

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO**



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PHILIPPE AGUIAR

**A CONCENTRAÇÃO DE CRÉDITO DO BNDES E A EFETIVIDADE DAS
POLÍTICAS DO BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO
(2007-2017)**

**RIO DE JANEIRO
2018**

PHILIPPE AGUIAR

A CONCENTRAÇÃO DE CRÉDITO DO BNDES E A EFETIVIDADE DAS
POLÍTICAS DO BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO
(2007-2017)

Monografia apresentada ao Curso de Graduação
em Economia da Pontifícia Universidade Católica
do Rio de Janeiro para obtenção do grau de
Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Marcelo Nuno Carneiro de
Sousa

RIO DE JANEIRO
2018

PHILIFE AGUIAR

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro como exigência final a obtenção do título de Bacharel em Economia, mediante a Banca Examinadora formada por:

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro de Sousa

Avaliador : Prof. Márcio Gomes Pinto Garcia

Aprovada em _____ de _____ de _____.

RIO DE JANEIRO
2018

“ Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

RESUMO

Este trabalho estudará as implicações que empréstimos feitos pelo banco nacional de desenvolvimento, BNDES, tiveram sobre o desenvolvimento da indústria brasileira durante a última década (2007-2017), assim como tentar assimilar a concentração de crédito em algumas empresas, verificando a efetividade dos programas do BNDES em comparação ao desempenho de outras firmas. Para o entendimento do presente estudo, será demonstrado em linhas gerais o histórico do BNDES. A seguir, serão analisadas as suas fontes de financiamento. Após, será abordado o tema sobre carteira de crédito. Por fim haverá a análise de efetividade e um debate sobre seus possíveis modelos de abordagem.

Palavras-Chave: BNDES. Economia. Efetividade. Crédito.

ABSTRACT

This study will analyze the implications that loans made by Brazilian national development bank, BNDES, had on the development of Brazil's industry during the last decade (2007-2017), as well as try to assimilate the concentration of credit in some companies, verifying the effectiveness of programs of the Bank compared to the performance of other firms. For the understanding of the present study, the history of the BNDES will be shown in general lines. Next, your sources of financing will be analyzed. Afterwards, the theme on credit portfolio will be addressed. Finally, there will be an analysis of effectiveness and a debate about its possible models of approach.

Keywords: BNDES. Economy. Effectiveness. Credit.

LISTA DE TABELAS:

TABELA 1 – APLICAÇÕES DO SISTEMA BNDES (1962-1965)	16
TABELA 2 – PARTICIPAÇÃO DAS OPERAÇÕES APROVADAS PELO SISTEMA BNDES POR SETOR	16
TABELA 3 – DISTRIBUIÇÃO DAS APLICAÇÕES DO SISTEMA BNDES CONFORME MODALIDADE E SETOR BENEFICIADO (1985-1989)	17
TABELA 4 – PARTICIPAÇÃO DAS OPERAÇÕES APROVADAS PELO SISTEMA BNDES POR SETOR	18
TABELA 5 – CAGRS MÉDIO PONDERADO 2007-2013 2014-2017 ANÁLISE DE EFETIVIDADE	31
TABELA 7 – CATERIA BNDES – IBX 100	32
TABELA 8 – CARTEIRA BNDES 2007-2013 2014-2017 IBX 100 2007-2013 2014-2017	33
TABELA 9 – CARTEIRA BNDES 2007-2013 2014-2017 IBX 100 2007-2013 2014-2017	33
TABELA 10 – CARTEIRA BNDES 2007-2013 2014-2017 IBX 100 2007-2013 2014-2017	34
TABELA 11 – CARTEIRA BNDES 2007-2013 2014-2017 IBX 100 2007-2013 2014-2017	34
TABELA 12 – CARTEIRA BNDES 2007-2013 2014-2017 IBX 100 2007-2013 2014-2017	35

LISTA DE GRÁFICOS:

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS X FAT/PIS-PASEP.....	20
GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO REPASSES TESOIRO NACIONAL X FAT.....	22
GRÁFICO 3 – TJPL X SELIC.....	23
GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS POR ANO.....	24
GRÁFICO 5 – DESEMBOLSO POR PORTE	25
GRÁFICO 6 – PARTICIPAÇÃO POR SETOR.....	27
GRÁFICO 6 – 50 MAIORES DESEMBOLSOS PARA EMPRESAS LISTADAS NA B3.....	28
GRÁFICO 7 – DESEMBOLSOS: PARTICIPAÇÃO POR MODALDADE.....	29
GRÁFICO 8 – DESEMBOLSOS X ICC S SELIC.....	29

LISTA DE SIGLAS

BID - Banco Interamericano de Desenvolvimento

BMF- Bolsa de Mercadorias e Futuros

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento

BNDESPAR- Banco Nacional De Desenvolvimento Econômico E Social Participações S/A

BOVESPA- Bolsa de Valores de São Paulo

CAGR- Taxa Composta Anual de Crescimento.

CAPEX- Capital Expenditure, em português, despesas de capital ou investimento em bens de capital

EBITDA - Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização

EF - Efeitos Fixos

FAT - Fundo de Amparo ao Trabalhador

FHC- Fernando Henrique Cardoso

IBX100 - Índice Brasil

ICC - Índice de Custo de Crédito Agregado do Brasil

INPI - Instituto Nacional de Propriedade Industrial

IPCA- Índice de Preços ao Consumidor Amplo

MPME's - Micro Pequenas e Médias Empresas

OVE - Escritório de Avaliação e Supervisão

PEP - Pareamento de Escore de Propensão

PIA - Pesquisa Industrial Anual

PIB – Produto Interno Bruto

PIS-PASEP - Programa de Integração Social & Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PME - Pequena e Média Empresa

SUMÁRIO:

INTRODUÇÃO.....	12
1. HISTÓRICO DO BNDES.....	14
2. FONTES DE FINANCIAMENTO.....	18
2.1 FAT/PIS-PASEP.....	19
2.2 TESOURO NACIONAL.....	21
3. CARTEIRA DE CRÉDITO.....	23
3.1 DESEMBOLSOS.....	23
3.2 CARTEIRA BNDES: OS 50 MAIORES EMPRÉSTIMOS.....	27
3.3 BNDES.....	30
4. ANÁLISE DE EFETIVIDADE.....	36
5. CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS.....	44
ANEXO 1.....	46

INTRODUÇÃO

Diferentemente de bancos privados, bancos nacionais de desenvolvimento são instituições controladas pela esfera pública, especializados na concessão de crédito de longo prazo, com o principal objetivo de implementar programas de desenvolvimento, industrialização e infraestrutura no país. Em décadas passadas, estas instituições ficaram conhecidas por terem desempenhado um papel crucial no rápido processo de industrialização de diversos países do mundo, como, por exemplo as nações da Europa Continental e o Japão (GERSHENKON, L. et al., 1952). Entretanto, existe uma percepção mais recente de que, bancos de desenvolvimento têm falhado constantemente em replicar estes sucessos passados em países menos desenvolvidos (AGHION, 1999).

No Brasil, a atuação do BNDES viria a corrigir uma importante falha de mercado, referente a carência de crédito de longo prazo proveniente do setor privado. Segundo Dewatripont e Maskin (1995), um sistema bancário descentralizado acaba investindo menos do que o desejado em projetos de longo prazo. Isso ocorreria, pois, muitos destes projetos envolvem grandes custos, sendo necessário o co-financiamento através de várias instituições. Este co-financiamento, por sua vez, induz um problema de “free-riding” no monitoramento dos projetos, retirando parte do prêmio no retorno deste tipo de investimento, desencorajando a participação das instituições privadas. Segundo o modelo apresentado por Aghion (1999), no âmbito de um sistema bancário descentralizado, bancos privados sempre irão transmitir pouco do conhecimento recém-adquirido sobre um novo projeto para outros bancos, como também investirão abaixo do nível desejável na aquisição destes conhecimentos. Logo, o setor privado sempre carregará falhas estruturais que prejudicariam o fluxo de crédito para setores em expansão, ou, cobrariam um prêmio muito alto pelo direcionamento de capital. Logo, em economias onde se mostre presente esta restrição de crédito, bancos de desenvolvimento podem desempenhar um importante papel, aliviando a escassez de capital, como também promovendo programas que visariam o apoio a projetos que transbordem externalidades positivas na economia e possibilitem o desenvolvimento de setores chave do país.

Sendo assim, bancos de desenvolvimento justificariam sua existência pela simples correção da falta de crédito disponibilizada pelo setor privado à investimentos de longo prazo que seriam necessários para o desenvolvimento do país. De fato, em seus muitos anos de

atuação como principal credor de financiamentos à indústria, o BNDES teve um importante papel no processo de desenvolvimento e industrialização do Brasil. Porém, evidências mais recentes das atuais políticas adotadas pelo Banco levantam uma importante discussão em torno da efetividade dos seus programas de financiamento, assim como a incapacidade de executar de forma objetiva sua função.

Já, segundo Rezende (2015), afirma que a existência do BNDES não é argumentada por ineficiências de mercado, mas sim pela teoria de instabilidade financeira vivenciada pelo país. Para ele, o real motivo da falta de interesse no setor privado em financiar as indústrias se dá simplesmente por conta de uma alta taxa de juros no Brasil, assim como elevados spreads bancários. Com uma SELIC consistentemente fixadas em altos parâmetros, os retornos ajustados pelo risco de ativos líquidos, como títulos de curto prazo do governo federal, mais do que superam os retornos de ativos como empréstimos corporativos. Mesmo em períodos onde o afrouxo monetário trouxe a taxa de juros brasileira para patamares mais baixos, bancos privados, apesar de aumentarem sua participação na concessão de crédito como porcentagem do PIB, ainda o fizeram direcionado a investimentos de curto prazo, visto que, a combinação de juros e spread bancário altos resultaria em retornos ajustados pelo risco de empréstimos de curto prazo maiores do que os de prazos mais longos. Sendo assim, durante muitos anos este cenário foi o responsável por redirecionar o portfólio de investimento dos bancos privados, o que deixaria uma lacuna a ser preenchida pelo BNDES. Rezende afirma ainda que, durante a crise dos mercados globais em 2008, a expansão dos balanços dos bancos públicos permitiu aos *policymakers* o combate à instabilidade financeira expandindo acentuadamente o crescimento do crédito quando os bancos do setor privado (doméstico e estrangeiro) reduziram os empréstimos bancários. Ou seja, o evidente movimento de expansão do balanço do BNDES foi um dos principais responsáveis pela suavização dos efeitos da crise financeira no Brasil.

Em contrapartida, Lazarrini (2011) argumenta que, apesar da expansão dos desembolsos do Banco, não há indícios de aumento nos níveis de investimento das empresas beneficiadas. Consequentemente, programas recentemente adotados pela instituição visando o aumento dos níveis de investimento agregado no Brasil, como o Plano Brasil Maior, se mostrariam não só ineficientes, mas com elevados custos a sociedade.

Garcia (2014), apesar de concordar com o argumento de que o BNDES, e demais bancos de desenvolvimento, tenham cumprido um papel importante ao impedir a paralisação

total do fluxo de crédito ao setor produtivo durante a crise financeira, acredita que o tamanho da expansão do Banco tenha sido desnecessário, além de carregar altos custos sociais. Complementa que, dado o grande interesse de financiamento dos mercados emergentes após o excesso de liquidez no mercado internacional, assim como nosso próprio sistema financeiro nacional, o Banco deveria voltar seu foco ao financiamento de setores de tecnologia e inovação, deixando o financiamento de grandes empresas para o setor privado, vide que as mesmas teriam maior acessibilidade a estes mercados. Logo, a recente expansão do balanço do Banco, e principalmente a destinação destes recursos, teriam muito mais a ver com os largos subsídios atrelados a seus desembolsos do que a restrições de acesso a crédito no setor privado.

Esta monografia foi inspirada neste debate conceitual acerca dos efeitos diversos que as políticas de investimento do BNDES têm sobre os níveis de investimento agregado no Brasil, a efetividade destas políticas, assim como seus efeitos macroeconômicos. Farei, através de análise de alguns indicadores relevantes, uma análise da concentração de crédito em certos nichos do mercado, e a certas empresas em particular e, posteriormente, serão feitas análises comparativas a fim de identificar a relação das concessões de crédito com o desenvolvimento e desempenho destas empresas contra pares com características similares. Visto que estas empresas tiverem acesso a financiamentos menos custosos do que suas concorrentes, seria de se esperar que apresentem níveis de crescimento, investimento, desempenho e outros indicadores financeiros mais robustos.

1. HISTÓRICO DO BNDES

O BNDES foi criado em 1952, durante o segundo governo Vargas, com o objetivo inicial de ser o órgão federal responsável pela formulação e execução da política nacional de desenvolvimento econômico. Sendo assim, numa primeira fase o Banco concentrou suas linhas de crédito em projetos de infraestrutura exclusivamente, tendo participação importante durante a execução do plano Lafer. O Banco, portanto, seria o principal distribuidor de

recursos capitados nacionalmente, assim como a porta de entrada para fundos providos do exterior.

A segunda metade da década de 50 trouxe a abertura do BNDES ao setor privado e a indústria, durante a execução do Plano de Metas, período de maior desenvolvimento industrial do país. O plano tinha como objetivo corrigir falhas da estrutura industrial brasileira, buscando priorizar o desenvolvimento verticalizado da pirâmide industrial, dando continuidade ao processo de substituição de importações iniciado nos períodos anteriores (LESSA, 1981). O plano, executado durante o governo de Juscelino Kubistchek, tinha como foco predominante o financiamento através da captação de investimentos estrangeiro, onde o BNDE assume o posto de entidade autárquica que garantiria não só o acesso do empresariado nacional ao financiamento externo, mas principalmente serviria como órgão segurador destas operações.

O ano de 1961 é marcado pelo fim do governo Kubistchek, e com ele o término do Plano de Metas. Ao fim da era desenvolvimentista, o Brasil havia passado por um severo processo de industrialização, sendo proprietário de um vasto parque industrial, assim como o estabelecimento da indústria de base, de bens de consumo leves e duráveis¹. O legado deixado por estes modelos, entretanto, começava a ser sentido, sendo o principal e mais marcante deles o drástico crescimento da inflação. A eventual sucessão do governo se deu por Jânio Quadros, que, perante ao cenário herdado pelo governo anterior, migrou de forma drástica as prioridades das políticas públicas. A estabilização da economia foi dada como principal meta de seu governo, vide a seriedade dos avanços inflacionários, deixando de lado o foco no desenvolvimento industrial por um momento.

A continuidade das políticas de estabilização, e conseqüentemente as restrições do fluxo de crédito disponibilizado pelo Banco, se durante o governo de João Goulart, que adota uma política fiscal contracionista, onde executaria, além de uma elevação fiscal, o controle das despesas do governo, direcionando toda a responsabilidade do financiamento à indústria nacional para o setor privado. Sendo assim, após as expansões em seu balanço, o BNDES começava a ter seu tamanho drasticamente reduzido por conta das políticas de estabilização econômica postas em prática pelo governo. Na tabela abaixo podemos ver claramente o fim da

¹ Dados históricos retirados do site do BNDES, disponível em: <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/nossa-historia>

era desenvolvimentista, e conseqüentemente o início da era dos planos de estabilização, refletindo de forte direta na redução dos recursos repassados ao Banco.

Aplicações do Sistema BNDES (1962-1965)

Ano	Valor US\$ (1)	Valor R\$ de Dez/01 (2)
1962	112.981.234	1.325.817.040
1963	87.347.091	871.391.499
1964	59.325.982	692.556.865
1965	113.723.281	1.242.001.168

Fonte: BNDES 50 anos, 2002.

Em 1964 se instaura no Brasil o regime militar, e com ele "uma nova perspectiva e diretriz se abriu para o BNDES". (SANTANA LIMA, 2007). O regime militar brasileiro foi marcado por diversos programas de desenvolvimento econômico, que visavam não só a estabilização da inflação, como também a retomada do desenvolvimento que havia sido descontinuado durante os governos passados. Neste período, o Banco já tinha suas operações bastante descentralizadas, começa a tomar sua forma mais próxima da estrutura atual, onde, pela primeira vez, começaria a aprovar mais crédito para o setor privado do que para o setor público.

Participação das operações aprovadas pelo sistema BNDES por setor (Em %).

