-0,1679	-0,0823	1

* foram estatisticamente significativas ao nível de 5%. Correlação estimada através de Spearman dado que a maioria das variáveis não possuem distribuição normal.

Fonte: A autora, com base nos dados secundários da pesquisa.

Análises da Matriz de Correlação entre as Variáveis Quantitativas

O Coeficiente de Correlação mede o grau de covariação entre as duas variáveis e ele só possui valor se for estatisticamente significativo.

Nessa amostra, percebem-se algumas ocorrências com significância estatística, ainda que nas correlações não seja possível atribuir claramente a relação causal entre as variáveis. Entretanto, e em geral, pelas práticas de mercado há uma certa lógica na definição de causa e efeito entre as variáveis.

Grandes coeficientes indicam uma alta covariação e uma forte relação entre as variáveis e, dessa forma, é possível observar uma alta correlação entre o nível de alavancagem e o prazo de carência, ou seja, quanto mais endividada a empresa, maior é o período de carência que ela consegue.

Nota-se também que empresas mais antigas conseguem menores *spreads* com os agentes financeiros e que, quanto maior o prazo de financiamento, maior a taxa subsidiada.

Nas variáveis **Econômico-Financeiras**, destaca-se que, quanto maior o porte das empresas representado por seus ativos (R\$ milhões), maior é a margem bruta (%) e maior é o caixa (R\$ milhões) e, por sua vez, maior o endividamento (R\$ milhões).

Tabela 4 – Teste de diferença de média *t-student* para duas subamostras para a variável de interesse Taxa Subsidiada do BNDES

Tabela 4 - Teste de diferença de média *t-student* para duas sub-amostras para a variável de interesse Taxa Subsidiada do BNDES

Grupo de Amostras - Governança Corporativa	N (Financiamentos)	Média	Erro Padrão	Desv. Padrão	Intervalo de Conf. de 95%	
Outros Segmentos de Listagem (N2 + N1 + NC)	13	5,332308	0,4324737	1,559306	4,390028	6,27459
Amostra Completa (NM + N2 + N1 + NC)	94	8,471489	0,4205159	4,077053	7,636428	9,30655
Diferença		-3,643001	1,164359	-7,286002		
Estatística t		t = -3,1288				

Teste realizado para um intervalo de confiança de 5%, critério normalmente utilizado nos trabalhos de contabilidade e finanças.

Fonte: A autora, com base nos dados secundários da pesquisa.

Observa-se que a **Amostra Completa**, a qual engloba o NM - Novo Mercado, o N2 – Nível 2 e N1 - Nível 1 de governança corporativa da B3 e NC – Não Classificadas (ou seja, não aderentes à governança da instituição), apresenta uma taxa média subsidiada de 8,47%, enquanto as empresas do grupo **Outros Segmentos de Listagem** (N2, N1 e NC) registram uma média de 5,33%.

Havendo uma aparente diferença entre essas duas médias, procedeu-se ao teste de diferença de média de *t-student*, a fim de verificar estatisticamente se essas médias eram realmente diferentes.

A estatística **t** do teste forneceu um valor **t** de -3,1288, portanto maior do que o valor de $t = 1,96$ em módulo (conforme distribuição de *t-student*), permitindo rejeitar a hipótese nula de que há igualdade entre as médias. A diferença em média das taxas entre os dois grupos é de -3,64%.

Nota-se que, com significância estatística de 95%, para os níveis de menor Governança Corporativa (Nível 2 e Nível 1) e também Não Classificadas (não aderentes à Governança Corporativa da B3), a taxa subsidiada do BNDES **é inferior às aplicadas para a Amostra Completa, em que se inclui também o Novo Mercado**, sugerindo, portanto, ao contrário do que preconiza a teoria, de que empresas com elevado grau de governança não atraem necessariamente mais investimentos e recursos financeiros por serem mais estruturadas, justas (equânimes) e transparentes em suas informações e prestação de contas à sociedade, além de responsáveis e críveis em suas demonstrações financeiras.

Adicionalmente, conforme os objetivos específicos (ii) e (iii) desta dissertação, sugere-se que as práticas de governança corporativa até podem propiciar melhor acesso das empresas da cadeia expandida do agronegócio às linhas de financiamento do BNDES, entretanto fazer

parte do mais alto e rigoroso grau de governança da B3 - Novo Mercado, não exerce influência para serem obtidas taxas mais competitivas do que os Níveis 2 e 1 ou, até mesmo, do que as não aderentes à governança da B3.

Para melhor compreensão dos motivos dessa diferença entre os grupos de amostras, foram realizadas Regressões Linear Múltiplas (cuja base de dados encontra-se no Apêndice C), como se veem na Tabela 5.

Tabela 5 - Com a variável dependente “Taxa Subsidiada”**RESUMO DOS RESULTADOS**

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,6265
R-Quadrado	0,3925
R-quadrado ajustado	0,3792
Erro padrão	0,4224
Observações	94,0000

ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	2	10,4914	5,2457	29,4018	0,0000000014
Resíduo	91	16,2358	0,1784		
Total	93	26,7272			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intersecção	2,1540	0,1448	14,8802	0,000000000000000000000000000042	1,8665	2,4416	1,8665	2,4416
EBITDA R\$ Milhões	0,1161	0,0293	3,9572	0,000150121384	0,0578	0,1744	0,0578	0,1744
PORTE - ATIVOS TOTAIS R	-0,1098	0,0145	-7,5904	0,000000000000027	-0,1385	-0,0810	-0,1385	-0,0810

Fonte: A autora, com base na pesquisa.

O r-quadrado ajustado foi de 0,379, ou seja, cerca de 38% da variação da **taxa subsidiada** é explicada pelo **PORTE**.

A regressão como um todo foi significativa com F de significação abaixo de 5%.

As únicas duas variáveis independentes com significância estatística de 5% foram EBITDA e PORTE.

