

TÍTULO: FINANCIAMENTO MISTO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL: UMA PERSPECTIVA DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

1. Introdução

Durante a Cúpula de Desenvolvimento Sustentável ocorrida em 2015, posteriormente ao processo iniciado em 2012, na Conferência Rio+20, foi estabelecida e pactuada por 193 países-membros da Organização das Nações Unidas (ONU), a Agenda 2030 - um plano concreto de ações e medidas necessárias estruturado em 17 Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS), abrangendo dimensões ambientais, econômicas e sociais, e correspondentes 169 metas.

O preâmbulo de financiamentos para o êxito da Agenda se introduz na estimativa da necessidade de inversões anuais intrasetoriais e industriais entre US\$5 e US\$7 trilhões globalmente, segundo o *World Investment Report* (UNCTAD, 2014). Representando entre 25% e 40% dos investimentos atualmente feitos, é evidente o descasamento financeiro. Relativamente a países em desenvolvimento, as estimativas de necessidade estão entre US\$3,3 e US\$4,5 trilhões e, considerando que apenas US\$1,4 trilhões são investidos anualmente - provenientes do setor público e privado -, resultam, assim, em um déficit de investimentos estimado em US\$2,5 trilhões anuais (UNCTAD, 2014).

Em termos de aplicação destes recursos, de maneira ampla, a economia brasileira apresenta-se abaixo da média dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), uma taxa de 18,9% entre 1990 e 2016, contra uma média de 22,2% (OCDE, 2018). Os bancos e agências de desenvolvimento desempenham papel imprescindível como ponta destinadora de recursos por meio de estruturas de financiamentos, fortalecimento da estrutura de capital de empresas, fomento para atividade de comércio exterior e desenvolvimento do mercado de capitais.

No Brasil, estima-se que 69% (IPEA, 2016) do crédito direcionado a firmas é disponibilizado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) - a participação de projetos de infraestrutura, inovação, pequenas e médias empresas (MPMEs) e socioambientais nos desembolsos do BNDES apresentou um crescimento de 52% nos últimos 20 anos (BNDES, 2018). Ainda assim, gargalos na estruturação de projetos diretamente relacionados aos ODS e limitação do governo para realizar os investimentos necessários direcionam a atuação do BNDES, atualmente, à articulação das partes do sistema para uma maior eficiência na economia.

Incorporando-se, ainda, especificidades de países em desenvolvimento – como fragilidade política, menores índices de desenvolvimento social e necessidades específicas em relação a direitos humanos básicos -, esta lacuna é agravada e a integração de recursos privados mostra-se ainda mais necessária ao fortalecimento da estrutura financeira requerida. Paralelamente, a menor maturidade dos sistemas financeiros privados observada nestes países soma-se às imperfeições de mercado e demais entraves observados para a alavancagem e adoção de ferramentas de financiamento com viés socioambiental.

Investimentos em países em desenvolvimento com importantes dimensões de bem público podem dispor de bons modelos de negócios e retornos esperados positivos, mas riscos e incertezas associados desencorajam investidores comerciais de prover financiamento. Em muitos casos, mercados fracos e imaturos, juntamente com assimetrias de informação e falhas ou imperfeições de mercado desestimulam ainda mais investidores privados. Suporte público por meio de abordagens de financiamento misto pode auxiliar no direcionamento destes problemas por meio do aperfeiçoamento do perfil risco-retorno de investimentos em países em desenvolvimento e, por fim, atrair financiamento comercial.

(OECD, 2018)

O presente estudo procura desenvolver o conceito de financiamento misto – ferramenta emergente que propõe a combinação de diferentes entes e fontes de capital, como público e filantrópico, para a redução e aperfeiçoamento do perfil risco-retorno destes investimentos, atraindo e impulsionando o financiamento privado.

1. Fundamentação teórica

I. Fontes de financiamento para o desenvolvimento

a. O papel do setor público

A forma e necessidade de atuação dos governos mediante o desenvolvimento econômico é analisada por Adelman (1999) através de três fases históricas principais: (i) de 1949 a 1979, o governo surge como principal propulsor por meio da subsídio de investimentos, coordenação de atividades e investimento direto, (ii) de 1979 a 1996, a fim de corrigir as atenuadas imperfeições de preços e escassez relativa à fase anterior, o papel ativo do governo é visto com necessidade restrita, uma vez não sendo capaz de solucionar os problemas do subdesenvolvimento, e reduz-se à liberalização dos mercados doméstico e internacional - esta visão se mostra ineficiente, principalmente em países em desenvolvimento, a partir do ponto em que desconsidera a falha na aplicação de postulados neoclássicos necessários à eficiência dos mercados nestas economias. Subsequentemente, na terceira fase observada, as interações mercado-Estado surgem de maneira dinâmica e mista, na qual governos desenvolvimentistas atuam de modo fundamental por meio de investimentos, formação de capital humano, aquisição de tecnologias e promoção de políticas e reformas institucionais.