Ano	Setor Público	Setor Privado
1952	100,0	-
1953	89,0	11,0
1954	90,4	9,6
1955	77,1	22,9
1956	95,3	4,7
1957	78,8	21,2
1958	86,6	13,4
1959	70,0	30,0
1960	91,8	8,2
1961	90,5	9,5
1962	95,6	4,4
1963	91,0	9,0
1964	94,2	5,8
1965	67,4	32,6
1966	58,1	41,9
1967	65,5	34,5
1968	45,8	54,2

Fonte: BNDES.

Finalmente, na década de 80 o Banco se tornou o BNDES, e cooperou com o governo federal na execução de políticas direcionadas a resolução das severas adversidades econômicas enfrentadas na época. Neste cenário, o BNDES volta suas políticas de financiamento a empresas que desejassem expandir suas exportações através do PROEX (Programa de Apoio ao Incremento das Exportações). Em um segundo momento, mais para o final dos anos 80, viria o período de hiperinflação brasileiro, e as tentativas de estabilização de preços através de programas como o Plano Cruzado, Cruzado Novo e Bresser. Em 1988, coerente com a política ortodoxa de redução do déficit público proposta pelo Plano Verão, o Banco Central do Brasil define nova resolução proibindo novos financiamentos ao setor público. Tal medida afetou drasticamente a estrutura de empréstimos concedidos pelo BNDES.

Distribuição das aplicações do sistema BNDES conforme modalidade e setor beneficiado (1985 a 1989).

Setor Beneficiado	Ano				
	1985	1986	1987	1988	1989
Privado	43%	53%	65%	68%	81%
Público	57%	47%	35%	32%	19%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Séries Estatísticas BNDES 1981/1990. Sistema BNDES AP/DECOR

O início dos anos 90 foram marcados por mais políticas de estabilização da inflação fracassadas durante o governo Collor e Itamar Franco. Com maior relevância ao tema abordado neste trabalho, também foi implementado o PND (Programa Nacional de Desestatização), onde o BNDES desempenharia papel fundamental em sua execução. O Banco ficaria responsável pela gestão do Fundo Nacional de Desestatização, e conseqüentemente seria o principal responsável pela modelagem do processo de privatização que se daria ao longo dos próximos anos. Após o impeachment de Collor, Itamar Franco assume e põe em ação o Plano Real, que finalmente consegue estabilizar a moeda nacional através de substituições gradativas das URVs até a troca final por uma nova moeda, o Real. Paralelamente, o PND foi responsável pela privatização de 33 empresas, o que, segundo Santana Lima (2007), seguindo o processo de redução do Estado e da transferência das responsabilidades do desenvolvimento industrial para o setor privado, fez com que o BNDES

se tornasse cada vez mais o financiador da iniciativa privada, visto que aumentava a parcela de empresas do setor privado que se financiariam com o Banco dali em diante.

Findo o governo de Itamar, Fernando Henrique Cardoso assume a presidência pela segunda metade dos anos 90 até o ano de 2002. FHC dá continuidade aos programas de privatização, sendo utilizados como instrumento de execução do Plano Diretor da Reforma do Estado. O BNDES participou do processo como gestor dos principais fundos onde foram alocadas as receitas das privatizações, dando continuidade ao processo de redistribuição destes recursos aos empreendimentos do setor privado. Ao fim dos anos 90, graças as políticas executadas durante o primeiro mandato de FHC, o BNDES reduz drasticamente seu financiamento ao setor público, voltando sua quase que total concentração ao setor privado.

Participação das operações aprovadas pelo sistema BNDES por setor (Em %).

Setor Beneficiado	1997	1998	1999
Privado	77%	90%	97%
Público	23%	10%	3%
Total	100%	100%	100%

Fonte: BNDES

Finalmente, após 2002 se dá início ao governo do PT (Partido dos Trabalhadores) através dos presidentes Lula, e posteriormente Dilma Rousseff. O período foi marcado principalmente pela implementação de políticas de desenvolvimento baseadas na expansão através do consumo. Ao que nos diz respeito, o BNDES obteve uma drástica expansão em seus desembolsos, como também na participação do Tesouro Nacional como principal provedor de suas fontes de recursos. Desde sua criação nunca antes houve uma expansão das atividades do Banco com as vistas durante a última década. Tal experiência será relatada de forma mais clara nos próximos capítulos.

2. FONTES DE FINANCIAMENTO

O BNDES possui diversas fontes de recursos para o financiamento de suas operações, porém, duas destas compõe a parte mais significativa da estrutura de capital do Banco,

correspondendo a 80% dos recursos totais ao fim do exercício de 2017, sendo elas: O Tesouro Nacional e os fundos governamentais FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e o PIS-PASEP (Programa de Integração Social & Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público).

Até 2008, grande parte do passivo do Banco era composto pelos recursos do fundo (53% do passivo no ano), possuindo, o Tesouro Nacional, pouca representatividade no mesmo (16% do passivo no ano). A partir de 2009, entretanto, vimos uma expansão no balanço do Banco sem precedentes, enquanto o Tesouro Nacional tomava um papel cada vez mais relevante na história. A seguir, veremos em maiores detalhes como são estruturadas cada uma dessas fontes de financiamento, e como foi que se deu a expansão de cada uma delas, de acordo com os movimentos estruturais passados no país.

2.1 FAT/PIS-PASEP

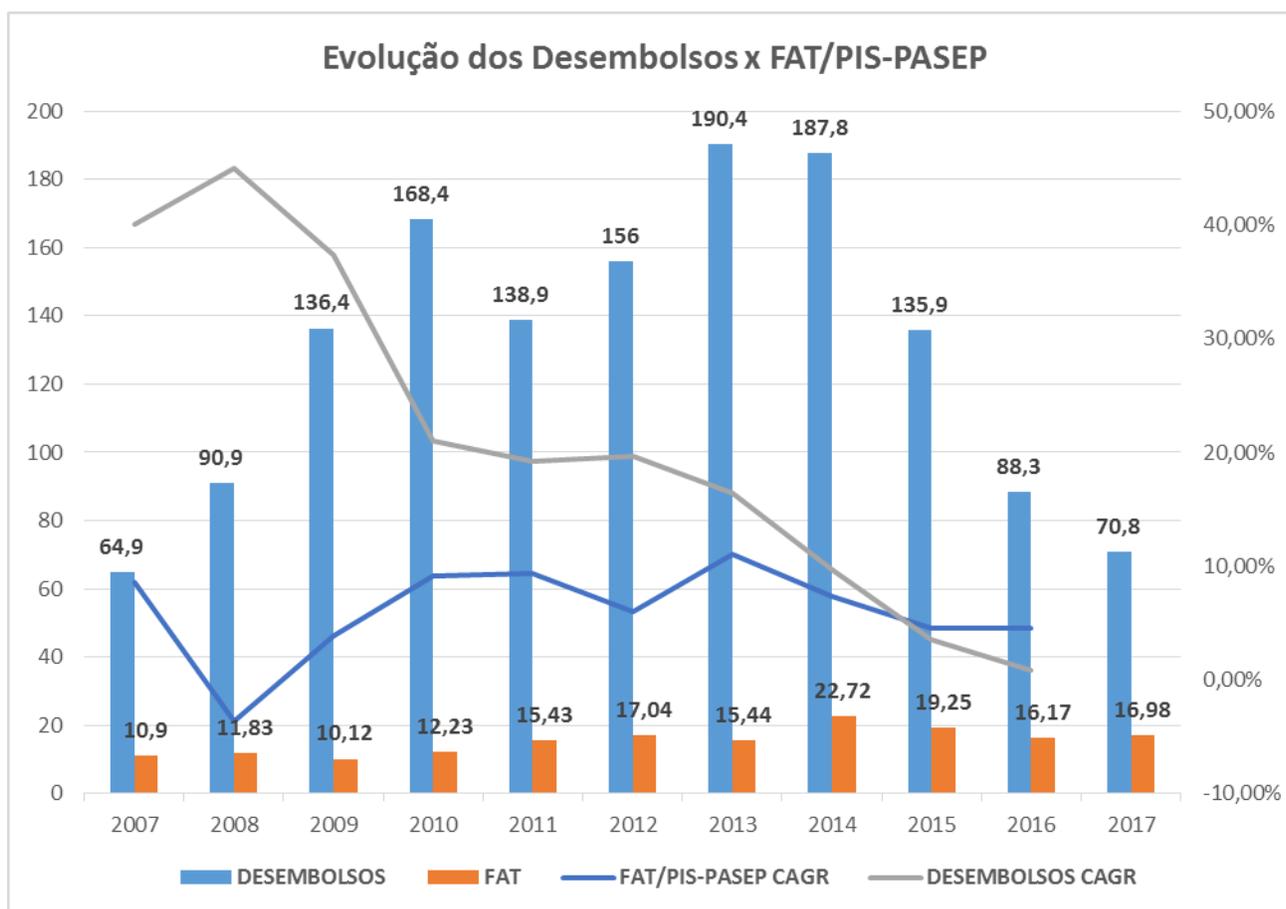
A Constituição Federal de 1988 estipulou que 40% da arrecadação do fundo governamental PIS-PASEP seria disponibilizado para o financiamento dos programas de desenvolvimento executados pelo BNDES. Em 1990, com o término do PIS-PASEP, o recém criado FAT tomou o seu lugar, passando a representar a principal fonte de recursos do Banco. Sob a nova dinâmica, o FAT passa a ser constituído pela arrecadação tarifária do PIS/PASEP, tendo como objetivo custear tanto as despesas com seguro-desemprego e abono salarial como os programas de desenvolvimento do Banco.

Sendo assim, o FAT foi dividido contabilmente em duas categorias: o FAT Constitucional, que compreende o repasse de 40% dos recursos do PIS-PASEP e o FAT Depósitos Especiais, que representa os depósitos adicionais. Ou seja, dos 60% restantes, caso a arrecadação supere as despesas dos programas de amparo ao trabalhador, os recursos remanescentes podem ser utilizados pelo Banco como um financiamento adicional, que ficam contabilizados sob Depósitos Especiais. Para ambas as categorias, as transferências nacionais são remuneradas pela TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo - limitada a 6% ao ano), enquanto as internacionais são, em sua grande maioria, remuneradas pela Libor (Juros interbancários de Londres).

Desde de o início do relacionamento entre o BNDES e o FAT/PIS-PASEP, o Fundo sempre representou quase que a totalidade dos recursos utilizados pelo Banco para o

financiamento de suas operações. Porém, a partir de 2009 esta dinâmica mudou, passando o Tesouro Nacional a representar a parte mais significativa das fontes de recursos da instituição até o atual momento.

Apesar da perda de representatividade, o FAT/PIS-PASEP apresentou uma expansão em suas transferências de acordo com os movimentos estruturais ocorridos tanto nos país, como na forma de atuação do BNDES. Do período de 2007 até 2014, os repasses do Fundo tiveram um crescimento anual composto (CAGR %) de 11,06%, enquanto a evolução dos desembolsos do Banco apresentou um crescimento de 16,39%. De 2014 até 2017 o agravamento da crise financeira, e conseqüentemente a deterioração econômica do país, afetaram a atuação do BNDES, que reduziu fortemente o montante de seus repasses (- 27,8% CAGR). Os financiamentos do FAT seguiram a mesma direção, porém apresentando uma retração mais modesta (-9,25% CAGR).



2.2 TESOURO NACIONAL

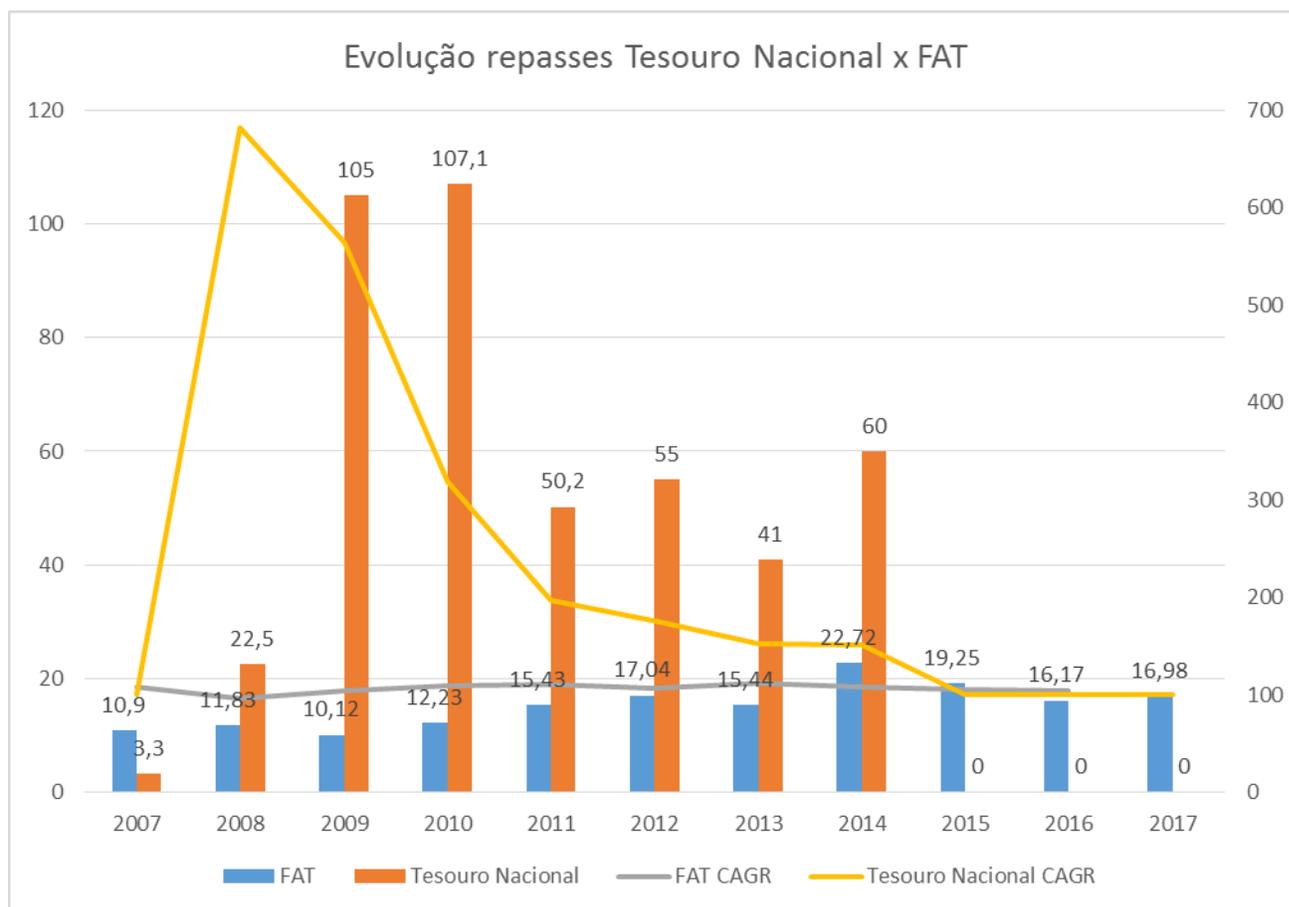
O cenário político-econômico brasileiro pré-crise era um dos mais favoráveis já vividos pelo país. Os níveis de confiança e estabilidade alcançados pelas prudentes políticas fiscais e monetárias adotadas durante o primeiro mandato do governo Lula garantiam uma expansão saudável da economia brasileira. A inflação estava sobre controle, o real se mantinha apreciado em relação ao dólar, a renda das famílias crescia, a taxa de investimento do país alcançara 19% do PIB no ano, o poder de compra do salário mínimo era robusto e o governo havia conseguido reduzir o nível de pobreza e miséria de milhares de brasileiros.

No segundo semestre de 2008, entretanto, a economia mundial sofreu os fortes impactos da crise financeira originada nos Estados Unidos, e os países iniciaram seus movimentos de forma a mitigar os impactos negativos em suas economias. Não excludente, o governo brasileiro passa a adotar políticas públicas com o intuito de combater os efeitos da crise, passando a utilizar os bancos estatais, e principalmente o BNDES, como seu principal instrumento anti cíclico, em um movimento de expansão vigorosa do volume de seus desembolsos.