Equação da regressão:

$$\text{TAXA SUBSIDIADA} = 2,1540 + 0,1161 \text{ EBITDA} - 0,1098 \text{ PORTE}$$

Tabela 6 - Com a variável dependente “Desembolso”**RESUMO DOS RESULTADOS**

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,5391
R-Quadrado	0,2906
R-quadrado ajustado	0,2588
Erro padrão	1,8706
Observações	94,0000

ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	4	127,6068	31,9017	9,1165	0,0000032174
Resíduo	89	311,4402	3,4993		
Total	93	439,0470			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intersecção	5,0453	1,0977	4,5964	0,0000	2,8643	7,2264	2,8643	7,2264
Carência Anos	0,6281	0,2450	2,5639	0,0120	0,1413	1,1149	0,1413	1,1149
Spread % a.a.	-1,5295	0,3924	-3,8976	0,0002	-2,3092	-0,7498	-2,3092	-0,7498
MARGEM BRUTA%	0,5982	0,2655	2,2535	0,0267	0,0707	1,1257	0,0707	1,1257
VALOR DE MERCADO R\$ Milhão	-0,1440	0,1068	-1,3479	0,0181	-0,3562	0,0683	-0,3562	0,0683

Fonte: A autora, com base na pesquisa.

O r-quadrado ajustado foi de 0,259, ou seja, cerca de 26% da variação do **desembolso** é explicada pelas variáveis **CARÊNCIA**, **SPREAD**, **MARGEM BRUTA** e **VALOR DE MERCADO**.

A regressão como um todo foi significativa com F de significação abaixo de 5%.

As únicas quatro variáveis independentes com significância estatística de 5% foram **CARÊNCIA**, **SPREAD**, **MARGEM BRUTA** e **VALOR DE MERCADO**.

Equação da regressão:

$$\text{DESEMBOLSO} = 5,045 + 0,6280 \text{ CARÊNCIA} - 1,5294 \text{ SPREAD} + 0,5982 \text{ MARGEM BRUTA} - 0,1439 \text{ VALOR DE MERCADO}$$

Tabela 7 - Com a variável dependente “Prazo”**RESUMO DOS RESULTADOS**

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,5182
R-Quadrado	0,2685
R-quadrado ajustado	0,2605
Erro padrão	0,5989
Observações	94,0000

ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	1	12,1118	12,1118	33,7690	0,00000008840
Resíduo	92	32,9973	0,3587		
Total	93	45,1091			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intersecção	-0,2238	0,3067	-0,7296	0,4675	-0,8329	0,3854	-0,8329	0,3854
VALOR DE MERCADO R\$ Milhõe	0,1943	0,0334	5,8111	0,0000	0,1279	0,2608	0,1279	0,2608

Fonte: A autora, com base na pesquisa.

O r-quadrado ajustado foi de 0,2605, ou seja, cerca de 26% da variação do **prazo** é explicada pela variável **VALOR DE MERCADO**.

A regressão como um todo foi significativa com F de significação abaixo de 5%.

A única variável independente com significância estatística de 5% foi o **VALOR DE MERCADO**.

Equação da regressão:

$$\text{PRAZO} = 0,1943 \text{ VALOR DE MERCADO}$$

Tabela 8 - Com a variável dependente “Carência”**RESUMO DOS RESULTADOS**

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,3411
R-Quadrado	0,1164
R-quadrado ajustado	0,1068
Erro padrão	0,8440
Observações	94,0000

ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	1	8,6323	8,6323	12,1173	0,00076591508
Resíduo	92	65,5407	0,7124		
Total	93	74,1730			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intersecção	-0,2933	0,1111	-2,6402	0,0097	-0,5140	-0,0727	-0,5140	-0,0727
Total Desembolso R\$ Milhões	0,1402	0,0403	3,4810	0,0008	0,0602	0,2202	0,0602	0,2202

Fonte: A autora, com base na pesquisa.

O r-quadrado ajustado foi de 0,1067, ou seja, cerca de 11% da variação da **carência** é explicada pela variável **DESEMBOLSO**.

A regressão como um todo foi significativa com F de significação abaixo de 5%.

A única variável independente com significância estatística de 5% foi o DESEMBOLSO.

Equação da regressão:

$$\text{CARÊNCIA} = -0,2933 + 0,1402 \text{ DESEMBOLSO}$$

Tabela 9 - Com a variável dependente “Spread”**RESUMO DOS RESULTADOS**

<i>Estadística de regressão</i>	
R múltiplo	0,6904
R-Quadrado	0,4766
R-quadrado ajustado	0,4405
Erro padrão	0,4021
Observações	94

ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	6	12,8091	2,1348	13,2052	0,0000000014
Resíduo	87	14,0650	0,1617		
Total	93	26,8741			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intersecção	0,2695	0,2763	0,9757	0,3319	-0,2796	0,8186	-0,2796	0,8186
Total Desembolso R\$ Milhões	-0,1159	0,0195	-5,9504	0,0000	-0,1546	-0,0772	-0,1546	-0,0772
Taxa Subsidiada % a.a.	0,2283	0,1008	2,2662	0,0259	0,0281	0,4286	0,0281	0,4286
EBITDA R\$ Milhões	0,1133	0,0319	3,5536	0,0006	0,0499	0,1766	0,0499	0,1766
MARGEM LÍQUIDA %	-0,0714	0,0343	-2,0816	0,0403	-0,1395	-0,0032	-0,1395	-0,0032
ALAVANCAGEM (DIV LIQ/EBITDA) "X"	-0,1377	0,0552	-2,4925	0,0146	-0,2475	-0,0279	-0,2475	-0,0279
PORTE - ATIVOS TOTAIS R\$	-0,0656	0,0185	-3,5502	0,0006	-0,1024	-0,0289	-0,1024	-0,0289

Fonte: A autora, com base na pesquisa.