Harris (2000) expõe duas visões críticas ao desenvolvimento global que se refletem como fatores endêmicos e ameaças a este processo em termos sociais e ambientais: (i) os benefícios do desenvolvimento têm sido distribuídos de maneira desigual persistente e crescentemente - fator comprovado por números de extrema pobreza em escala mundial mantidos ou ampliados e (ii) são observados inúmeros impactos negativos do processo em estruturas sociais e ambientais, como áreas florestais devastadas, poluição extrema e infraestruturas de transporte, água e saneamento inadequadas em áreas urbanas de países em desenvolvimento. Estes danos, se não reparados, podem minar o alcance do desenvolvimento e colapsar ecossistemas essenciais. Desta forma, fatores que consideram a remediação de desigualdades sociais, danos ambientais, operação de mercado efetiva e limitada mediante a conservação de capital natural e garantia de direitos básicos de saúde,

educação e participação democrática compõem uma nova diretriz ao processo de desenvolvimento no século XXI (HARRIS, 2000).

Comparativamente ao modelo tradicional de desenvolvimento, o desenvolvimento sustentável - uma vez considerando crescimento econômico e desenvolvimento social sob a ótica de limites ambientais - apresenta um caráter intrinsecamente público e de longo prazo. Dada a maior complexidade das questões endereçadas, a matriz do desenvolvimento sustentável demanda maior habilidade dos governos em virtude da necessidade de coordenação de grupos de interesse distintos para um melhor resultado social.

Relativamente a economias em desenvolvimento, observa-se a necessidade de uma visão holística a partir da intersecção de aspectos de pobreza e urbanização, dado o cerceio destes fatores em benefício de considerações ambientais no estudo e aplicação da sustentabilidade em sua incorporação a políticas e iniciativas locais (COBBINAH et. al, 2015). A sinergia deficiente entre considerações sociais e ambientais ameaça o curso do desenvolvimento sustentável em economias emergentes dadas suas ramificações que direcionam à privação de padrões básicos de vida e alta dependência de recursos naturais (COBBINAH et. al, 2015).

As fontes de aporte financeiro para projetos de desenvolvimento socioeconômico devem ser observadas mediante uma relação de paralelismo entre (i) o horizonte de longo prazo em que estes planos incorporam implementação e escalabilidade necessárias e (ii) a incapacidade de bancos privados quanto ao suprimento da demanda de crédito por parte da indústria. A falha em relação à provisão de financiamentos de longo prazo por parte das fontes tradicionais de mercado (ARMENDÁRIZ DE AGHION, 1999) baseia-se, principalmente, em critérios de riscos associados a empresas e atividades pioneiras de inovação - sendo maiores quando comparados a atividades tradicionais já estabelecidas e escaláveis - e, por consequência, o gerenciamento destes riscos no longo prazo - uma vez considerando a necessidade de habilidades específicas em relação à avaliação de fatores relevantes para estimativas de credibilidade eficazes. Desta forma, Amendáriz de Anghion (1999) identifica o papel de governos como apoiadores de instituições financeiras de maneira crescente e contributiva historicamente, em benefício da alocação de capital a projetos relevantes ao desenvolvimento.

Em suma, Albuquerque et. al (2018) justificam a participação governamental no mercado de crédito, via bancos públicos, pela presença de imperfeições de mercado ou de coordenação no financiamento de atividades com externalidades socioambientais positivas, que podem acarretar repressão financeira, dada a ausência da concessão de crédito, ou condições contratuais que tornem os projetos inviáveis na ausência de subsídios. As intervenções do governo advêm, desta forma, por meio da equalização de taxas de juros e do direcionamento de recursos.

Com o objetivo de fomentar (i) a potencialização do crescimento, (ii) estabilização econômica e/ou (iii) equidade no acesso ao crédito, Aronovich e Fernandes (2006) exploram instituições que atuam de forma complementar ao mercado e de acordo com diretrizes de políticas públicas nacionais denominadas instituições financeiras de desenvolvimento (IFD). A existência de IFDs é justificada uma vez que estas evitam a subalocação de investimentos de longo prazo, atuando como instrumentos de política econômica nos âmbitos de financiamento rural,

industrial, de agricultura, infraestrutura, social, governamental, institucional e de demais processos desenvolvedores (BRUCK, 1998). Considerando suas funções específicas, IFDs podem ser organizadas como bancos de desenvolvimento nacionais, bilaterais ou multilaterais, tendo em conta sua propriedade territorial de atuação.