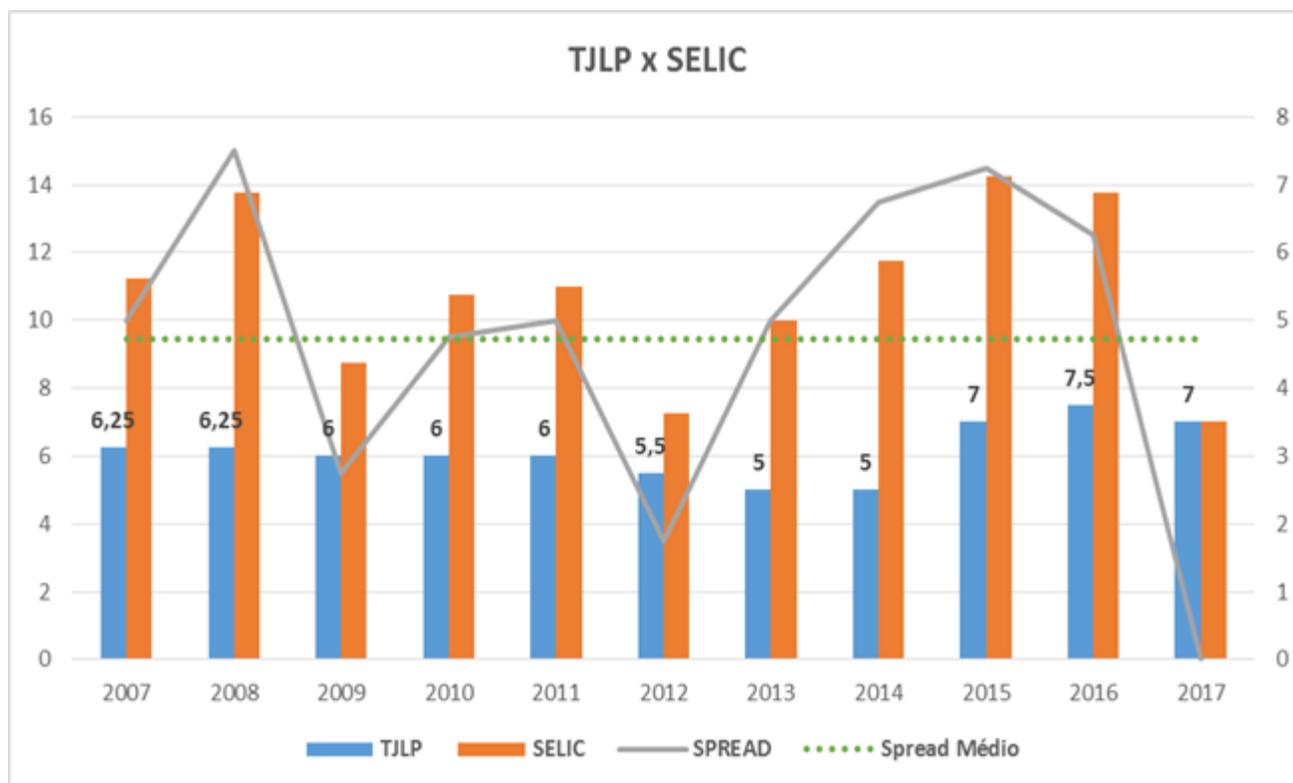
Para viabilizar esta expansão, o Banco passa a contar com aportes de recursos diretamente do Tesouro Nacional, visto que os montantes providos pelo FAT já não são mais suficientes para cobrir os dispêndios planejados. As transferências tomaram proporções cada vez maiores, ano após ano, tendo sua expansão mais significativa a partir de 2009. No período de 2007 até 2014, o Tesouro havia provido o montante de R\$ 444,1 bilhões ao BNDES, com uma taxa média de crescimento anual (CAGR) de 51%. A partir de 2014, com a intensificação da situação fiscal e econômica do Brasil, o Tesouro cortou os repasses ao BNDES, não havendo transferência de recursos ao Banco nos anos de 2015, 2016 e 2017.

De forma a angariar os fundos necessários para os repasses, o Tesouro se financiou através da emissão de títulos públicos, o que se resume em um gigantesco subsídio implícito no financiamento prestado pelo Banco, visto que os custos repassados ao BNDES, além de artificialmente baixos, foram reduzidos de 2007 em diante. Por exemplo, entre 2007 e 2008, foi acordado um custo atrelado aos contratos do BNDES de IPCA + 6% ou SELIC. A partir da MP n° 453/09 de janeiro de 2009, e suas consecutivas alterações, este custo foi diminuído para TJLP + 2,5%, posteriormente para TJLP + 1% (MP n° 462/09), e finalmente para TJLP (MP

nº 465/09) .² O gráfico 3 demonstra claramente esse movimento. Com uma taxa SELIC historicamente acima da TJLP, o spread médio entre as taxas ficou em 4,73%, representando um custo adicional a dívida tomada pelo Tesouro.



² Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional – 4º trimestre de 2017 – pag. 21 - 31



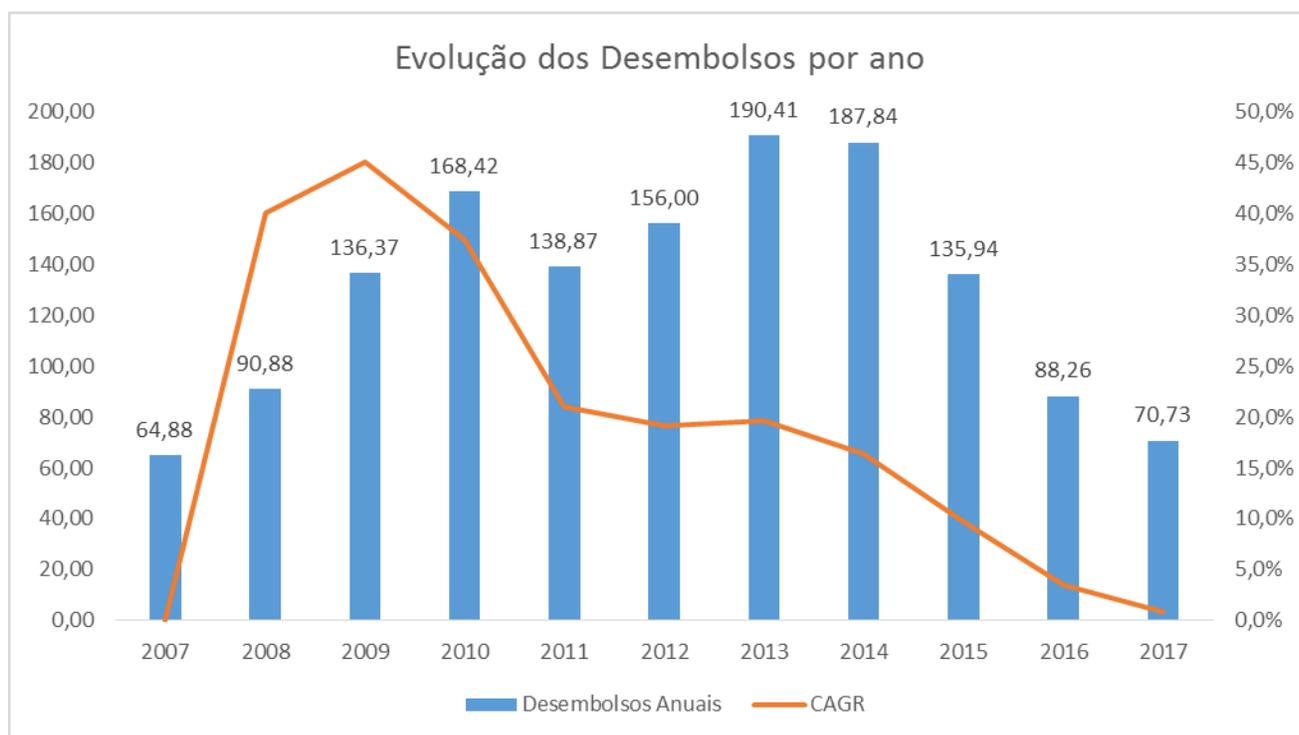
3. CARTEIRA DE CRÉDITO

3.1 DESEMBOLSOS

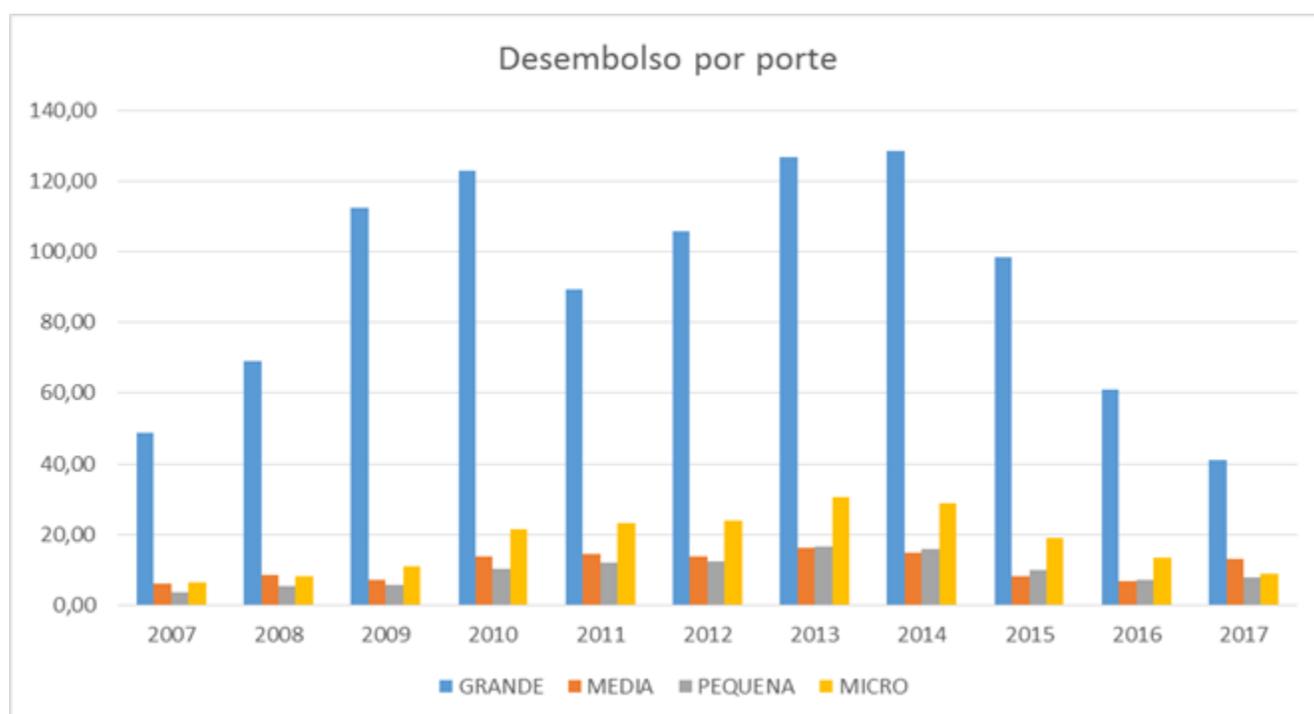
Os desembolsos são a forma mais direta de atuação do BNDES, onde a instituição realiza empréstimos diretamente aos solicitantes, seja através de sua rede credenciada ou por execução própria. Esta modalidade sempre foi a principal forma de disseminação de crédito do Banco, concentrando a maior parte dos aportes ao longo dos anos. Paralelamente, também são feitos aportes em *equity*, através da subsidiária BNDESPAR, e emissões de debêntures como formas alternativas de operação.

Há basicamente duas formas por onde o cliente pode solicitar o financiamento: i) direta, onde a solicitação após feita, é processada e aprovada por uma banca própria do BNDES, ou ii) forma indireta, onde os desembolsos são feitos por meio de instituições financeiras credenciadas, não sendo necessário um aval posterior por parte do Banco. As duas irão divergir de acordo com um grupo de critérios específicos e com o tamanho dos aportes a serem feitos.

Assim como os movimentos de expansão do balanço ilustrado no capítulo anterior, os desembolsos também apresentaram forte crescimento ao longo da última década. O ano de 2007 configurou repasses no total de R\$ 64,88 bilhões, já em 2013 e 2014, anos que reportaram os maiores dispêndios do período observado, R\$ 190,41 e R\$ 187,84 bilhões, respectivamente. Um crescimento anualizado de 19,65% e 16,40%. Os anos de 2015 e 2016 tiveram reduções em comparação aos anos precedentes, porém se mantiveram em patamares acima dos R\$ 130 milhões. Com a deterioração da situação fiscal-econômica do país, e o agravamento da mais recente crise financeira, os repasses nos anos seguintes foram mais modestos, porém ainda se mantiveram acima dos valores reportados em 2007. O gráfico abaixo mostra a dinâmica presente nos empréstimos anuais no período de 2007 a 2017.



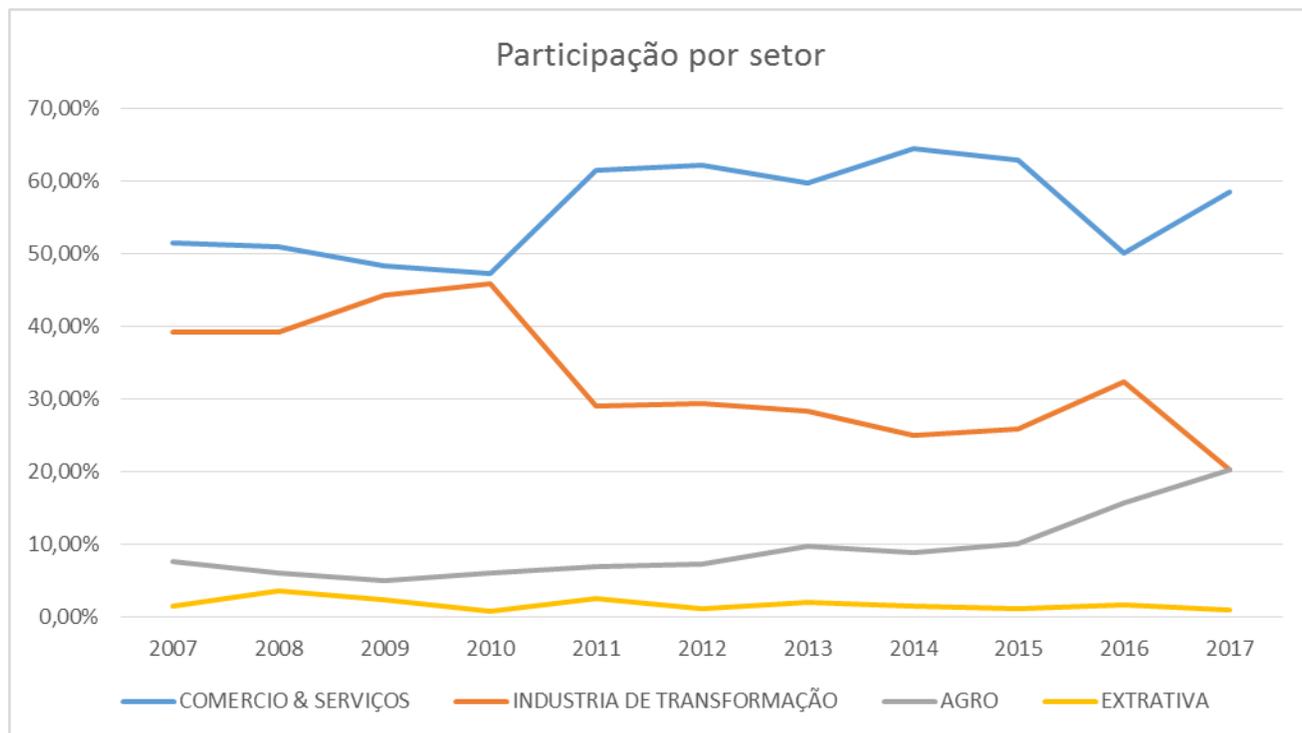
De forma mais específica, os desembolsos se concentraram majoritariamente em empresas de grande porte.³ A participação deste nicho empresarial variou de ano para ano, porém manteve uma média de 70,3% do total dos repasses entre 2007 e 2017. Já as micros, pequenas e médias empresas apresentaram uma participação que não alcança metade dos desembolsos direcionados as grandes empresas, atingindo conjuntamente 29,7% do total dos repasses anuais. O detalhamento de cada ano pode ser observado nas tabelas 1 e 2 abaixo.