O r-quadrado ajustado foi de 0,4405, ou seja, cerca de 44% da variação do *spread* é explicada pelas variáveis **DESEMBOLSO, TAXA SUBSIDIADA, EBITDA, MARGEM LÍQUIDA, ALAVANCAGEM e PORTE.**

A regressão como um todo foi significativa com F de significação abaixo de 5%.

As únicas seis variáveis independentes com significância estatística de 5% foram DESEMBOLSO, TAXA SUBSIDIADA, EBITDA, MARGEM LÍQUIDA, ALAVANCAGEM e PORTE.

Equação da regressão:

$$\text{SPREAD} = -0,1159 \text{ DESEMBOLSO} + 0,2283 \text{ TAXA SUBSIDIADA} + 0,1133 \text{ EBITDA} - 0,0714 \text{ MARGEM LÍQUIDA} - 0,1377 \text{ ALAVANCAGEM} - 0,066 \text{ PORTE.}$$

Quadro 11

Resumo Regressões Linear Múltiplas

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: Elaborado pela autora.

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 **R²** 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 **R²** 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.

Foi confirmado pelas Regressões Múltiplas que a Governança Corporativa pouco impacto 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.

4.2 Etapa 2 – Qualitativa

Nesta etapa, estão descritas as análises das garantias requeridas das empresas da amostra final quanto aos critérios de risco de liquidez e de risco de crédito, por meio de dados secundários; bem como os achados das entrevistas em profundidade e semiestruturadas, realizadas com gestores financeiros das empresas da amostra final, responsáveis pela captação de financiamentos, e a respectiva percepção desses quanto à governança corporativa enquanto instrumento facilitador para a obtenção de *funding* de qualidade e se em condições atrativas.

Garantias exigidas pelo BNDES *versus* Risco de Liquidez e Risco de Crédito

Quadro 12 - Risco de Liquidez

Escala do *Ranking*: 1 (mais líquida) a 5 (menos líquida)

Recebíveis de Clientes	1
Aval de Acionistas Controladores e <i>Covenants</i>	2
Notas Promissórias e Penhora de Estoques, Equipamentos e Instalações	3
Fianças Bancárias e <i>Corporate Guarantees</i>	4
Hipoteca do ativo imobilizado (imóveis), Alienação Fiduciária de bens - objeto ou não do financiamento	5

Fonte: Elaborado pela autora.

Quadro 13 - Risco de Crédito (quantidade de diferentes tipos de Garantias exigidas)

Escala do *Ranking*: 1 (mais robusta) a 5 (menos robusta)

4 tipos de Garantias	1
3 tipos de Garantias	2
2 tipos de Garantias	3
1 tipo de Garantia	4
Não especificado	5

Fonte: Elaborado pela autora.

Quadro 14 - *Ranking* Geral de Garantias (Risco de Liquidez + Risco de Crédito)

Recebíveis de Clientes + 4 tipos de Garantias	2
Aval de Acionistas Controladores + 3 tipos de Garantias	4
Notas Promissórias e Penhora de Estoques, Equipamentos e Instalações + 2 tipos de Garantias	6
Fianças Bancárias e <i>Corporate Guarantees</i> + 1 tipo de Garantia	8
Hipoteca do ativo imobilizado (imóveis), Alienação Fiduciária de bens - objeto ou não do financiamento e <i>Covenants</i> + Não especificado	10

Obs.: Quanto menor a pontuação, mais robustas as Garantias.

Fonte: Elaborado pela autora

Quadro 15 - *Ranking* Geral: Robustez das Garantias

2 = Muito Forte
4 = Forte
6 = Razoável
8 = Fraca
10 = Muito Fraca

Fonte: Elaborado pela autora.

Quadro 16 - Resumo Geral – Garantias

NOVO MERCADO (23 empresas)	Risco de Liquidez	Média do Risco de Liquidez	Risco de Crédito	Riscos Totais por Empresa <i>Média Liquidez + Crédito</i>	Ranking Geral de Robustez Garantias (Liquidez + Crédito)
GRUPO VAMOS MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS S.A.	1	1,0	3	4,0	Forte
3 TRÊS TENTOS - TRÊS TENTOS AGROINDUSTRIAL	2, 5 e 3	3,3	2	5,3	Entre Forte e Razoável
SUZANO S.A. (SUZANO HOLDING)	5	5,0	4	9,0	Entre Fraca e Muito Fraca
SLC AGRÍCOLA S.A.	5 e 2	3,5	3	6,5	Entre Razoável e Fraca
SÃO MARTINHO S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
RUMO S.A.	4, 2 e 5	3,7	2	5,7	Entre Forte e Razoável
CBD- Cia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar)	2 e 4	3,0	3	6,0	Razoável
MINERVA S.A.	5, 3 e 4	4,0	1	5,0	Entre Forte e Razoável
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	4, 5 e 2	3,7	2	5,7	Entre Forte e Razoável
M.DIAS BRANCO INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE ALIMENTOS	5, 4 e 3	4,0	1	5,0	Entre Forte e Razoável
JBS S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
JALLES MACHADO S.A	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
FRISA - FRIGORÍFICO RIO DOCE S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
DEXCO S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável

COSAN S.A.	5, 3 e 2	3,3	1	4,3	Entre Forte e Razoável
CARREFOUR COMÉRCIO E INDÚSTRIA LTDA.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
CAMIL ALIMENTOS S.A.	5 e 3	4,0	3	7,0	Entre Razoável e Fraca
BRF S.A.	3 e 5	4,0	3	7,0	Entre Razoável e Fraca
BRASILAGRO - COMPANHIA BRASILEIRA DE PROPRIEDADES AGRÍCOLAS	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
BOA SAFRA SEMENTES	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
ARMAC LOCACAO, LOGISTICA E SERVICOS S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	5 e 2	3,5	3	6,5	Entre Razoável e Fraca



GRUPO DE CONTROLE - N2, N1 E NC (8 empresas)	Risco de Liquidez	Média do Risco de Liquidez	Risco de Crédito	Riscos Totais por Empresa <i>Média Liquidez + Crédito</i>	Ranking Geral de Robustez Garantias (Liquidez + Crédito)
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	2 e 4	3	3	6,0	Razoável
RAÍZEN ENERGIA	3 e 5	4	1	5,0	Entre Forte e Razoável
KLABIN S.A.	5	5	4	9,0	Entre Fraca e Muito Fraca
EUCATEX S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
AMBEV S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
BIOSEV S.A.	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
MELHORAMENTO S LTDA	Não especificado	Não especificado	5	5,0	Entre Forte e Razoável
JOSAPAR - JOAQUIM OLIVEIRA S.A. PARTICIPAÇÕES	5 e 2	3,5	3	6,5	Entre Razoável e Fraca

Fonte: Elaborado pela autora.