Bruck (1998) explora a atuação de bancos de desenvolvimento como instituições financeiras governamentais, diferenciando-se de instituições comerciais privadas dados os fatores de (i) priorização de crédito a projetos com retornos econômico, social e ambiental substanciais, (ii) provimento de assistência em prol do aperfeiçoamento e redução de riscos destes investimentos e (iii) uso da análise de custo-benefício socioeconômico de modo a estimar a contribuição esperada ao desenvolvimento. Adiciona-se, também, ao investimento por meio destas ferramentas governamentais o caráter remanescente a partir de uma política basilar de não alocação dos escassos recursos de bancos de desenvolvimento a projetos cujos financiamentos podem provir de outras fontes.

Ademais, os bancos públicos de desenvolvimento assumem papel relevante em sua função anticíclica de financiamentos em momentos de estancamento de crédito privado, como crises econômicas - ou seja, paralelamente à diminuição da oferta de crédito privado e preferência pela liquidez, os bancos de desenvolvimento atuam de modo a fornecer recursos para financiamento de projetos em situações de instabilidade macroeconômica (FERRAZ et. al, 2013).

Comparativamente ao orçamento público e seu direcionamento de recursos, os bancos de desenvolvimento usufruem de uma maior autonomia em sua alocação de recursos, isto é, considerando sua diversificação de fontes de capital - seja (i) poupança doméstica, (ii) crédito obtido de bancos públicos, privados ou estrangeiros, (iii) reinvestimento de excedente operacional e (iv) próprios recursos públicos -, estes não concorrem por destinar recursos a fins alternativos, tal como ocorre com o orçamento público (FERRAZ et. al, 2013).

Na economia brasileira, Albuquerque et. al (2018) definem como variável-chave a baixa taxa de disponibilidade de poupança para financiamento de projetos de desenvolvimento, acarretando uma menor produtividade dadas as elevadas taxas de juros e custo de investimentos em capital e inovação. O tradicional banco público financiador de infraestrutura no Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), atua, sob controle governamental, de forma crescente em termos de (i) alcance financeiro, por meio de empréstimos e participações e (ii) variedade de atividades financiadas. Interessante notar que o “S” do BNDES não constava em sua nomenclatura original quando de sua fundação em 1952, passando a constar a partir da Constituição de 1988, a qual atribuiu ao Banco o fomento de atividades sociais, o que demonstra uma nova filosofia de ampliação do financiamento público às atividades organizacionais.

Financiada essencialmente por subsídios explícitos e implícitos do Tesouro Nacional (ALBUQUERQUE et. al, 2018), considerando suas taxas de captação abaixo de valores obtidos por crédito privado, a atuação do BNDES representou um portfólio equivalente a mais de 10% do PIB nacional em 2012 (FERRAZ et. al, 2013), abrangendo projetos de privatizações, exportações, ações de desenvolvimento social e urbano, inovação e sustentabilidade. Albuquerque et. al (2018) evidenciam, portanto, a

lógica de financiamentos objetivando retornos sociais maiores que os privados na atuação do BNDES.

Como pormenor adicional à economia e desenvolvimento brasileiros, Oliveira e Li (2018) discorrem acerca da atuação fundos constitucionais de financiamento como ferramentas de política de desenvolvimento regional e de redução de desigualdades inter-regionais, a fim de fomentar o desenvolvimento das regiões que apresentam piores indicadores socioeconômicos em nível nacional. Desta forma, foram instituídos os Fundos Nacionais de Financiamento do Centro-Oeste (FCO), do Norte (FNO) e do Nordeste (FNE). Oliveira e Li (2018) exploram, ainda, a baixa eficiência e efetividade destes instrumentos quando incorporadas (i) imperfeições e particularidades de mercado, como a seleção adversa, que resultam em um equilíbrio prejudicial ao bem-estar social e (ii) rigidez no sistema legislativo, que restringe sua liberdade de aplicação de recursos a despeito de certos setores se qualificarem, ou não, uma deficiência regional, como citados projetos de infraestrutura.