³ Empresas com Receita Operacional Bruta (ROB) maior do que R\$ 300 milhões
 Empresas com Receita Operacional Bruta (ROB) menor ou igual a R\$ 360 mil
 Empresas com Receita Operacional Bruta (ROB) entre R\$ 360 mil e R\$ 4,8 milhões
 Empresas com Receita Operacional Bruta (ROB) entre R\$ 4,8 milhões e R\$ 300 milhões

DESEMBOLSOS POR PORTE											
R\$ Bi	GRANDE	MEDIA	PEQUENA	MICRO	TOTAL	%	GRANDE %	MEDIA %	PEQUENA %	MICRO %	
2007	48,82	6,07	3,46	6,53	64,88	2007	75,25%	9,36%	5,33%	10,06%	
2008	69,03	8,51	5,20	8,14	90,88	2008	75,96%	9,36%	5,72%	8,96%	
2009	112,44	7,25	5,82	10,86	136,37	2009	82,45%	5,32%	4,27%	7,96%	
2010	122,84	13,68	10,27	21,63	168,42	2010	72,94%	8,12%	6,10%	12,84%	
2011	89,21	14,37	12,00	23,29	138,87	2011	64,24%	10,35%	8,64%	16,77%	
2012	105,87	13,73	12,51	23,89	156,00	2012	67,87%	8,80%	8,02%	15,31%	
2013	126,88	16,15	16,70	30,68	190,41	2013	66,64%	8,48%	8,77%	16,11%	
2014	128,46	14,76	15,92	28,70	187,84	2014	68,39%	7,86%	8,48%	15,28%	
2015	98,59	8,29	10,00	19,06	135,94	2015	72,52%	6,10%	7,36%	14,02%	
2016	61,01	6,64	7,08	13,53	88,26	2016	69,13%	7,52%	8,02%	15,33%	
2017	41,04	13,15	7,76	8,78	70,73	2017	58,02%	18,59%	10,97%	12,41%	

Mais especificamente, os setores mais beneficiados foram os de Comércio & Serviços, com aportes médios representando 56,9% dos desembolsos totais entre 2007 e 2017, e Industria de Transformação, com 32,5%. Porém, a dinâmica entre ambos apenas começa a apresentar certo distanciamento a partir de 2010, quando o BNDES passa a atuar de forma coordenada com políticas de crescimento voltadas para a expansão do consumo. Esse movimento pode ser claramente observado quando analisamos o aumento da participação do setor de Comércio & Serviços, e consequente redução da Industria de Transformação nos repasses anuais. Em 2017, além de apresentar uma redução de 43% no recebimento dos recursos, o setor de Industria de Transformação apresentou a menor representatividade da série (20,3%), enquanto Comércio & Serviços se manteve próximo da média dos anos.



3.2 CARTEIRA BNDES: OS 50 MAIORES EMPRÉSTIMOS

Os dados apresentados na sessão anterior nos mostram estatísticas descritivas sobre as condições e direcionamentos dos empréstimos realizados pelo BNDES durante a última década de uma forma agregada. Porém, não é possível compreender de forma clara como estes recursos impactaram as empresas e setores durante o período. Sendo assim, buscando melhor assimilar as repercussões das políticas de atuação do Banco sobre o desempenho das empresas e setores escolhidos, uma amostra foi montada a partir dos dados de desembolsos disponibilizados no site do BNDES.⁴ Considerando-se todas as modalidades de aportes utilizadas pelo Banco, os 50 maiores empréstimos entre 2007 e 2017 direcionados a empresas de capital aberto na B3, Bolsa de Valores brasileira, foram selecionadas para esta sessão.

⁴ Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads>



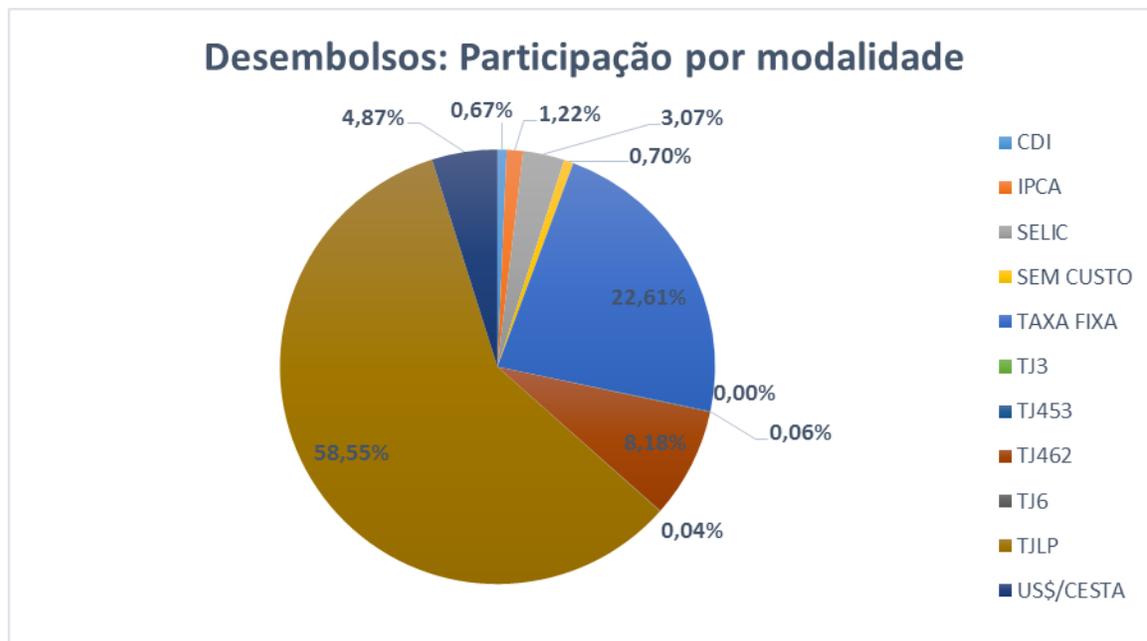
De forma geral, os desembolsos direcionados ao grupo configuraram um montante de R\$ 350,75 bilhões de reais, ou seja, 36,35% do total de repasses feitos pelo BNDES no período. Assim como os desembolsos totais, os aportes neste grupo foram majoritariamente feitos para empresas de grande porte, com 92% , enquanto empresas de médio porte ficaram com apenas 8%. Micro e Pequenas empresas não tiveram representatividade na amostra.

Os setores mais beneficiados foram os de Utilização Pública,⁵ Materiais, Industria e Energia, que juntos foram responsáveis por 76% do total dos repasses do período. Os outros 22% ficaram com os setores de Consumo, Consumo Discricionário, Serviços Financeiros e Telecomunicações.

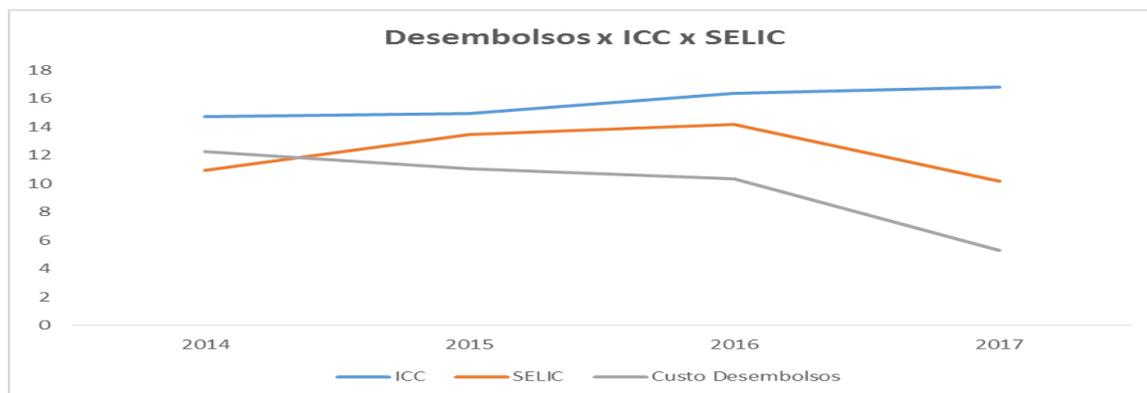
A composição da carteira de empréstimos do Banco, direcionadas ao grupo, entre 2007 e 2017 se deu majoritariamente por transferências remuneradas a TJLP e Taxa Fixa, que juntas representaram 81% dos desembolsos totais. Dessa forma, o custo médio ponderado pelos respectivos volumes de repasses das modalidades ficou próximo aos 7,82% a.a, ou seja, um

⁵ As empresas da amostra foram separadas em setores de acordo com o critério de divisão setorial do IBRX100

subsídio implícito de 3,26% a.a sobre uma SELIC média de 11,08% a.a. para o mesmo período.



Entre 2013 e 2014, este mesmo custo beirou os 7,38% a.a, mais do que a metade da remuneração exigida pelo setor bancário privado, considerando um ICC⁶ (Índice de Custo de Crédito Agregado do Brasil) médio de 15,51%.



3.3 ANÁLISE FINANCEIRA

⁶ O ICC é um índice calculado pelo BC que busca medir o custo de crédito agregado do setor privado no Brasil. Neste texto, foi considerado o ICC para Pessoa Jurídica disponibilizado no site do Banco Central

De forma a tentar melhor enxergar os impactos que as políticas de atuação do BNDES poderiam ter alcançado sobre desempenho dessas empresas, dados financeiros do grupo foram selecionados ao longo dos anos de forma a tentar identificar algum sinal de dinâmica entre os períodos de 2007-2013 e 2014-2017. Ou seja, dessa forma, verificar o efeito que o crédito subsidiado poderia ter incorrido sobre o desempenho destas empresas, usando a mais recente crise financeira no Brasil como divisor de águas.

Para isso, foram selecionados alguns indicadores operacionais chave como: Receita Líquida, Lucro Bruto e Margem, Ebitda e Margem, Lucro Líquido e Margem; assim como alguns indicadores de endividamento e alavancagem como: Dívida Líquida/Ebitda, Despesas com Juros, Custo Financeiro, Custo do Capital Próprio, Custo do Capital de Terceiros e Dívida Bruta; e por fim, alguns indicadores de desempenho como: Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC). Para o setor bancário, os indicadores selecionados foram: Receita Líquida, Lucro Líquido e Margem, Total de Empréstimos, Ativo Total, ROIC, ROA, ROE, Endividamento Bruto e Índice de Eficiência,⁷ visto que pelo caráter de atuação das empresas de setor, e seu modelo de negócio, fariam mais sentido para a análise. Paralelamente também foram averiguadas informações relevantes sobre a saúde financeira destas empresas como, pedidos de recuperação judicial ou anos consecutivos de prejuízo.

Conforme a tabela abaixo, a carteira agregada apresentou uma taxa anualizada de crescimento média no período pré crise maior do que o período pós crise para indicadores como Receita Líquida, Ebitda e Lucro. Apesar disso, as variações nas Margens de desempenho se mostraram melhores entre 2014-2017. Mesmo apresentando crescimento negativo superior, se mantiveram mais próximas dos movimentos dos indicadores de referência. Entre 2007-2013 houve um descolamento entre o crescimento dos indicadores e suas margens, visto que indicadores como Lucro Bruto, EBITDA e Lucro Líquido apresentaram crescimento positivo, enquanto suas margens decresceram, representando uma piora na eficiência operacional das empresas. Por fim, como era de se esperar, os níveis de

⁷ O índice mede os custos dos serviços prestados no setor financeiro com as receitas. O cálculo é feito através da seguinte metodologia: Despesa Operacionais/(Valor Líquido da renda de juros + Comissão e Taxas Recebidas + Outras Receitas Operacionais + Renda de Investimentos e Comissões pagas + Ajuste de Equivalência Tributária)

endividamento, assim como os custos financeiros, foram maiores no segundo período analisado, visto que a atuação do BNDES nestas empresas foi menor.

CAGRs Médio Ponderado	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	12,91%	5,05%
Lucro Bruto	5,07%	7,82%
<i>Margem Bruta</i>	<i>-6,93%</i>	<i>2,71%</i>
EBITDA	5,30%	<i>-15,59%</i>
<i>Margem Ebitda</i>	<i>-6,70%</i>	<i>-18,99%</i>
Lucro ou prejuízo líquido	4,29%	<i>-16,34%</i>
<i>Margem Líquida</i>	<i>-7,69%</i>	<i>-19,98%</i>
Dívida líquida/EBITDA	1,61%	32,47%
Despesa Financeira com Juros	18,25%	27,35%
Custo Financeiro	<i>-9,03%</i>	9,75%
ROE	7,63%	<i>-82,68%</i>
ROA	6,81%	<i>-21,27%</i>
ROIC	<i>-6,20%</i>	<i>-8,57%</i>
Dívida Bruta	30,43%	16,08%

Em uma análise mais criteriosa, o grupo das 50 empresas foi dividido em sub setores, utilizando como parâmetro para tal os critérios de divisão setorial do IBX100.⁸ Posteriormente, os setores da carteira teórica foram utilizados como parâmetro de comparação para o desempenho dos setores do grupo de 50 empresas do BNDES, neste capítulo referidos como “Carteira BNDES”. As tabelas com as DREs simplificadas podem ser encontradas no ANEXO I.

Para o setor de Consumo Discricionário, dos 16 indicadores observados, a carteira do BNDES performou pior do que o setor em 9 durante o período pré crise, onde o Banco atuou de forma mais intensiva. Para o período pós 2014, entretanto, performou melhor do que o setor em 10 indicadores.

⁸ O IBX100 é um índice teórico composto pelas 100 empresas mais negociadas na Bovespa.

CARTEIRA BNDES	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	16,5%	13,1%
Lucro Bruto	14,3%	10,3%
Margem Bruta	6,1 p.p	4,1 p.p
EBITDA	11,6%	15,3%
EBIDA Margem	2,3 p.p	3,3 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	24,2%	-14,1%
Margem Líquida	,8 p.p	-,7 p.p
Dívida líquida/EBITDA	-30,1%	-29,6%
Financeiro despesas	30,0%	39,1%
Custo Financeiro	0,0%	30,0%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	15,9%	-0,2%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	12,9%	7,5%
Retorno sobre patrimônio líquido	14,9%	-38,8%
Retorno sobre ativos	-2,7%	-29,7%
Retorno do capital investido	-19,8%	-20,4%
Dívida em longo e curto prazo	28,9%	8,4%

IBX 100	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	90,0%	-9,7%
Lucro Bruto	40,2%	8,9%
Margem Bruta	-2,2 p.p	2,1 p.p
EBITDA	37,2%	-4,3%
EBIDA Margem	-1,2 p.p	,8 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	32,1%	-22,9%
Margem Líquida	-,6 p.p	,1 p.p
Dívida líquida/EBITDA	7,7%	102,3%
Financeiro despesas	20,4%	26,7%
Custo Financeiro	-6,5%	12,5%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	66,2%	0,9%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	13,3%	14,3%
Retorno sobre patrimônio líquido	-2,9%	-29,6%
Retorno sobre ativos	20,5%	-40,3%
Retorno do capital investido	12,1%	-33,3%
Dívida em longo e curto prazo	28,4%	13,2%

Para o setor de Consumo, a carteira do BNDES performou melhor do que o setor em 8 dos 16 indicadores observados durante o período anterior a 2014. Entre 2014 e 2017, a carteira performou melhor do que o setor em 9 dos indicadores.

CA TEIRA BNDES	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	36,9%	16,2%
Lucro Bruto	18,8%	15,7%
Margem Bruta	10,4 p.p	10,4 p.p
EBITDA	15,7%	15,0%
Margem Ebitda	6,5 p.p	4,2 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	38,7%	18,3%
Margem Líquida	2,9 p.p	-2,5 p.p
Dívida líquida/EBITDA	-2,9%	-7,8%
Financeiro despesas	16,9%	18,3%
Custo Financeiro	-7,2%	-2,0%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	18,8%	6,2%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	40,2%	15,4%
Retorno sobre patrimônio líquido	13,4%	21,0%
Retorno sobre ativos	15,6%	-26,1%
Retorno do capital investido	-8,0%	17,7%
Dívida em longo e curto prazo	26,5%	21,2%

IBX100	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	33,5%	15,4%
Lucro Bruto	19,8%	16,6%
Margem Bruta	-2,0 p.p	-1 p.p
EBITDA	17,6%	12,7%
Margem Ebitda	-1,0 p.p	-5 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	35,0%	15,1%
Margem Líquida	-2 p.p	-6 p.p
Dívida líquida/EBITDA	1,3%	-7,2%
Financeiro despesas	21,0%	19,1%
Custo Financeiro	-7,3%	-1,7%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	9,7%	6,1%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	3,8%	12,0%
Retorno sobre patrimônio líquido	40,5%	-10,2%
Retorno sobre ativos	26,9%	5,6%
Retorno do capital investido	-0,6%	5,1%
Dívida em longo e curto prazo	31,0%	21,4%

Já o setor de Energia teve um desempenho pior. A carteira do BNDES apresentou melhor performance em 8 dos 16 indicadores para o período pré crise, porém para o período pós crise, o setor ganha em 11 indicadores.