Conclusões sobre a análise das Garantias exigidas dos tomadores, pelo BNDES

NM: de 23 empresas da amostra final, a maioria (16) possui Riscos de Liquidez e de Crédito cobertos com Garantias “Entre Forte e Razoável” => pontuação de 4 a 6.

Grupo de Controle N2, N1 e NC: de 8 empresas, a maioria (5) também possui Riscos de Liquidez e de Crédito com Garantias “Entre Forte e Razoável” => pontuação de 4 a 6.

Obs.: Quanto menor a pontuação, mais robustas são as Garantias.

Entrevistas em profundidade e semiestruturadas

Foram realizadas entrevistas com cinco empresas que integram a amostra final, sendo um entrevistado por empresa. Não foi autorizada a divulgação dos nomes, cargos e tampouco os departamentos de quatro das cinco empresas entrevistadas, entretanto, tratam-se organizações representativas da cadeia expandida do agronegócio e os entrevistados ocupam posições de tomadores de decisão e especialistas no tema ‘financiamentos’.

As entrevistas realizadas abarcaram a percepção desses, essencialmente sobre o impacto que a adoção das práticas de governança corporativa exerce sobre o acesso às linhas de crédito do BNDES para o segmento, propiciando ou não a tomada do *funding* de qualidade, bem como aspectos quanto à negociação e processo de submissão do pleito para a captação do financiamento até sua operacionalização, condução e obtenção do(s) desembolso(s) no BNDES.

De forma geral, a visão dos entrevistados é a de que a governança facilita o acesso ao BNDES e que com isso, podem negociar condições de financiamento mais favoráveis ou bastante competitivas (em volumes, prazos e custos, ou seja, nas três dimensões que caracterizam o *funding* de qualidade), desde que a situação econômico-financeira da companhia seja salutar. O relacionamento corporativo entre empresa e banco, porém, é sim, de qualquer maneira, beneficiado, nas situações em que a empresa possui práticas de governança bem estruturadas e sólidas, pois trata-se de matéria que o BNDES muito valoriza, por considerar que ela ajudará aquelas empresas que estão percorrendo um momento difícil a se reerguerem, isto é, a governança corporativa cria “pontes” com o banco de fomento.

Todas as empresas entrevistadas afirmaram que, nas ocasiões em que captam financiamentos do BNDES, os recursos estão alinhados às necessidades de capital de giro e liquidez da organização (sendo as linhas mais utilizadas o FINAME – Financiamento de Máquinas e Equipamentos e o FINEM – Financiamento a Empreendimentos); entretanto, duas empresas apontaram que não estão mais recorrendo ao *funding* da instituição, pois as linhas de crédito ofertadas tornaram-se substancialmente mais custosas nos últimos anos, especialmente a partir de 2018, quando a TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo foi substituída pela TLP – Taxa de Longo Prazo.

As garantias costumeiras e predominantemente apresentadas ao BNDES pelas entrevistadas são a Hipoteca ou Alienação Fiduciária de bens móveis, o Aval de Acionistas e a Fiança Bancária com custo médio de 1% a.a..

Uma das empresas entrevistadas, por possuir destacados e robustos princípios de governança corporativa, credibilidade financeira consolidada e sólido histórico de financiamentos com o BNDES, é convidada inclusive pelo banco a participar de projetos-piloto de novas linhas de crédito, destinadas ao setor. Pelos mesmos motivos, essa empresa também desfruta da condição de facilitação e simplificação do rito burocrático, o qual envolve o pleito do projeto a ser financiado, documentação societária, formulários, comprovação de faturas pré e pós-desembolsos etc., junto à instituição.

De forma geral, verificou-se que a maioria das respostas, isto é, oriundas de quatro empresas, convergiram nas informações, a ponto de atingir saturação da análise, resultando, basicamente, nos mesmos conteúdos e validando-se mutuamente.

A consolidação das entrevistas e respectivas respostas está no Apêndice D.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho apresenta-se a pergunta de pesquisa “**qual a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e acesso ao *funding* de qualidade em empresas da cadeia expandida do agronegócio**”, sustentada pelo objetivo principal de analisar a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e acesso ao *funding* de qualidade em empresas da cadeia expandida do agronegócio.

Os objetivos específicos abaixo foram avaliados por meio das abordagens quantitativa e qualitativa, apresentando os seguintes achados:

(i) verificar se as empresas do agronegócio adotam as práticas de governança corporativa

Foram encontradas evidências na pesquisa quantitativa por meio da estatística descritiva e, por meio de entrevistas complementares, com gestores das empresas da amostra final na etapa qualitativa, que são adotadas as práticas de governança corporativa, de forma geral e 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;

(ii) em alinhamento a (i), identificar se as práticas de governança corporativa propiciam melhor acesso das empresas do agronegócio às linhas de financiamento do BNDES

A estatística descritiva utilizada na pesquisa quantitativa, bem como as entrevistas realizadas com as empresas da amostra final como parte da pesquisa qualitativa apontaram que as práticas de governança corporativa facilitam o acesso da cadeia expandida do agronegócio às linhas de crédito do BNDES destinadas ao agronegócio;

(iii) em alinhamento a (ii), analisar se as práticas de governança corporativa permitem a captação de *funding* de qualidade (no que tange a valores, prazos, custos e garantias)

Na fase quantitativa da pesquisa, com as evidências das regressões lineares múltiplas, observou-se que a governança corporativa possui pouco impacto na obtenção do *funding* de qualidade e, por meio da estatística descritiva, notou-se a particularidade de que empresas da amostra final aderentes ao nível máximo de governança da B3, a saber, o Novo Mercado, não

obtem 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 este 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 está em patamares bem elevados, restringe o crescimento do segmento; e 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), devido ao 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, que norteie eficazmente as decisões de captações de crédito e a respectiva utilização dos fundos, aliadas 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.

Apesar de seu principal objetivo em 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, para que um determinado segmento considerado prioritário possa receber uma

porção maior, outro(s) setor(es) precisa(am) ser sacrificado(s) em termos de 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 às empresas da amostra final deste estudo, nas operações indiretas, isto é, com a interveniência de um agente financeiro, e já com o *spread* desse.

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 em bancos comerciais e por meio do mercado de capitais, atendendo todas as exigências em termos documentais e regulatórios desses), política essa 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.

Além desses aspectos, houve um polêmico ciclo de vultosos aportes do Tesouro Nacional para o BNDES, no período de 2008 a novembro/2015, justificado pelos governos Lula e Dilma, como necessário para manter a estabilidade da economia brasileira após a crise do *subprime*, lastreada em derivativos do mercado imobiliário estadunidense, período em que o Tesouro Nacional substituiu a função até então exercida pelo FAT, como principal fonte de recursos do banco.

Por fim, os objetivos políticos imediatistas contrariam a tônica do BNDES, com projetos de curto e, no máximo, médios prazos, de governos eleitos por quatro anos (renovados no máximo por mais quatro), na contramão de metas reais de desenvolvimento do País, as quais são essencialmente de longo prazo.

O BNDES vem acompanhando e adequando-se, 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 que convergem, inclusive, no caso do agronegócio, em pesquisas na aplicação das transformações

e inovações digitais como a internet das coisas, nas 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.

A economia brasileira, de forma geral, mostra-se dependente das linhas de crédito do BNDES, especialmente para as necessidades de tomadas de recursos de longo prazo. Esse panorama pode ser ainda mais acentuado nos próximos anos devido a fatores como maior envelhecimento da população e produtos financeiros inovativos que, costumeiramente, absorvem liquidez do sistema bancário tradicional.

Ainda que o mercado bancário do País seja bem estruturado e com mecanismos de funcionamento bastante alinhados ao Acordo de Basileia III, o qual está em vigor no Brasil desde 2013 (ANBIMA, 2013), com destaque para os sistemas de compensação interbancária, liquidação de títulos e valores mobiliários e gestão de riscos; bancos públicos e especialmente um banco de fomento como o BNDES, são fundamentais para a cobertura de aportes com prazos acima de cinco anos para nichos econômicos prioritários de uma nação emergente como o Brasil, entretanto insuficientes para prover financiamentos de longos períodos para todos os segmentos dependentes de fundos subsidiados.

Nesse sentido, é importante que sejam desenvolvidos outros instrumentos de mercado de capitais e que o BNDES possa atuar em parceria e em apoio a ele, diversificando sua fonte de recursos, por meio da emissão de letras de crédito, como a LCA – Letra de Crédito do Agronegócio e LCI - Letra de Crédito Imobiliário e também, a LCD – Letra de Crédito de Desenvolvimento, do próprio BNDES, ainda em discussões pelos ministérios competentes (e com o mesmo *modus operandi* das duas outras letras de crédito), além das LFs - Letras Financeiras Verdes; as quais permitem ao banco atuar de maneira mais efetiva no tocante a uma distribuição de recursos mais equânime entre os segmentos e portes das organizações que realmente necessitam de subsídios, concedendo *funding* de qualidade, como amplamente abordado neste estudo, de forma igualitária aos demandantes de crédito.

O setor público pode também desempenhar papel de protagonista no incentivo do *funding* de longo prazo, por meio das PPPs – Parcerias Público Privadas e como provedor de garantias para sustentar as operações de crédito, particularmente das micro, pequenas e médias empresas, proporcionando alívio às contas públicas, com a maior participação da iniciativa privada nos financiamentos acima de cinco anos.

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.

5.1 Limitações da Pesquisa

A presente pesquisa encontrou as seguintes limitações:

(i) Tamanho da amostra

Inicialmente a amostra partiu de 145 empresas da cadeia expandida do agronegócio, mas devido aos três critérios sequenciais abaixo estabelecidos, alinhados ao tema do trabalho, bem como à pergunta e objetivos da pesquisa, a amostra final restringiu-se a 31 empresas.

Critério 1: a partir da amostra total, foram elencadas as empresas de capital aberto listadas na B3 – Brasil, Bolsa e Balcão;

Critério 2: as empresas listadas na B3 foram então classificadas de acordo com o nível de governança corporativa aderida, isto é, Novo Mercado – NM, Nível 2 – N2 ou Nível 1 – N1 e as não aderentes à governança da instituição foram definidas nessa pesquisa como Não Classificadas – NC;

Critério 3: as empresas do Novo Mercado – NM, Nível 2 – N2, Nível 1 – N1 ou Não Classificadas – NC que captaram, em algum momento de sua história, *funding* do BNDES, constituíram a amostra final.

Os critérios acima excluem as empresas da cadeia expandida do agronegócio de capital fechado, da amostra final, reforçando, portanto, a limitação quanto ao tamanho da amostra final.