CARTEIRA BNDES	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	12,1%	2,6%
Lucro Bruto	3,2%	12,9%
Margem Bruta	,1 p.p	1,9 p.p
EBITDA	4,7%	-25,1%
Margem Ebitda	1,0 p.p	2,5 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	9,3%	-24,7%
Margem Líquida	-1 p.p	-1,5 p.p
Dívida líquida/EBITDA	7,1%	143,8%
Financeiro despesas	58,0%	29,0%
Custo Financeiro	10,5%	6,8%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	16,5%	4,5%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	27,4%	15,5%
Retorno sobre patrimônio líquido	2,1%	-32,4%
Retorno sobre ativos	1,7%	-34,1%
Retorno do capital investido	-9,5%	-21,6%
Dívida em longo e curto prazo	43,0%	21,3%

IBX100	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	14,3%	3,7%
Lucro Bruto	2,3%	12,7%
Margem Bruta	-6,5 p.p	3,1 p.p
EBITDA	4,4%	-27,2%
Margem Ebitda	-3,5 p.p	2,4 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	9,5%	-17,8%
Margem Líquida	-1,14	-1,49
Dívida líquida/EBITDA	,3 p.p	1,5 p.p
Financeiro despesas	66,7%	30,4%
Custo Financeiro	16,3%	7,6%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	15,1%	4,5%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	28,1%	15,2%
Retorno sobre patrimônio líquido	-3,5%	-30,7%
Retorno sobre ativos	-1,1%	-33,4%
Retorno do capital investido	-9,2%	-21,4%
Dívida em longo e curto prazo	43,2%	21,7%

O setor industrial também performou melhor do que a carteira do Banco. Dos 16 indicadores, o setor foi melhor em 9 tanto no período pré crise, quando no período pós crise.

CARTEIRA BNDES	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	11,3%	2,7%
Lucro Bruto	2,3%	11,4%
<i>Margem Bruta</i>	-5 p.p	5,2 p.p
EBITDA	5,0%	-23,0%
<i>Margem Ebitda</i>	1,1 p.p	2,3 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	1,2%	9,7%
<i>Margem Líquida</i>	-4 p.p	2,5 p.p
Dívida líquida/EBITDA	-5,0%	15,7%
Financeiro despesas	31,7%	30,3%
Custo Financeiro	14,7%	16,4%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	12,6%	1,4%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	54,5%	9,8%
Retorno sobre patrimônio líquido	-24,2%	796,4%
Retorno sobre ativos	-24,9%	399,2%
Retorno do capital investido	2,1%	-23,0%
Dívida em longo e curto prazo	16,1%	11,9%

IBX100	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	15,8%	7,1%
Lucro Bruto	16,6%	4,2%
<i>Margem Bruta</i>	,3 p.p	,1 p.p
EBITDA	15,9%	3,0%
<i>Margem Ebitda</i>	-,1 p.p	,2 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	-6,7%	12,6%
<i>Margem Líquida</i>	-1,21	0,83
Dívida líquida/EBITDA	-,1 p.p	,2 p.p
Financeiro despesas	31,9%	28,7%
Custo Financeiro	-1,2%	10,7%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	12,3%	3,5%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	20,1%	8,8%
Retorno sobre patrimônio líquido	-23,9%	17,3%
Retorno sobre ativos	-27,5%	0,5%
Retorno do capital investido	-10,1%	-8,8%
Dívida em longo e curto prazo	33,7%	16,2%

Para Materiais, o saldo foi de 8 indicadores para o BNDES entre 2007 e 2014 e 11 para o IBX100 entre 2014 e 2017.

CARTEIRA BNDES	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	6,1%	-2,9%
Lucro Bruto	5,5%	-17,2%
<i>Margem Bruta</i>	2,6 p.p	,0 p.p
EBITDA	3,3%	-26,7%
<i>Margem Ebitda</i>	1,4 p.p	3,0 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	-12,7%	226,4%
<i>Margem Líquida</i>	-4,5 p.p	5,0 p.p
Dívida líquida/EBITDA	8,2%	15,4%
Financeiro despesas	-5,6%	19,3%
Custo Financeiro	-20,9%	6,8%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	5,2%	-0,6%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	54,7%	26,7%
Retorno sobre patrimônio líquido	-32,6%	36,6%
Retorno sobre ativos	-25,1%	149,3%
Retorno do capital investido	-11,3%	39,4%
Dívida em longo e curto prazo	19,9%	11,6%

IBX100	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	7,1%	0,0%
Lucro Bruto	3,7%	-12,1%
<i>Margem Bruta</i>	-1,3 p.p	-,4 p.p
EBITDA	4,2%	-21,4%
<i>Margem Ebitda</i>	-1,3 p.p	,9 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	-12,8%	134,8%
<i>Margem Líquida</i>	-3,47	2,02
Dívida líquida/EBITDA	,1 p.p	,1 p.p
Financeiro despesas	12,2%	19,0%
Custo Financeiro	-4,3%	5,6%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	5,3%	0,0%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	53,9%	16,9%
Retorno sobre patrimônio líquido	-29,7%	32,3%
Retorno sobre ativos	-25,1%	55,5%
Retorno do capital investido	-12,4%	7,0%
Dívida em longo e curto prazo	16,9%	12,7%

A atuação no setor de Serviços Financeiros é a que chama mais atenção. Durante o período pré crise, a Carteira do Banco performa melhor do que o setor em 8 indicadores, porém o desempenho pós crise é pior em 10 dos indicadores selecionados.

CARTEIRA BNDES	2007-2013	2014-2017	IBX100	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	22,0%	10,2%	Receita líquida	17,2%	26,6%
Lucro ou prejuízo líquido	37,3%	4,8%	Lucro ou prejuízo líquido	12,6%	14,3%
<i>Net Income Margin Adjusted</i>	,3 p.p	-9 p.p	<i>Net Income Margin Adjusted</i>	,1 p.p	-4 p.p
Total de empréstimos	32,7%	5,9%	Total de empréstimos	33,1%	5,1%
Ativo total	32,1%	7,4%	Ativo total	30,1%	9,9%
Índice de eficiência	-2,6%	-3,3%	Índice de eficiência	-0,2%	1,8%
ROIC	-0,8%	-19,1%	ROIC	-12,4%	-11,9%
ROA	-6,1%	-11,7%	ROA	-14,2%	4,3%
ROE	-4,0%	-9,9%	ROE	-7,8%	2,2%
Dívida em longo e curto prazo	37,6%	14,7%	Dívida em longo e curto prazo	30,5%	30,7%

Finalmente, para o setor de Serviços de Utilidade Pública, o desempenho da carteira do Banco foi melhor em 7 dos 11 indicadores entre 2007 e 2013, e melhor em 9 entre 2014 e 2017.

CARTEIRA BNDES	2007-2013	2014-2017	IBX100	2007-2013	2014-2017
Receita líquida	10,2%	18,0%	Receita líquida	9,6%	17,6%
Lucro Bruto	6,9%	14,5%	Lucro Bruto	-8,1%	16,1%
<i>Margem Bruta</i>	-,8 p.p	6,3 p.p	<i>Margem Bruta</i>	-4,8 p.p	-,1 p.p
EBITDA	2,9%	19,8%	EBITDA	3,8%	28,2%
<i>Margem Ebitda</i>	-1,4 p.p	4,9 p.p	<i>Margem Ebitda</i>	-2,9 p.p	1,6 p.p
Lucro ou prejuízo líquido	4,9%	51,9%	Lucro ou prejuízo líquido	-2,1%	934,6%
<i>Margem Líquida</i>	-1,7 p.p	1,3 p.p	<i>Margem Líquida</i>	-2,33	1,04
Dívida líquida/EBITDA	6,0%	9,6%	Dívida líquida/EBITDA	,0 p.p	,1 p.p
Financeiro despesas	-7,4%	32,0%	Financeiro despesas	-7,3%	32,3%
Custo Financeiro	-20,8%	14,0%	Custo Financeiro	-21,2%	15,5%
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	9,7%	4,4%	CMPC/WACC - Custo de capital próprio	8,8%	4,2%
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	48,6%	7,2%	CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	52,3%	8,6%
Retorno sobre patrimônio líquido	-11,9%	5,3%	Retorno sobre patrimônio líquido	-7,4%	5,6%
Retorno sobre ativos	-6,3%	-13,1%	Retorno sobre ativos	-5,3%	15,5%
Retorno do capital investido	-6,6%	-1,4%	Retorno do capital investido	-6,3%	15,8%
Dívida em longo e curto prazo	18,6%	15,8%	Dívida em longo e curto prazo	20,5%	14,5%

De forma agregada, as empresas que receberam aporte do Banco durante o período observado, tiveram uma performance melhor do que o índice 54% das vezes entre 2007 e 2013, e 49% entre 2014 e 2017.

Paralelamente, uma outra abordagem de análise da saúde financeira das empresas foi implementada. Das 50 empresas observadas, 34% delas apresentaram durante o período dificuldades financeiras, caracterizadas por 3 ou mais anos de prejuízo consecutivo ou ROIC negativo. Além disso, da amostra selecionada, 10% ou apresentou pedidos de recuperação judicial ou chegou perto de fazê-lo por incapacidade de pagamento aos credores.

Apesar de a análise feita acima não ser suficiente para afirmar conclusivamente a efetividade do desempenho dos esforços do BNDES durante a última década, era de se esperar que, empresas que tiveram acesso aos mecanismos de desembolsos do Banco, e consequentemente receberam crédito a custos muito menores do que seus pares, tivessem um desempenho acima do de seus competidores. Ainda, conforme ilustrado nos capítulos anteriores, o Banco demonstrou sua atuação mais forte durante o período de 2007 a 2013. Com a expansão de seus desembolsos a partir de 2009, e a consequente não redução dos mesmos até o ano de 2017, seria de se esperar que as empresas que receberam tais aportes demonstrassem melhora de desempenho através de seus indicadores financeiros a partir de então. Entretanto, vemos que a menor taxa de performance entre a Carteira BNDES e o IBX100 se deram após 2014.

4. ANÁLISE DE EFETIVIDADE

Até o momento debatemos sobre a expansão do balanço do BNDES e as mutações ocorridas nas participações das instituições como seus principais credores, assim como analisamos argumentos a favor e contra a participação da instituição como principal executor de planos de desenvolvimento do governo durante os últimos anos. Ademais, no último capítulo observamos o desempenho de alguns indicadores financeiros das principais empresas que participaram da atuação do Banco. Porém, é imprescindível que, para abordar o debate de forma mais consciente, saibamos quais os impactos a atuação do BNDES tem tanto sobre as variáveis de nível das empresas, como sobre a economia de forma agregada. De forma a complementar a linha de pensamento proposta anteriormente, abordaremos os efeitos das políticas do Banco sobre

o desempenho das empresas através de três trabalhos publicados recentemente que trazem abordagens diferentes para tentar responder as mesmas questões.

O primeiro paper, (LAZZARINI, L. et al) faz uma discussão em torno da efetividade das políticas de investimento do BNDES sobre empresas nacionais que foram beneficiadas pela injeção de crédito executada pelo Banco nos últimos anos, buscando a compreensão de seus impactos sobre o nível de eficiência, investimento e sobre seu custo de capital, cruzando o debate com argumentos de uso político do banco. Neste trabalho, daremos foco apenas para as análises de efetividade, deixando a polêmica questão do uso do BNDES de forma a atender interesses privados para posteridade.

Com o intuito de verificar as mudanças estruturais causadas sobre as empresas, foram analisados dados tanto para os desembolsos do BNDES, quanto para as participações acionárias através do BNDESPAR. Para os desembolsos, os autores coletaram dados em painel dos balanços de pagamentos de 286 cias listadas na BMF&BOVESPA, entre 2002 e 2009, que possuíam empréstimos atrelados a TJLP, visto que na época do estudo estes dados não eram disponibilizados pela instituição sob a justificativa de sigilo bancário. Já para as participações acionárias, foram coletados dados de empresas que traziam a subsidiária do Banco, o BNDESPAR, como participante direto de sua estrutura societária.

A hipótese a ser testada é a de que as políticas de investimento do BNDES são coerentes com a teoria da política de industrialização.⁹ Ou seja, a de que bancos de desenvolvimento tendem a operar em ambientes onde a escassez de capital seja elevada, mercados onde o setor bancário privado atue aquém do desejável para o desenvolvimento da economia, deixando uma lacuna a ser preenchida por instituições públicas de forma a facilitar a execução de projetos e investimentos que não aconteceriam de outra forma. Sob esta tese, os empréstimos do BNDES deveriam afetar positivamente as medidas de lucro e produtividade das empresas, assim como seu valor de mercado, de forma primária, através da redução do custo de capital por conta do financiamento subsidiado. Logo, o objetivo do estudo seria identificar algum sinal de aumento de produtividade, taxa de investimento, e/ou lucro através da observação de variáveis financeiras como ROA, EBITDA/Ativos, Q de Tobin, CAPEX/Ativos, Investimento/Ativos e Finex/Ativos (Custo Financeiro/Ativos, ou Financial Expenses/Ativos na sigla em inglês).

⁹ De acordo com Krugman (1989), política industrial pode ser interpretada como um empenho governamental em fomentar setores avaliados como importantes para o crescimento econômico do país, aplicando políticas que afetem positivamente os níveis de investimento e produtividade das empresas

Para tal são usados dois grupos de regressões. O primeiro que examina a alocação de crédito contra o nível de performance das firmas, enquanto o segundo que verifica os fatores determinantes das decisões de alocação do BNDES.

Para os desembolsos, através de uma análise *cross-section* dos dados, é fácil identificar que as empresas que recebem crédito são maiores e superiores em termos de performance (maior ROA, EBITDA/Ativos e menor *Finex/Assets*). Ou seja, os empréstimos parecem estar ligados a empresas que já possuam uma performance operacional previamente melhor, o que corroboraria os dados levantados no capítulo anterior e a concentração de crédito nas empresas de grande porte, tanto na carteira de empréstimos agregada do Banco, quanto na amostra dos 50 maiores empréstimos utilizada. Entretanto, o grupo parece apresentar um valor de mercado menor (Q de Tobin), o que poderia ser um indicativo de que o Banco investe em firmas que não possuam um intangível tão significativo (marcas, patentes, etc.). Este argumento faz sentido se analisarmos a concentração das operações do BNDES por setores, recém discutida nos dois capítulos anteriores, não sendo focado em empresas de tecnologia e inovação.

Já os resultados econométricos mostram efeitos positivos, porém estatisticamente não significativos uma vez controlados para fatores de nível de firma sobre o ROA e o EBITDA/Ativos das empresas. Impostos os mesmos controles, os resultados para o nível de investimento, mensurados pelo índice investimentos/ativos, também não demonstra efeitos significativos sobre a base analisada. Já para as participações acionárias, a análise *cross section* não mostra resultados com tanta clareza. Assim como para os desembolsos, os aportes feitos através do BNDESPAR não mostram efeitos significantes para as mesmas variáveis, sendo o único efeito estatisticamente diferente de zero sobre o alívio do custo financeiro, condizente com a realidade, visto que as empresas que tomam crédito com o Banco pagam uma taxa abaixo da média praticada pelo mercado. Logo, os dados mostram que as políticas do BNDES vão de encontro com a visão de política industrial, que argumenta que empréstimos de Bancos de Desenvolvimento melhoram a performance das empresas permitindo que as mesmas invistam em projetos valiosos que seriam deixados de lado caso não houvesse uma atuação da instituição.