(ii) Período dos financiamentos captados com o BNDES pelas empresas integrantes da amostra final – Limitação temporal

Pelo grande volume de financiamentos já captados no BNDES por algumas empresas da amostra final, neste estudo delimitaram-se as operações efetivadas que integraram a pesquisa quantitativa, ao 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(s) ou do único ano em que houve(ram).

5.2 Sugestões para Pesquisas Futuras

Sugere-se que sejam utilizadas bases mais amplas tanto no que se refere ao tamanho da amostra, quanto para o período das operações de financiamentos, bem como sejam selecionados outros segmentos de negócios, a fim de validar se as evidências e considerações alcançadas neste estudo se confirmam.

O aspecto *outliers* entre as empresas participantes da amostra final não foi considerado de forma direta nesta dissertação, haja vista que todas elas são de grande porte, ainda que apresentem valores de mercado e de porte (ativos) com uma extensa faixa de variação entre elas, isto é, de R\$ 3 bilhões a R\$ 208 bilhões.

Apesar dos *outliers* não terem sido diretamente excluídos em razão de uma escolha metodológica de pesquisa, a base de dados foi tratada por meio da aplicação de LN – Logaritmo Neperiano, além da mesma ser coerente com o perfil da amostra final de empresas de grande porte, contribuindo, portanto, para minimizar os efeitos de eventuais *outliers*.

REFERÊNCIAS

ABDE – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS DE DESENVOLVIMENTO. **Estratégia para o tratamento fiscal diferenciado às agências financeiras oficiais de Fomento**. Rio de Janeiro: ABDE Editorial, 2016.

ABNT – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **NBR 14724 2022**. informação e documentação; trabalhos acadêmicos; apresentação. Rio de Janeiro, 2002c.

AGÊNCIA SENADO. Disponível em [Senado Notícias](#). Acesso em: 11 de junho de 2022.

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R; CORRAR, L.J. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie (RAM)**, v. 13, n. 2, 2012, pp. 76-105. DOI: 10.1590/S1678-69712012000200004.

ALÉM, A. C.; MADEIRA, R. F. As instituições financeiras públicas de desenvolvimento e o financiamento de longo prazo. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 43, jun. 2015.

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.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2010.

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.

BASTOS, D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período de 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 50, 2009. DOI: 10.1590/S1519-70772009000200006.

BERTAY, A. C.; DEMIRGUC-KUNT, A.; HUIZINGA, H. Bank ownership and credit over the business cycle: is lending by states banks less procyclical? **Journal of Bank and Finance**, v. 50, 2014, pp. 326-229.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance: the sequel. **Journal of Corporate and Finance**, 2019, pp. 142-168.

BNDES – BANCO NACIONAL de DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO e SOCIAL. **Financiamento de longo prazo e bancos públicos: uma análise dos repasses do BNDES Finance no período 2005-2015**. Rio de Janeiro: **Revista do BNDES** n. 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.

BOLLE, M.B. Public development banks hurt growth? evidence from Brazil. **Peterson Institute for International Economics – Policy Brief**, 2015. Disponível em: <https://piie.com/publications/pb/pb15-16>. Acesso em: 13 de junho de 2023.

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

BRASIL. **Novo Marco Legal de Garantias e Empréstimos**. Projeto de Lei 4188/2021. Disponível em: [Marco legal das garantias de empréstimos segue para o Plenário — Senado Notícias](https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2023/07/05/marco-legal-das-garantias-de-emprestimos-segue-para-o-plenario). <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2023/07/05/marco-legal-das-garantias-de-emprestimos-segue-para-o-plenario>. Acesso em: 05 de agosto de 2023.

BRASIL. Lei 11.346, de 26 de setembro de 2006. **Lei de Segurança Alimentar e Nutricional**. DIÁRIO OFICIAL DA UNIÃO, Brasília, DF, 18 set. 2006, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 22 de julho de 2023.

BRASIL. Decreto 2.519, de 16 de março de 1998. Promulga a **Convenção sobre Diversidade Biológica**, assinada no Rio de Janeiro, em 05 de junho de 1992. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/fed/decret1998/decreto-2519-16-marco-1998>. Acesso em: 10 de agosto de 2022.

BRASIL. Decreto 6.476, de 5 de junho de 2008. Promulga o **Tratado Internacional sobre Recursos Fitogenéticos para a Alimentação e a Agricultura (TIRFAA)**, aprovado em Roma, em 03 de novembro de 2001 e assinado pelo Brasil em 10 de junho de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 10 de agosto de 2022.

BRASIL. Artigo 1431 da Lei n.º 10.406 de 10 de janeiro de 2002- **Código Civil Brasileiro** – Constituição de Penhor. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/topicos/10638373/artigo-1431-da-lei-n-10406-de-10-de-janeiro-de-2002> Acesso em: 20 de agosto de 2022.

BRASIL. **As Metas de Desenvolvimento do Milênio - 2000**. Relatório de Desenvolvimento Humano 2003, Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento - PNUD. Disponível em: <http://www.pnud.org.br/>. Acesso em: 12 de agosto de 2022.

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**, n. 43, 2007, pp. 9-10.

CALDAS, M.; WOOD JR., T. **Transformação e Realidade Organizacional** – uma perspectiva brasileira. São Paulo: Atlas, 1999.

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.

CASAGRANDE, Z. J. **Proposta de sociedade local de garantia para micro e pequenas empresas**. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2001, 115 pp.

CEPEA - CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA. **Metodologia - PIB do Agronegócio Brasileiro**: base e evolução. Disponível em: https://www.cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/Metodologia%20PIB_divulga%C3%A7%C3%A3o.pdf. Acesso em: 18 de Junho de 2023.

CEPEA – CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA DA ESALQ – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiros da USP – Universidade de São Paulo. 2023. Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br> . Acesso em: 15 de maio de 2023.

CICOGNA, M. P. V.; TONETO, J. R., VALLE, M. R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **Revista de Administração - RAUSP**, 42(1), 2007, pp. 52-63.

CNA – CONFEDERAÇÃO DA AGRICULTURA E PECUÁRIA DO BRASIL. **Relatório de Atividades 2019**. Brasília: SENAR – Serviço Nacional de Aprendizagem Rural, 2019.

CORDER, S.; SALLES-FILHO, S. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 5, n. 1, jan./jun. 2006, pp. 33-76.

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. *et al.* Endividamento e Qualidade da Governança Corporativa nas Companhias na BM&F BOVESPA. **Revista de Contabilidade da UFBA**. Salvador, v. 10, n. 3, set./dez.2016, pp. 41-62.

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 (RAM)**, 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.

DURAND, D. **Costs of Debt and Equity Funds for Business**: trends and problems of measurement. CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE. Bureau, NBER, 1952, pp. 215-262.

DURAND, D. **Cost of Debt and Equity Funds to Business**: trends and problems of measurement. In: SOLOMON, E. *The Management of Corporate Capital*. New York: Free Press, 1959, pp. 91 -116.

ESALQ - ESCOLA SUPERIOR DE AGRICULTURA LUIZ DE QUEIROZ 2021. [O que é ano agrícola? Qual a relação com o calendário agrícola? - ESALQ Jr.](https://www.esalqjuniorconsultoria.com/o-que-e-ano-agricola-qual-a-relacao-com-o-calendario-agricola) Disponível em: <https://www.esalqjuniorconsultoria.com/o-que-e-ano-agricola-qual-a-relacao-com-o-calendario-agricola>. Acesso em: 25 de julho de 2023.

FÁVERO L.P. *et al.* **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

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.

FERRAZ, J. C.; COUTINHO, L. **Investment policies, development finance and economic transformation: Lessons from BNDES**. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2019, pp. 48,86–102. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2017.11.008>. Acesso em: 27 de Julho de 2023.

FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: UEC, 2002. Apostila.

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), 2016, pp. 35-52.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 17.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FÓRUM ECONÔMICO MUNDIAL (WEF – WORLD ECONOMIC FORUM). **The global enabling Trade Report 2016**. WORLD ECONOMIC FORUM AND THE GLOBAL ALLIANCE FOR TRADE FACILITATION, 2017.

G-20 – GROUP OF 20. **Long-term investment financing for growth and development. Umbrella Paper**. 2013. Disponível em: https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Long_Term_Financing_for_Growth_and_Development_February_2013. Acesso em: 27 de junho de 2023.

GIACOMINI, J. **A Lei de Diretrizes Orçamentárias e a política de aplicação das agências financeiras oficiais de fomento**. Brasília, v. 35, n. 137 jan./mar.1998. Disponível em: www.senado.gov. Acesso em: 10 de julho de 2023.

GIAMBIAGI, F. *et al.* **O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES**. Brasil pós- crise: agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 267 - 287.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GROFCIKOVA, J. **Globalization and its impact on the corporate financial management and control**. In: T. Klieštík (Ed.). PROCEEDINGS OF THE 16TH INTERNATIONAL SCIENTIFIC CONFERENCE ON GLOBALIZATION AND ITS SOCIOECONOMIC CONSEQUENCES. RajeckéTeplice: UniversityofŽilina, Slovak Republic. 2016, pp.547-555.

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

HAIR JR., J. F.; CELSI, M. *et al.* **Essentials of Marketing Research**. 4.th ed. New York, NY: McGraw Hill Education, 2017.

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

HAIR JR., J. F.; PAGE, M.; BRUNSVELD, N. **Essentials of Business Research Methods**. 4.th ed. Oxfordshire, England (UK): 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, 1976, pp. 305-360.

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

KOERNIADI, H.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAID, A. **Corporate governance and risk taking in New Zealand**, 2014. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/sae/ausman/v39y2014i2p227-245.html>. Acesso em: 11 de agosto de 2023.

KOMAI, A.; RICHARDSON, G. **A brief history of regulations regarding financial markets in United States - 1789 to 2009**. Massachusetts: NBER, September, 2011.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Government ownership of banks. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, 2002, pp. 265-301.

LAUX, G. **Mercado de crédito no Brasil: características e respostas a choques**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006, 90 f.

LAZZARINI, S. *et al.* What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES. 2002- 2009. **World Development**, n. 66, 2015, pp. 237-256.

LEI 14.042 de 19.08.2020. **Institui o Programa Emergencial de Acesso a Crédito (PEAC)**; altera as Leis n.ºs 12.087, de 11 de novembro de 2009 e 13.999, de 18 de maio de 2020 e dá outras providências. Disponível em: [Legislação Federal - Senado Federal](#). Acesso em: 25 de julho de 2023.

LEI KANDIR 87/96. Disponível em: [Lcp87 \(planalto.gov.br\)](#). Acesso em: 05 de maio de 2023.

LEITES, E. T.; ZANI, J. **A influência dos juros sobre o capital próprio na formação da estrutura de capital**. SEGET – SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA. RJ, Resende, 2008.

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

LUCHT, R. **Desempenho de cadeias de suprimento no ambiente de negócios da era digital: um estudo dos elos da indústria de autopeças brasileira**. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004, 135 págs.

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

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MAPA – MINISTÉRIO DA AGRICULTURA, PECUÁRIA E ABASTECIMENTO, 2022. Disponível em: [Home - Ministério da Agricultura e Pecuária \(www.gov.br\)](http://www.gov.br). Acesso em: 10 de maio de 2023.

MARTINS, F. **Títulos de Crédito**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, 12(1), 2008, pp. 177-199.

MEDIDA PROVISÓRIA n.º 975/2020. Institui o **Programa Emergencial de Acesso a Crédito** e altera a Lei n.º 12.087, de 11 de novembro de 2009, e a Lei n.º 13.999, de 18 de maio de 2020. EMENDA ADITIVA. 1.º.06.2020. Disponível em: [documento \(senado.leg.br\)](http://senado.leg.br). Acesso em: 15 de julho de 2023.