Sendo assim, apesar do BNDES parecer estar atuando em cima das melhores empresas na análise *cross-section*, uma vez que são impostos os controles acima mencionados sobre os

dados, os efeitos desaparecem. Os resultados mostram que as políticas de atuação do Banco seriam inconsistentes com a visão da política industrial.

Em um esforço próprio, em 2014, o BNDES realizou um estudo sobre os impactos e efetividade de seus modelos de atuação em seu relatório de efetividade.¹⁰ O Banco montou uma base de dados com empresas que receberam desembolsos entre 2007 e 2011, a partir de informações da PIA (Pesquisa Industrial Anual), e realizou alguns testes empíricos contra um grupo de empresas que não participaram dos programas de apoio. Seis indicadores chave foram escolhidos de forma a verificar uma mudança estrutural entre os dois grupos após a intervenção: emprego, valor de transformação industrial, produtividade do trabalho, participação do valor adicionado, exportações e investimento.

Os resultados mostram significância estatística apenas para três dos indicadores, e apenas em alguns anos dentro do horizonte observado. As empresas apoiadas pelo Banco demonstraram uma variação positiva tanto nas vagas de emprego, quanto no nível de investimento e no nível de transformação industrial, porém os resultados têm significância em apenas 2 anos, (para os dois primeiros), e 1 ano (para o último), dos 5 observados. Para as demais variáveis, os resultados foram inconclusivos pois não obtiveram significância estatística em todo o horizonte temporal.

No mesmo relatório, o Banco extrapola o modelo utilizado de forma a analisar os efeitos de sua política também sobre as MPME's (Micro Pequenas e Médias Empresas) montando um grupo tratamento, com empresas apoiadas, e o comparando contra um grupo controle, com empresas que não participaram dos programas de apoio. A base de dados foi montada com informações do relatório RAIS (Relatório Anual de Informações Sociais) do ministério do trabalho, que engloba informações anuais sobre salários, emprego como também sobre as instituições e seus funcionários. O estudo busca verificar as diferenças entre os grupos em cinco variáveis chave: emprego, MPME empregadora,¹¹ salário, escolaridade, rotatividade do emprego.

¹⁰ Disponível em

https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/6523/2/2015_Relat%C3%B3rio%20de%20efetividade_a%20contribui%C3%A7%C3%A3o%20do%20BNDES%20para%20o%20desenvolvimento%20nacional_atualizado_P.pdf

¹¹ Se a MPME em questão manteve as vagas de trabalho previamente abertas ou não

Os

resultados para as MPME's mostram efeitos muito mais robustos e significativos quando comparados as grandes empresas. As variações no emprego, na MPME empregadora, nível de escolaridade e rotatividade demonstraram resultados positivos e estatisticamente significantes dentre as empresas apoiadas em todos os anos. Os efeitos sobre o salário se mostram positivos e significantes em 3 dos 5 anos observados.

No entanto, é importante ressaltar que estudos posteriores levantam críticas quanto as abordagens anteriormente escolhidas na análise dos efeitos dos programas implementados pelo Banco. Um ponto relevante diz respeito a afirmação de que as diferenças observadas entre os grupos estudados (empresas que participaram dos programas do Banco x empresas que não participaram) necessariamente seriam causadas exatamente pelo apoio do BNDES, uma vez que existe a possibilidade de que os grupos já apresentassem diferenças observáveis e não observáveis pré tratamento. Além disso, os modelos utilizados tentam quantificar a efetividade dos apoios individuais (em sua maioria apoio a crédito) e seus efeitos de externalidade sobre a economia, porém, deixam de lado questões sobre como estas intervenções podem se reforçar mutuamente.

Em um trabalho similar, o OVE (Escritório de Avaliação e Supervisão) do BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) conduz uma avaliação dos impactos dos programas de apoio as PME's (Pequenas e Médias Empresas) executados pelos Bancos de Desenvolvimento da América Latina (BNDES incluso) em conjunto com 7 parceiros nacionais,¹² tendo como perspectivação o setor industrial brasileiro. A avaliação mensura como essas políticas de investimento afetam alguns resultados em nível de empresa como: emprego, salário real, exportações e registros de marca e patente; como também buscam verificar sinergias entre as políticas de apoio em um cenário de múltiplos tratamentos. Sendo assim, o paper tenta avaliar duas principais questões: i) como as diversas intervenções as PME's, e várias combinações das mesmas, afetam variáveis como emprego, salário real, exportações e registro de marcas de patentes; e ii) como a duração e diferentes sequências de implementação dos programas afetam seus resultados.

¹² ABDI, APEX, BNB, FINEP, BNDES, INMETRO e SEBRAE

O OVE reuniu uma base de dados utilizando informações do mercado de trabalho e das empresas também através do relatório RAIS, informações sobre o conjunto de marcas e patentes através do INPI (Instituto Nacional de Propriedade Industrial),¹³ e informações sobre exportações e importações junto a SECEX (Secretaria de Comércio Exterior).¹⁴ Além disso, contou com a parceria de 7 instituições que disponibilizaram informações para a avaliação de impacto de seus respectivos programas: ABDI, APEX, BNB, BNDES, FINEP, INMETRO e SEBRAE. Em virtude da colaboração intrainstitucional foi possível avaliar os efeitos de diferentes tipos de apoio: crédito, consultoria empresarial, inovação, promoção as exportações e aglomeração, e suas diferentes combinações.

O modelo de avaliação adotado foi uma combinação entre os modelos de EF (Efeitos Fixos) em nível de empresa com PEP (Pareamento de Escore de Propensão) de forma a viabilizar a construção de um contra factual contornando o problema de viés de seleção (diferenças observáveis e não observáveis entre as entidades dos grupos controle e tratamento antes das intervenções). O modelo EF permite controlar o viés de variáveis omitidas através da premissa de que as empresas possam ter características individuais fixas no tempo, como por exemplo, cultura empresarial, comportamento de gestão, governança corporativa, etc. Já o PEP define a probabilidade da participação de cada indivíduo em cada um dos programas avaliados, dado um conjunto de variáveis pré-definidas. Sendo assim, permite construir um grupo controle e tratamento que possuam as mesmas características observáveis pré-tratamento. A partir disso foi realizada a avaliação de impacto de quatro diferentes combinações de programas, tendo o apoio ao crédito como default: crédito mais aglomeração, crédito mais inovação, crédito mais exportações e crédito mais consultoria empresarial; sendo o objetivo avaliar correlações e sinergias positivas entre as combinações que pudessem estender a produtividade das empresas participantes. As regressões foram feitas em 3 partes, sendo a primeira contabilizando os apoios individualmente, a segunda contabilizando as combinações dos apoios e a terceira as diferentes sequências das combinações.

Os resultados mostram que o apoio ao crédito é o que possui impacto positivo mais significativo sobre as variáveis de interesse. Individualmente, as estimações sugerem um aumento sobre o nível de emprego (13%, ou 3 postos de trabalho por estabelecimento),

¹³ O INPI disponibiliza uma lista de registros de patentes e marcas a partir de 2003

¹⁴ Disponibiliza uma lista de empresas que realizaram exportações e importações ao longo dos anos

salários (1,42%), valor de exportações (1,12%), e no registro de marcas (para cada 1000 empresas aproximadamente duas registraram marca). Já quando a política de crédito é combinada com políticas paralelas, os efeitos são ainda mais robustos. Os resultados para crédito x exportações mostram um aumento ainda maior no valor de exportações (7,86%, maior do que o efeito quando crédito é recebido isoladamente), como também sobre o registro de marcas (para cada 1000 empresas aproximadamente 12 registraram marca). Crédito x Consultoria empresarial gera uma expansão mais robusta sobre o nível de emprego do que quando crédito é aplicado individualmente (16% de aumento, ou 3,7 postos de trabalho por estabelecimento). Para as demais combinações de política não foram encontradas sinergias significantes, porém o resultado não surpreende visto que os apoios individuais sobre inovação e aglomeração não haviam demonstrado resultados significativos.

Os resultados apresentados acima nos levam a uma boa reflexão sobre o produto das políticas de atuação do BNDES. Aparentemente, as implicações levantadas pelos trabalhos previamente debatidos demonstram que, enquanto o apoio do Banco às grandes empresas não geram os efeitos socialmente desejados, o crédito direcionado às PME's englobam um impacto muito maior sobre o emprego, salário, exportações e inovação, indo ainda além quando estas políticas são combinadas em uma atuação conjunta. Segundo Lazzarini, apesar do financiamento das firmas não apresentar alguma alteração tanto no nível de investimento e/ou performance das empresas, o BNDES segue continuamente direcionando sua atenção às "campeãs nacionais", seja por um viés político, seja por tentar reduzir o risco de "calote" de sua carteira de desembolsos, visto que essas empresas teriam uma capacidade de pagamento maior. Garcia ainda argumenta que o papel desempenhado pelo BNDES não é condizente com o que se compromete em executar. O Banco deveria atuar buscando compensar "falhas de mercado", apoiando empresas que não. Ainda, De Negri (2011) constatou que, apesar de não encontrar evidências de impacto sobre a produtividade das empresas, o apoio às PME's através de linhas diretas de crédito possuem efeitos significantes sobre o emprego, o que já seria mais do que os resultados encontrados para as "campeãs nacionais". Enquanto Machado (2012) também mostra impactos positivos e significantes sobre o nível de emprego de PME's que utilizaram o Cartão BNDES.

Sendo assim, a literatura nos mostra que as linhas de crédito são uma ferramenta eficaz para promover a geração de empregos e o aumento de salários entre as PMEs, enquanto os resultados encontrados para grandes empresas não aparentam desencadear as externalidades sociais buscadas pelo BNDES. Logo, apesar de alguns argumentarem que o Banco desempenhou um importante papel de estancamento do sistema de financiamento nacional durante a crise, a expansão do balanço parece tê-la usado mais como uma justificativa para os movimentos vistos do que como uma real necessidade.

5. CONCLUSÃO

A lógica por trás do juro abaixo do mercado do BNDES seria a de prover, com o recurso, algum tipo de externalidade positiva de cunho econômico ou social que compense o custo da operação para os cofres públicos, e consequentemente para a sociedade. Entretanto, aparentemente, grande parte dos recursos foi utilizada em situações que não cumprem os requisitos acima, por players dominantes no mercado.

Nos capítulos anteriores pudemos observar os movimentos de expansão do balanço do Banco e a dinâmica de transição entre as fontes de financiamento, passando a utilizar recursos emitidos pelo Tesouro Nacional de forma intensa. Também foram observados os custos implícitos nesta nova trajetória, uma vez que o spread entre os custos de emissão nacionais e os custos de captação do Banco foi se expandindo ao longo dos anos, tanto por uma SELIC maior, quanto por uma taxa artificialmente mais baixa atrelada ao BNDES.

Também pôde ser constatada a concentração e direcionamento do crédito da instituição em setores específicos da economia brasileira incondizentes com as teorias de desenvolvimento sócio econômico mais recentes, uma vez que empresas de tecnologia e inovação não se mostraram ser o foco do Banco durante a última década.

Por fim, o último capítulo nos mostra que a concentração dos empréstimos nas “campeãs nacionais” se mostra não só ineficiente, como também um gigantesco custo de oportunidade, visto que as políticas de desenvolvimento direcionadas as MPME’s tem uma eficácia comprovadamente superior.

Logo, o BNDES aparenta possuir uma eficácia em suas políticas de atuação implementadas no passado recente aquém do esperado. Entretanto, há sinais de esforços recentes para um novo direcionamento das mesmas. O Banco deveria focar suas atividades em setores que gerem maior crescimento econômico, como os setores intensivos em tecnologia e pesquisa & desenvolvimento, assim como em empresas de menor porte, visto que as chamadas “campeãs nacionais” teriam condições de angariar fundos para suas atividades no setor privado de forma muito menos custosa e de mais fácil acesso do que as MPME’s.

REFERÊNCIAS

AGHION, Armendáriz de . “Development Banking. Journal of Development Economics”. 1999. Disponível em: < https://www.jstor.org/stable/2729790?seq=1#page_scan_tab_contents> Acesso em: 29 abr. 2018.

BERTRAND Marianne, Francis Kramarz, Antoinette Schoar, David Thesmar. “Politicians, Firms and the Political Business”. 2007. Disponível em: < http://www.crest.fr/ckfinder/userfiles/files/pageperso/kramarz/politics_060207_v4.pdf> Acesso em: 15 mai. 2018.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. Pensamento Econômico Brasileiro: O Ciclo Ideológico do Desenvolvimentismo. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 2000.

CUNHA, Guido Maia. O BNDES e sua Nova Política de Atuação a Partir de 2007. 2015. 48 f. Monografia de final de curso de graduação – Pontifícia Universidade Católica Do Rio De Janeiro.

DENEGRI, Joao Alberto. “The Impact of Public Credit Programs on Brazilian Firms”. 2011. Disponível em: < <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/3826/theimpactofpubliccreditprogramsonbrasilianfirms.pdf?sequence=1>> Acesso em: 1 jun. 2018.

DESENVOLVIMENTO , Banco Interamericano de. “Uma análise comparativa das abordagens do BID no apoio às PMEs: Analisando Resultados do Setor Industrial Brasileiro.” (BID) – 2014 <https://publications.iadb.org/handle/11319/6683?locale-attribute=pt&scope=123456789/1&thumbnail=true&rpp=5&page=8&group_by=none&etal=0> Acesso em: 28 mai. 2018.

DEWATRIPONT, Mathias and Eric Maskin. "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies." *Review of Economic Studies*, 1995.

FERRAZ, J.C., Além, A.C., Madeira, R.F. "A Contribuição dos Bancos de Desenvolvimento para o Financiamento de Longo Prazo". 2013. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/285649759_A_contribuicao_dos_bancos_de_desenvolv_desenv_para_o_financiamento_de_longo_prazo> Acesso em: 20 abr. 2018.

GERSCHEKRON, Alexander. "Economic Backwardness in Historical Perspective". 1962. Disponível em: <<http://www.hup.harvard.edu/catalog.php?isbn=9780674226005>> Acesso em: 2 mai. 2018.

LAZZARINI, MUSACCHIO, BANDEIRA-DE-MELO, MARCON. "What Does State Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002-09". 2014. Disponível em: <<https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/12-047.pdf>> Acesso em: 2 mai. 2018.

LESSA, Carlos. *Quinze Anos de Política Econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1981.

LIMA, Alexandre de Santana. "A Atuação do BNDES no Desenvolvimento Econômico Brasileiro: 1952-2002". Disponível em: <<https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/9302/1/Alexandre%20S%20Lima.pdf>> Acesso em: 25 mai. 2018.

MARCIO, Garcia. "O que lhe parece o BNDES?". 2014. Disponível em: <http://www.economia.pucrio.br/mgarcia/Artigos/140530_Ferraz_O%20que%20lhe%20parece%20o%20BNDES%5B1%5D.pdf> Acesso em: 19 mai. 2018.

REZENDE, Felipe. "Why Does Brazil's Banking Sector Need Public Banks? What Should BNDES Do?". 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3102138> Acesso em: 25 mai. 2018.

SOLA, Lourdes. "Ideias econômicas, decisões políticas: desenvolvimento, estabilidade e populismo". 1998. Disponível em: <<https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-latin-american-studies/article/lourdes-sola-ideias-economicas-decisoes-politicas-desenvolvimento-estabilidade-e-populismo-sao-paulo-editora-da-universidade-de-sao-paulo-fapesp-1998-pp-17449-r35-pb-/912CAE56DB27A00B04199174D94A5E4D>> Acesso em: 30 mai. 2018.

WOLFERS, Justin. "Are Voters Rational? Evidence from Gubernatorial Election". 2002. Disponível em: <[http://users.nber.org/~jwolfers/Papers/Voterrationality\(latest\).pdf](http://users.nber.org/~jwolfers/Papers/Voterrationality(latest).pdf)> Acesso em: 15 mai. 2018.

ANEXO 1

DRE CONSUMO DISCRICIONÁRIO 50 MAIORES	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	9.436,89	11.341,87	13.583,61	15.066,61	15.693,18	18.028,83	21.676,94	26.342,80	29.142,73	28.749,94	26.417,47
Lucro Bruto	3.098,1	3.667,9	4.207,4	4.717,1	4.679,5	5.422,0	6.575,9	7.791,3	7.981,9	8.108,2	8.107,6
Margem Bruta	32,83	38,87	44,58	49,99	49,59	57,46	69,68	82,56	84,58	85,92	85,91
EBITDA	1.261,5	1.365,5	1.617,2	1.918,1	1.830,7	2.119,5	2.552,7	3.022,8	3.582,7	3.785,4	3.791,7
EBIDA Margem	13,37	14,47	17,14	20,33	19,40	22,46	27,05	32,03	37,97	40,11	40,18
Lucro ou prejuízo líquido	291,2	390,6	471,8	655,6	556,7	668,5	736,9	754,8	383,1	360,3	487,1
Margem Líquida	3,09	4,14	5,00	6,95	5,90	7,08	7,81	8,00	4,06	3,82	5,16
Dívida líquida/EBITDA	1,40	0,01	0,20	0,82	1,15	1,65	1,32	0,20	0,78	1,26	0,91
Financeiro despesas	378,11	709,73	581,44	640,95	842,49	719,32	795,98	1.114,08	1.570,68	2.113,18	2.844,54
Custo Financeiro	11,2	13,3	10,8	10,0	11,7	7,9	7,0	11,0	10,4	13,2	12,9
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	4,46	5,50	6,36	6,88	8,36	6,92	8,35	8,79	8,42	7,59	7,20
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	3,50	4,55	4,55	4,09	5,85	4,48	5,82	6,58	8,50	5,60	5,21
Retorno sobre patrimônio líquido	6,20	8,44	7,76	-3,85	10,71	21,74	13,19	9,23	2,10	-3,53	-3,28
Retorno sobre ativos	1,79	2,26	2,04	0,67	0,82	1,65	1,55	1,50	0,58	0,21	0,40
Retorno do capital investido	7,30	5,28	5,16	6,67	1,27	1,97	2,97	3,45	1,94	0,12	1,64
Dívida em longo e curto prazo	3.384,6	5.346,4	5.403,6	6.399,9	7.218,3	9.149,1	11.391,7	10.096,3	15.111,5	16.000,1	21.990,4
DRE CONSUMO DISCRICIONÁRIO IBX100	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	29.127,70	108.292,51	96.410,17	107.421,99	143.821,34	161.053,21	237.462,08	185.189,31	203.838,78	203.501,69	198.450,69
Lucro Bruto	7.972,7	15.039,7	15.679,2	14.827,8	21.063,1	35.672,7	33.100,5	37.241,9	39.141,8	40.380,6	43.959,8
Margem Bruta	27,37	13,89	16,26	13,80	14,65	22,15	13,94	20,11	19,20	19,84	22,15
EBITDA	4.127,5	6.933,9	7.500,6	9.918,3	11.356,0	16.444,5	16.578,7	14.666,0	13.470,1	16.188,0	20.000,0
Margem Ebitda	14,17	6,40	7,78	9,23	7,90	10,21	6,98	7,92	6,61	7,95	10,08
Lucro ou prejuízo líquido	2.065,6	3.118,2	3.776,6	4.532,4	4.446,7	7.770,9	7.807,7	5.678,7	2.516,5	4.046,2	7.311,5
Margem Líquida	7,09	2,88	3,92	4,22	3,09	4,83	3,29	3,07	1,23	1,99	3,68
Dívida líquida/EBITDA	1,11	1,68	1,54	1,11	0,92	0,67	0,66	0,72	3,45	15,04	7,81
Financeiro despesas	1.638,15	2.539,26	2.185,69	2.273,80	3.045,36	2.958,32	3.057,16	3.958,19	5.145,91	6.051,19	6.778,33
Custo Financeiro	12,4	12,7	10,9	8,7	9,4	8,1	7,2	9,3	8,0	9,1	10,3
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	4,33	14,31	16,52	6,38	6,95	12,00	14,90	16,10	15,64	13,58	12,66
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	4,91	5,95	7,00	6,75	5,39	8,39	11,15	13,23	18,51	15,25	10,54
Retorno sobre patrimônio líquido	8,31	7,68	4,60	9,76	7,86	10,29	12,73	9,74	3,36	4,19	6,58
Retorno sobre ativos	1,87	2,20	6,25	1,80	1,87	2,00	6,51	4,59	-1,03	0,48	3,64
Retorno do capital investido	5,59	5,73	13,52	6,07	5,09	5,19	13,58	10,26	1,00	3,84	12,69
Dívida em longo e curto prazo	13.159,0	19.991,3	19.995,3	26.019,5	32.358,4	36.744,1	42.211,5	42.727,5	64.265,7	66.352,8	66.061,9

DRE SERVIÇOS FINANCEIROS 50 MAIORES	12/31/2007	12/31/2008	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017
Receita líquida	35.757,4	45.908,4	61.515,1	67.509,3	75.503,0	81.425,3	65.705,9	72.898,7	80.305,4	92.637,7	86.135,3
Lucro ou prejuízo líquido	5.058,1	8.802,9	13.442,9	11.296,0	12.681,9	11.245,9	10.438,1	11.853,1	14.399,6	7.027,3	10.628,8
<i>Net Income Margin Adjusted</i>	14,15	19,17	21,38	16,40	16,84	12,90	15,80	16,35	19,99	7,67	12,34
Total de empréstimos	148.851,1	207.099,4	298.045,8	349.407,1	411.331,2	514.246,6	580.419,8	650.584,3	661.242,6	637.804,1	621.512,7
Ativo total	357.750,2	521.272,8	702.572,0	802.819,8	966.823,1	1.136.007,5	1.162.167,9	1.278.136,9	1.401.128,8	1.387.215,7	1.353.075,0
Índice de eficiência	66,0	61,3	57,7	63,8	64,2	66,0	65,3	61,9	62,3	60,7	58,0
ROIC	5,5	5,7	8,2	5,3	4,9	3,0	1,8	1,8	0,6	0,9	1,4
ROA	1,5	1,5	1,1	1,3	1,3	1,1	1,0	0,8	0,8	0,6	0,8
ROE	24,6	24,7	22,3	22,8	20,8	17,5	16,6	14,5	15,3	10,1	12,2
Dívida em longo e curto prazo	103.912,1	138.856,7	246.395,3	267.520,4	344.866,2	452.052,4	537.312,5	667.803,8	694.688,7	764.261,7	738.874,1

DRE SERVIÇOS FINANCEIROS IBX100	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	212.814,15	243.538,92	360.998,68	367.785,54	374.298,13	404.007,77	375.200,36	571.136,33	598.236,80	601.131,32	563.495,23
Lucro ou prejuízo líquido	33.120,81	31.340,80	53.658,06	52.850,96	59.161,15	55.016,79	60.472,87	72.323,12	89.089,59	77.129,06	81.858,52
<i>Net Income Margin Adjusted</i>	15,56	12,87	14,86	14,37	15,81	13,62	16,12	12,66	14,89	12,83	14,53
Total de empréstimos	559.728,25	866.330,08	1.054.975,31	1.262.130,83	1.498.658,60	1.696.221,20	1.896.159,77	2.016.658,97	2.100.130,48	2.207.979,71	2.178.870,46
Ativo total	1.487.205,39	2.197.565,65	2.686.781,96	3.237.887,97	3.726.181,03	4.226.916,18	4.445.289,19	4.913.109,37	5.468.728,70	5.918.811,18	6.058.789,12
Índice de eficiência	58,54	63,88	53,78	57,81	52,72	52,52	55,07	58,43	62,87	48,54	51,53
ROIC	8,07	4,00	7,97	6,19	6,08	6,61	6,12	5,28	2,79	6,00	6,02
ROA	2,58	1,89	1,53	1,91	1,80	1,54	1,59	1,72	1,84	1,60	1,66
ROE	24,98	22,24	19,36	20,55	20,47	17,32	17,34	18,31	19,37	16,51	16,84
Dívida em longo e curto prazo	439.071,99	627.104,98	845.418,12	1.153.752,75	939.453,53	1.189.447,17	1.325.820,87	2.155.181,56	2.429.010,45	2.032.836,14	1.910.805,30

DRE CONSUMO 50 MAIORES	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	43.763,10	68.650,26	83.629,04	118.848,83	135.643,83	152.961,49	174.521,76	202.765,11	261.380,63	268.544,31	263.116,48
Lucro Bruto	17.174,82	20.585,81	23.047,05	31.874,80	34.671,04	39.276,85	44.572,83	54.429,30	65.637,42	59.931,67	62.756,26
<i>Margem Bruta</i>	39,24	47,04	52,66	72,83	79,22	89,75	101,85	124,37	149,98	136,95	143,40
EBITDA	10.949,10	12.126,47	13.799,23	18.865,58	20.836,83	24.058,44	28.105,28	34.540,98	41.807,55	36.599,34	35.440,01
<i>Margem Ebitda</i>	25,02	27,71	31,53	43,11	47,61	54,97	64,22	78,93	95,53	83,63	80,98
Lucro ou prejuízo líquido	3.057,64	5.163,91	6.864,20	8.208,84	9.186,67	7.592,33	10.633,07	15.586,99	19.589,03	11.728,59	6.257,13
<i>Margem Líquida</i>	6,99	11,80	15,68	18,76	20,99	17,35	24,30	35,62	44,76	26,80	14,30
Dívida líquida/EBITDA	3,83	2,88	6,97	3,04	3,01	2,57	2,58	1,46	2,42	3,31	3,32
Financeiro despesas	1.843,36	2.231,20	2.065,78	3.494,39	3.961,73	3.598,25	4.325,24	5.248,23	6.044,57	7.331,56	7.445,39
Custo Financeiro	11,6	10,8	6,8	9,8	11,3	9,9	9,6	9,7	7,4	10,1	10,3
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	22,21	33,14	40,68	28,85	33,52	23,99	32,49	40,10	39,78	28,96	26,04
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	15,72	34,31	31,74	36,98	41,12	21,75	34,44	41,70	65,85	45,17	25,53
Retorno sobre patrimônio líquido	14,29	-4,50	51,23	10,13	-56,63	-13,07	-73,01	-82,59	-118,64	-255,42	-51,45
Retorno sobre ativos	1,61	-0,51	8,48	1,72	-6,04	0,26	-5,04	-4,29	-0,37	-5,21	-2,29
Retorno do capital investido	17,75	18,92	12,11	3,52	16,74	26,39	15,34	19,72	23,31	23,12	18,01
Dívida em longo e curto prazo	15.847,6	20.587,8	30.493,8	35.791,1	35.117,2	36.513,9	45.032,2	54.131,6	81.668,5	72.845,6	72.036,7

DRE CONSUMO IBX100	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	66.308,61	96.545,48	118.566,37	165.117,93	198.925,65	225.187,66	274.217,00	333.646,96	373.996,75	395.142,39	402.456,21
Lucro Bruto	24.759,35	29.384,60	33.754,14	45.739,09	54.183,41	61.900,10	69.690,02	90.069,29	95.981,93	93.152,46	100.490,45
<i>Margem Bruta</i>	37,34	30,44	28,47	27,70	27,24	27,49	25,41	27,00	25,66	23,57	24,97
EBITDA	13.223,08	14.992,36	17.258,71	23.345,98	26.638,15	31.310,39	38.171,81	45.882,76	52.351,96	47.325,48	48.143,73
<i>Margem Ebitda</i>	19,94	15,53	14,56	14,14	13,39	13,90	13,92	13,75	14,00	11,98	11,96
Lucro ou prejuízo líquido	3.937,43	5.945,15	8.619,92	10.138,62	11.390,23	10.076,88	13.675,35	18.869,09	21.724,09	14.581,63	10.701,04
<i>Margem Líquida</i>	5,94	6,16	7,27	6,14	5,73	4,47	4,99	5,66	5,81	3,69	2,66
Dívida líquida/EBITDA	2,57	2,21	4,47	2,41	2,53	2,10	2,11	1,51	1,78	2,36	2,50
Financeiro despesas	2.406,62	2.953,90	3.155,83	4.949,68	5.644,98	5.787,63	6.656,48	8.048,50	9.824,75	11.225,40	11.673,75
Custo Financeiro	10,3	9,0	6,7	9,0	9,6	9,1	9,1	8,9	7,7	9,5	9,5
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	10,67	13,28	15,22	12,09	13,30	11,02	13,32	15,73	15,74	13,17	12,34
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	10,50	11,22	11,79	11,23	15,26	8,62	11,74	13,22	18,07	16,07	12,01
Retorno sobre patrimônio líquido	3,34	5,70	10,03	8,54	8,60	8,56	7,55	9,04	12,80	0,33	2,28
Retorno sobre ativos	2,04	2,92	4,55	4,16	4,21	3,55	3,66	4,76	5,07	2,48	2,08
Retorno do capital investido	6,46	7,22	7,28	-1,18	9,21	8,99	9,19	10,54	10,67	9,21	8,42
Dívida em longo e curto prazo	23.275,06	32.866,81	47.113,14	54.845,14	59.052,31	63.442,02	73.374,27	90.458,55	126.852,00	117.847,23	123.471,52