MATIAS, A. B. *et al.* **Finanças corporativas de curto prazo: a gestão do valor do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MELÉ, A. R. **Free will and luck**. New York: Oxford University Press, 1997.

MINAYO, M. C. de S. **O desafio do conhecimento: pesquisa qualitativa em saúde**. 12. ed. São Paulo: Hucitec, 2010.

MINSKY, H.P. **Can it happen again?** Essays on stability and finance. New York, NY: M. E. Sharpe, Inc., 1982, pp. 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, 1958, pp. 261-297.

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.

MUSA, H.; KRISTOFIK, P.; DEBNAVORA, L. **Corporate governance and its impact on financial risk**. In: M. Culik (Ed.) PROCEEDINGS OF THE 7TH INTERNATIONAL SCIENTIFIC CONFERENCE ON MANAGING AND MODELLING OF FINANCIAL RISKS. Ostrava, Czech Republic: Technical University, 2014, pp. 529-535.

MUSACCHIO, A. *et al.* **The role and impact of development banks a review of their founding, focus and influence**. November, 1–89. Retrieved from

<http://people.brandeis.edu/~aldom/papers/The Role and Impact of Development Banks - 3-9-2017.pdf>.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, 1984, pp. 574-592. DOI: 10.3386/w1393.

MYERS, S. C. Capital structure. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, 2001. DOI: 10.1257/jep.15.2.81.

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

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, 2007, pp. 72-85.

ONU BR – NAÇÕES UNIDAS NO BRASIL – ONU BR. **A Agenda 2030**. 2015.

Disponível em: <https://onu.org/pos2015/agenda2030>. Acesso em: 15 de Julho de 2023.

ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Financing for development: progress and prospects. **Report of the Inter-agency for Development**, 2017.

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. 3 (64), setembro – dezembro 2018, pp. 879 – 908.

PROCYANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**. Brasília, v. 58, n. 1, 2004, pp. 121-146.

ROSS, S.A. *et al.* **Fundamentos de Administração financeira**. 13. ed. Porto Alegre: Bookman, 2022.

SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A.C.; LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. v 8, n. 3, 2015, pp. 300-319.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, n. 52, pp. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, N. F.; PUGA, F. P. **A infraestrutura de transporte nos Estados Unidos: em busca de *funding***. Rio de Janeiro: BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2016.

SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. 2. ed., Rio de Janeiro: Mauad Editora Ltda., 2005.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, 3(1), pp. 1-18, 2005.

SILVA, J. P. **Gestão e análise de risco de crédito**. 9. ed., São Paulo: Cengage Learning, 2017.

SILVA, E. D. S.; SANTOS J. F. D.; NAKAMURA W. T. A heterogeneidade da estrutura de capital das empresas dos países desenvolvidos – G7: uma Análise quântica. **Gestão & Regionalidade**, 34(100), pp. 4-21, 2018.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo, teoria e prática**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint-Paul Editora, 2020.

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. 3, pp. 763-788, jul./set. 2008.

SUNO. **Agências de *rating***: como funciona a classificação de riscos do mercado. Disponível em: www.suno.com.br. Acesso em: 05 de julho de 2023.

TCU – TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Acórdão TCU 56/2021 – Plenário. Disponível em: [Pesquisa textual | Tribunal de Contas da União \(tcu.gov.br\)](https://www.tcu.gov.br). Acesso em: 14 de julho de 2023.

TEISCHINGER, A. **The forest-based sector value chain – a tentative survey**. Austria: Lenzinger Berichte, 2009.

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.

UNFCCC. **Convenção sobre Mudança do Clima:** o Brasil e a Convenção-Quadro das Nações Unidas. Brasília: C&T Brasil - Editado e traduzido pelo Ministério da Ciência e Tecnologia com o apoio do Ministério das Relações Exteriores da República Federativa do Brasil, 1992.

VALASKOVA, K.; KLIESTIK, T.; KOVAKOVA, M. Management of financial risks in Slovak enterprises using regression analysis. **A economia Copernicana.** 9(1), 105-121, 2018.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em Administração.** São Paulo: Atlas, 1997.

WARNER, S. **Segredos de Finanças.** São Paulo: Fundamento, 2012.

WOOLDRIDGE JM. **Introductory econometrics:** a modern approach. 5. ed. Mason: Cengage Learning; 2012.

WTO – World Trade Organization (OMC – Organização Mundial do Comércio). **Annual Report 2022.** Disponível em: [WTO | WTO Annual Report 2022](#). Acesso em: 15 de maio de 2023.

APÊNDICES

APÊNDICE A

Linhas de Crédito do BNDES para o Agronegócio

APÊNDICE A

Disponível também no endereço:

https://fia-my.sharepoint.com/:x/g/personal/irisg_fia_com_br/ET1irsk5kFZPpRSz5qRlt9cBI8ag8v-h7wiwwG8dVMbvog

APÊNDICE B

Amostra Final – Empresas da Cadeia Expandida do Agronegócio

APÊNDICE B

Disponível também no endereço:

https://fia-my.sharepoint.com/:x/g/personal/irisg_fia_com_br/ETm1Ny3OET1JvVYQhaP1E8wBw-ERxaHAu2eUasIB4I5hg

APÊNDICE C

Tabela-Base para as Regressões Linear Múltiplas

[APÊNDICE C](#)

Disponível também no endereço:

https://fia-my.sharepoint.com/:x/g/personal/irisg_fia_com_br/EVUIHEsdRoFlj24Q3FxKQvsB1Qbp_d5CVV8eO_8f1o7flg

APÊNDICE D

Compilação das Respostas de Entrevistas

APÊNDICE D

Disponível também no endereço:

https://fia-my.sharepoint.com/:x/g/personal/irisg_fia_com_br/EccACvWrfEZKkzwNMXeWCfoB-C0tYHNvfWOyxfKEz4Ug