DRE ENERGIA CARTEIRA BNDES	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	354.795,68	448.720,03	392.841,55	455.047,16	524.746,70	610.043,63	643.301,18	712.463,96	682.442,55	611.103,71	598.369,84
Lucro Bruto	81.484,74	91.799,45	83.761,73	86.314,58	88.451,76	84.314,36	83.086,48	95.663,45	115.182,37	115.671,95	109.650,63
Margem Bruta	22,97	25,87	23,61	24,33	24,93	23,76	23,42	26,96	32,46	32,60	30,91
EBITDA	110.233,82	120.510,41	124.495,72	125.450,57	130.789,93	115.500,91	131.420,89	26.167,97	62.635,34	150.484,17	167.105,99
Margem Ebitda	31,07	33,97	35,09	35,36	36,86	32,55	37,04	7,38	17,65	42,41	47,10
Lucro ou prejuízo líquido	28.467,43	37.713,84	33.424,88	39.020,21	36.987,15	25.554,11	26.772,01	-18.874,24	-30.085,54	-4.871,28	5.688,48
Margem Líquida	8,02	10,63	9,42	11,00	10,42	7,20	7,55	-5,32	-8,48	-1,37	1,60
Dívida líquida/EBITDA	1,12	1,03	1,32	1,10	1,61	2,32	2,97	17,53	8,55	4,05	3,56
Financeiro despesas	3.047,88	4.365,66	10.931,75	14.723,27	17.587,85	21.966,63	25.778,20	33.760,20	48.411,91	57.052,63	49.446,04
Custo Financeiro	6,2	5,8	9,2	10,9	9,7	9,7	8,6	8,7	9,0	13,2	12,2
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	9,95	14,21	16,34	13,03	14,26	11,60	14,24	16,54	15,37	14,31	13,03
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	7,16	12,54	13,20	13,24	13,02	9,34	11,91	15,34	21,19	15,30	8,17
Retorno sobre patrimônio líquido	15,40	19,01	15,18	15,47	13,32	12,47	13,32	5,80	4,01	7,10	9,03
Retorno sobre ativos	7,30	9,35	6,89	7,24	6,16	5,30	5,52	2,18	1,82	2,88	3,05
Retorno do capital investido	13,39	12,34	10,70	9,71	8,59	7,81	8,32	4,31	5,34	6,75	5,09
Dívida em longo e curto prazo	49.278,64	75.883,02	118.340,96	134.812,63	181.251,62	225.935,32	298.881,06	389.641,97	536.344,67	431.175,61	404.330,88
DRE ENERGIA IBX100	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	194.244,93	248.269,29	231.336,15	269.659,66	310.900,93	359.345,29	372.708,46	413.143,16	405.642,46	367.483,75	371.373,20
Lucro Bruto	149.540,53	167.762,70	150.483,18	155.177,10	158.148,76	145.355,94	142.633,75	164.939,13	201.487,15	184.737,85	187.702,82
Margem Bruta	76,99	67,57	65,05	57,55	50,87	40,45	38,27	39,92	49,67	50,27	50,54
EBITDA	106.533,43	115.211,81	119.869,51	120.874,84	125.774,47	112.295,10	125.465,89	19.650,24	55.886,64	134.979,66	160.806,22
Margem Ebitda	54,84	46,41	51,82	44,82	40,45	31,25	33,66	4,76	13,78	36,73	43,30
Lucro ou prejuízo líquido	26.431,41	35.132,49	29.826,60	37.203,05	35.145,48	25.098,63	25.230,65	-19.772,94	-32.427,53	-12.071,61	3.002,24
Margem Líquida	13,61	14,15	12,89	13,80	11,30	6,98	6,77	-4,79	-7,99	-3,28	0,81
Dívida líquida/EBITDA	1,20	-2,76	1,68	1,24	1,63	1,91	2,65	16,07	7,63	3,04	2,69
Financeiro despesas	2.492,83	3.769,43	10.638,56	14.523,58	17.429,38	21.109,54	24.955,65	33.270,85	47.899,84	56.372,67	49.214,39
Custo Financeiro	5,3	5,4	9,0	11,3	10,2	10,0	8,7	8,9	9,2	13,6	12,5
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	10,29	14,30	16,40	13,29	14,17	11,74	14,25	16,56	15,35	14,31	13,14
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	7,03	12,08	13,73	13,38	13,08	9,74	12,30	15,82	21,70	15,55	8,52
Retorno sobre patrimônio líquido	15,95	16,87	11,73	15,29	13,25	14,19	12,27	5,41	3,95	7,00	9,33
Retorno sobre ativos	7,10	8,40	5,56	6,99	6,01	5,91	5,07	1,98	1,72	2,67	3,13
Retorno do capital investido	12,69	11,91	9,62	9,08	8,26	8,58	7,87	4,00	5,12	6,40	5,10
Dívida em longo e curto prazo	46.650,59	70.331,81	118.699,36	129.061,73	170.510,00	210.321,40	286.441,33	374.055,86	519.614,31	413.943,15	393.639,14
DRE INDUSTRIA 50 MAIORES	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	215.545,70	277.699,94	227.229,51	265.358,27	304.171,14	348.388,58	383.333,47	419.169,01	409.631,30	367.903,50	373.087,69
Lucro Bruto	159.347,88	182.686,21	156.183,21	163.220,48	164.742,97	152.598,54	153.079,46	173.795,72	210.582,73	192.473,28	198.099,99
Margem Bruta	73,93	84,76	72,46	75,72	76,43	70,80	71,02	80,63	97,70	89,30	91,91
EBITDA	63.569,84	73.705,44	66.753,58	71.413,00	73.384,50	65.443,99	77.702,24	24.481,77	37.938,57	79.973,01	97.254,38
Margem Ebitda	29,49	34,19	30,97	33,13	34,05	30,36	36,05	11,36	17,60	37,10	45,12
Lucro ou prejuízo líquido	80.023,97	88.410,88	77.817,58	81.235,47	81.128,00	74.425,71	74.270,93	84.168,70	91.594,36	93.070,20	95.837,81
Margem Líquida	37,13	41,02	36,10	37,69	37,64	34,53	34,46	39,05	42,49	43,18	44,46
Dívida líquida/EBITDA	2,71	1,76	2,72	2,57	2,75	3,06	3,37	3,74	6,05	6,39	2,70
Financeiro despesas	3.714,98	4.663,19	7.436,30	9.353,47	11.211,34	13.124,82	15.501,41	20.844,91	29.561,69	34.216,56	30.325,30
Custo Financeiro	10,9	9,6	18,2	20,7	22,7	22,0	21,7	26,3	29,2	35,5	32,3
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	10,67	14,02	16,41	12,69	13,99	11,74	14,58	15,71	14,28	14,76	13,62
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	5,83	15,26	16,08	15,68	16,02	11,73	14,62	16,97	21,86	14,86	14,76
Retorno sobre patrimônio líquido	11,66	8,65	2,58	7,18	6,55	6,01	1,98	-54,74	-49,02	-22,01	-2,33
Retorno sobre ativos	3,51	2,30	0,79	2,36	2,09	1,72	0,64	-8,76	-6,86	-4,55	-0,65
Retorno do capital investido	8,74	12,30	6,36	8,03	7,90	7,47	6,41	-6,39	-3,20	-0,72	4,17
Dívida em longo e curto prazo	34.102,00	48.741,18	40.865,46	45.108,20	49.481,77	59.596,34	71.505,09	79.385,09	101.108,80	96.438,04	93.986,08
DRE INDUSTRIA IBX100	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	19.629,04	24.395,56	23.519,43	29.621,20	33.912,84	40.410,65	48.160,42	52.323,11	55.261,27	56.906,94	62.568,47
Lucro Bruto	5.586,26	7.676,51	5.624,33	8.891,25	9.778,52	10.313,56	14.463,86	15.151,56	14.747,52	16.262,63	19.086,65
Margem Bruta	28,46	31,47	23,91	30,02	28,83	25,52	30,03	28,96	26,69	28,58	30,51
EBITDA	4.151,16	5.218,33	5.058,00	6.984,26	7.085,47	6.791,24	9.910,13	10.373,34	8.673,38	11.800,97	13.281,32
Margem Ebitda	21,15	21,39	21,51	23,58	20,89	16,81	20,58	19,83	15,70	20,74	21,23
Lucro ou prejuízo líquido	2.193,80	934,21	2.863,16	3.055,99	2.356,98	1.430,60	1.891,03	2.415,60	-1.157,95	3.261,46	4.538,97
Margem Líquida	11,18	3,83	12,17	10,32	6,95	3,54	3,93	4,62	-2,10	5,73	7,25
Dívida líquida/EBITDA	1,98	2,40	1,43	1,06	1,07	1,86	1,57	1,94	2,75	2,28	3,27
Financeiro despesas	757,59	1.108,78	1.540,55	1.577,78	2.164,55	2.129,96	2.494,10	3.394,66	4.614,79	5.145,23	4.403,19
Custo Financeiro	8,5	7,9	9,5	7,9	9,3	6,9	7,4	8,6	8,9	10,6	8,4
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	8,86	11,67	13,36	10,58	11,64	9,50	11,64	12,92	12,79	11,50	10,95
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	6,89	10,92	10,89	9,64	11,27	8,33	10,66	12,23	16,66	10,11	9,59
Retorno sobre patrimônio líquido	22,58	4,80	23,39	17,04	8,95	-7,40	-7,36	12,57	7,94	4,98	9,60
Retorno sobre ativos	8,77	2,50	6,80	5,73	3,41	1,23	3,40	2,19	-5,77	4,32	3,26
Retorno do capital investido	10,54	9,81	9,25	8,78	6,64	2,88	6,60	5,98	-2,90	5,96	10,03
Dívida em longo e curto prazo	8.950,50	14.085,46	16.224,86	19.960,72	23.188,72	30.722,20	33.766,62	39.302,49	52.053,01	48.583,30	52.260,37

DRE MATERIAIS 50 MAIORES	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	105.696,96	116.429,02	84.595,03	136.132,73	162.937,30	155.369,28	172.601,14	162.173,81	150.384,68	167.900,40	187.051,34
Lucro Bruto	43.720,42	52.202,90	27.996,03	62.846,61	71.257,84	49.339,46	60.493,37	40.733,32	29.124,30	51.164,48	60.698,11
Margem Bruta	41,36	49,39	26,49	59,46	67,42	46,68	57,23	38,54	27,55	48,41	57,43
EBITDA	42.810,42	52.736,01	26.057,37	59.562,26	68.836,31	27.266,91	51.899,79	37.567,92	-1.548,05	48.727,94	64.551,19
Margem Ebitda	40,50	49,89	24,65	56,35	65,13	25,80	49,10	35,54	-1,46	46,10	61,07
Lucro ou prejuízo líquido	29.725,64	30.790,97	15.043,96	36.053,58	41.256,39	8.033,89	992,53	1.842,78	-45.660,69	11.295,28	21.953,48
Margem Líquida	28,12	29,13	14,23	34,11	39,03	7,60	0,94	1,74	-43,20	10,69	20,77
Dívida líquida/EBITDA	1,26	1,15	1,80	1,13	1,54	4,33	2,11	2,89	2,49	3,28	2,08
Financeiro despesas	4.647,51	4.604,79	3.219,36	3.685,79	4.007,12	3.866,17	4.352,37	4.303,48	7.548,14	9.222,78	8.439,08
Custo Financeiro	8,7	6,1	4,5	4,4	4,2	3,3	3,6	3,2	4,1	5,5	5,9
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	13,06	14,60	17,04	13,28	14,66	12,37	15,23	15,33	15,65	14,60	13,47
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	5,67	16,84	11,37	14,88	15,25	12,58	8,26	10,03	20,59	14,03	11,33
Retorno sobre patrimônio líquido	35,49	18,03	13,60	27,04	21,00	1,15	2,10	3,27	-3,94	-0,49	28,43
Retorno sobre ativos	13,21	10,22	5,12	11,62	10,32	1,57	0,36	0,61	-7,70	1,71	5,02
Retorno do capital investido	17,64	22,72	5,85	17,32	16,15	5,14	2,12	2,96	-2,92	6,48	12,47
Dívida em longo e curto prazo	53.560,37	75.276,38	71.177,29	84.325,39	94.887,14	116.669,95	122.166,92	133.421,47	182.470,76	166.697,64	143.905,07

DRE INDUSTRIA IBX100	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	177.907,21	211.642,41	153.724,00	218.020,43	253.541,64	250.870,04	273.590,50	270.636,78	267.529,50	274.507,37	298.242,78
Lucro Bruto	64.076,11	79.431,63	41.009,63	79.328,48	85.625,24	64.337,69	76.967,93	57.921,91	49.290,31	67.314,91	79.348,73
Margem Bruta	36,02	37,53	26,68	36,39	33,77	25,65	28,13	21,40	18,42	24,52	26,61
EBITDA	58.853,70	76.587,16	36.060,53	78.719,10	85.647,64	42.834,24	69.383,02	56.608,06	7.114,74	60.271,09	86.149,09
Margem Ebitda	33,08	36,19	23,46	36,11	33,78	17,07	25,36	20,92	2,66	21,96	28,89
Lucro ou prejuízo líquido	38.902,63	40.098,75	19.286,40	43.245,87	45.760,39	10.726,70	2.916,82	4.564,04	-56.784,36	13.508,37	27.328,95
Margem Líquida	21,87	18,95	12,55	19,84	18,05	4,28	1,07	1,69	-21,23	4,92	9,16
Dívida líquida/EBITDA	1,54	1,63	2,63	1,60	1,86	3,83	2,38	2,87	1,71	3,56	2,78
Financeiro despesas	8.808,14	12.715,22	10.095,77	10.025,14	11.508,01	10.968,67	12.424,37	13.842,92	21.559,28	19.751,22	22.478,37
Custo Financeiro	8,7	8,8	7,9	7,2	7,6	6,2	6,5	6,5	7,5	7,5	9,6
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	13,19	14,78	17,48	13,39	14,77	12,52	15,03	15,26	15,69	14,56	13,59
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	5,81	16,29	13,24	14,75	15,56	12,48	11,19	13,05	21,84	14,51	12,17
Retorno sobre patrimônio líquido	31,35	20,27	10,70	20,71	15,60	2,53	2,90	3,24	-8,23	-2,29	17,56
Retorno sobre ativos	11,33	8,81	3,92	8,53	7,26	1,62	0,81	0,90	-6,47	0,50	3,28
Retorno do capital investido	15,43	19,32	4,40	13,38	12,00	5,11	3,32	3,84	-2,80	2,81	8,48
Dívida em longo e curto prazo	100.685,38	143.814,10	128.373,14	139.908,45	151.682,58	178.175,81	189.992,88	211.481,81	286.656,64	262.316,70	233.558,39

DRE UTILIZAÇÃO PUBLICA CARTEIRA BNDES	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	71.514,17	80.043,29	87.147,95	98.327,74	109.100,78	114.555,38	105.258,22	130.869,86	145.661,97	170.198,60	168.833,52
Lucro Bruto	39.728,08	46.080,98	44.567,10	49.128,92	54.787,72	51.849,72	36.338,81	41.022,63	42.894,22	72.278,34	54.287,75
Margem Bruta	55,55	64,44	62,32	68,70	76,61	72,50	50,81	57,36	59,98	101,07	75,91
EBITDA	22.551,85	28.285,71	23.838,34	25.857,65	26.799,64	10.086,31	16.596,42	23.866,44	12.212,61	39.010,34	30.658,47
Margem Ebitda	31,53	39,55	33,33	36,16	37,47	14,10	23,21	33,37	17,08	54,55	42,87
Lucro ou prejuízo líquido	10.591,44	16.648,10	10.838,78	12.447,02	12.883,56	3.123,44	3.207,85	5.977,95	-7.509,99	10.225,85	6.906,30
Margem Líquida	14,81	23,28	15,16	17,40	18,02	4,37	4,49	8,36	-10,50	14,30	9,66
Dívida líquida/EBITDA	1,78	1,83	1,87	2,01	2,81	2,60	2,76	2,98	3,34	3,21	4,92
Financeiro despesas	6.865,75	5.234,56	5.598,49	5.375,32	6.937,94	5.915,61	6.645,91	9.131,59	13.330,32	14.648,06	13.317,23
Custo Financeiro	12,6	6,8	7,7	6,4	6,6	6,9	6,9	7,8	9,7	10,7	9,3
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	11,27	14,16	15,80	12,89	14,10	11,12	14,23	16,58	15,56	13,81	12,91
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	5,28	12,45	14,21	12,72	13,51	10,72	12,68	14,33	19,16	10,95	11,49
Retorno sobre patrimônio líquido	17,68	17,48	15,07	13,73	11,45	3,85	5,49	9,66	-0,62	7,33	5,82
Retorno sobre ativos	6,60	7,25	6,03	5,74	4,81	2,68	2,57	2,97	-0,40	2,42	2,06
Retorno do capital investido	10,46	10,10	10,22	9,24	8,84	4,70	4,76	6,04	1,51	5,92	5,53
Dívida em longo e curto prazo	54.287,64	77.364,96	72.582,93	83.948,90	104.664,41	86.163,03	96.614,96	117.034,91	137.172,05	137.121,97	143.831,13

DRE UTILIZAÇÃO PUBLICA IBX100	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receita líquida	104.186,93	119.398,74	123.314,01	139.405,42	154.562,57	158.243,67	141.301,45	174.672,86	190.866,75	243.615,34	211.886,63
Lucro Bruto	68.685,83	27.577,14	69.724,21	78.195,40	89.036,39	83.478,94	52.252,67	58.319,86	61.520,66	124.722,23	77.928,17
Margem Bruta	65,93	23,10	56,54	56,09	57,61	52,75	36,98	33,39	32,23	51,20	36,78
EBITDA	32.045,71	43.583,47	33.723,22	38.445,57	41.455,86	10.589,39	18.668,46	31.316,90	8.872,19	68.265,04	41.453,58
Margem Ebitda	30,76	36,50	27,35	27,58	26,82	6,69	13,21	17,93	4,65	28,02	19,56
Lucro ou prejuízo líquido	14.403,36	24.659,27	14.362,06	17.672,49	20.959,30	407,59	-236,98	6.092,22	-17.934,04	22.061,02	8.488,51
Margem Líquida	13,82	20,65	11,65	12,68	13,56	0,26	-0,17	3,49	-9,40	9,06	4,01
Dívida líquida/EBITDA	1,94	1,82	2,04	2,12	2,92	2,98	2,61	2,93	2,92	2,66	3,39
Financeiro despesas	9.884,87	7.250,31	8.281,26	8.155,53	9.498,37	8.742,86	10.314,14	14.034,68	21.623,00	22.632,14	20.266,41
Custo Financeiro	11,9	5,7	7,4	6,4	5,9	6,8	7,4	8,2	11,2	12,0	10,4
CMPC/WACC - Custo de capital próprio	11,46	14,13	15,71	12,89	14,10	10,97	14,46	16,94	15,52	13,86	13,01
CMPC/WACC - Custo de capital de terceiros	4,98	12,43	14,52	11,84	12,99	10,46	12,84	14,86	19,95	10,89	12,48
Retorno sobre patrimônio líquido	16,11	17,77	13,37	13,15	13,61	6,33	4,96	6,04	-4,52	9,06	2,31
Retorno sobre ativos	5,78	6,93	5,05	5,28	5,28	1,90	1,54	2,07	-1,52	3,37	1,43
Retorno do capital investido	9,45	10,39	9,05	8,49	9,09	2,78	2,58	4,52	-0,14	7,43	5,79
Dívida em longo e curto prazo	82.781,64	128.085,10	112.093,63	128.407,62	159.677,02	128.258,20	140.292,76	170.988,65	192.725,01	188.175,27	195.381,82