Bruck (1998) adiciona, por fim, o papel de agente catalisador de recursos privados à atuação de bancos de desenvolvimento em economias emergentes, corroborada pela posição pivotal de governos em termos de incentivo ao investimento privado por meio de políticas, subsídios, mecanismos de mitigação de riscos, como seguros e garantias (CLARK et. al, 2018). Dadas suas características intrínsecas de especialização e complexidade quando comparados com instituições financeiras tradicionais, os bancos de desenvolvimento emergem como intermediário fortemente integrado aos sistemas financeiros nacional e internacional, ademais de seu papel crucial mediante a elaboração de políticas nacionais e fomento de parcerias para implementação de projetos e programas de desenvolvimento juntamente com instituições financeiras sub-regionais, regionais e multilaterais (BRUCK, 1998).

O mercado brasileiro apresenta-se como principal destino dos financiamentos do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), maior tomador de empréstimos do Banco Mundial na América Latina e a segunda maior carteira do Banco de Desenvolvimento da América Latina (CAF) (COSTA et. al, 2013). Montantes distribuídos entre setor privado, União, bancos de desenvolvimento nacionais e regionais, Estados e Municípios concentram-se majoritariamente na região Sudeste, dadas características como maior capacidade de concepção e execução de projetos e condições financeiras para obtenção do financiamento. Costa et. al (2013) adicionam, ainda, a ausência de uma política por parte do governo federal para direcionamento de financiamentos multilaterais de modo a atenuar as desigualdades regionais, corroborando o fator exposto por Oliveira e Li (2018).

b. Investimentos do setor privado

D’Orazio e Valente (2019) resumizam a distribuição de capital direcionado ao financiamento climático no período de 2012 a 2016 - sendo o setor privado responsável por aproximadamente 63% dos investimentos e, nos níveis atuais, mostrando-se ainda insuficiente para suprir a falha observada (D’ORAZIO e VALENTE, 2019).

O redirecionamento de fluxos de capital a projetos de desenvolvimento com retornos socioambientais requer, segundo grupo especialista da Comissão Europeia,

mudanças na cultura de investimentos e comportamento de todos os participantes do mercado.

De modo a analisar as implicações da sustentabilidade à função financeira, Lagoarde-Segot (2019) ilustra a escolha intertemporal segundo a qual o trajeto sustentável implica em perdas no curto prazo quando comparado ao trajeto não-sustentável, representadas pela área ABC na Figura 1 abaixo. Dada a mensuração tradicional de escolhas intertemporais com base no custo de capital, o uso de uma taxa de retorno requerida abaixo do retorno de equilíbrio de mercado faz-se condição necessária para aumentar o efeito marginal de fluxos de longo prazo no valor presente de investimentos (LAGOARDE-SEGOT, 2019).

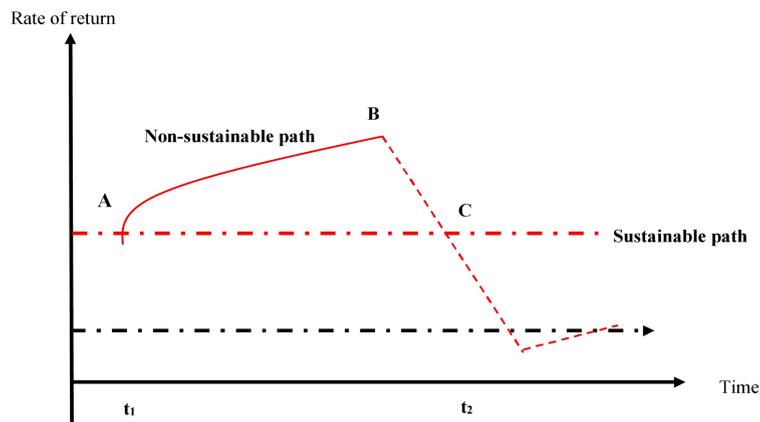


Figura 1: Trajetória econômica e sustentabilidade, Lagoarde-Segot.

Ademais, a transição do objetivo dos investimentos de "acúmulo de dinheiro" para "acúmulo de valor", incorporando aspectos socioambientais e manifestando-se no longo prazo, inova ao (i) identificar externalidades de atividades econômicas - custos sociais e ambientais - e (ii) internalizar estes fatores por meio da alocação de "preços", posteriormente incluídos em um processo de tomada de decisão participativo. Ao internalizar estes custos, a produção econômica se move de um nível ótimo de mercado movido pelo lucro privado a um nível ótimo de resultado social (WILSON, 2010).

O ciclo criado a partir da maturação da filosofia de Investimentos Socialmente Responsáveis tem induzido (i) um aumento na proporção de instituições que incorporam estes fatores na construção e gestão de portfólio e, conseqüentemente, (ii) o direcionamento de empresas a temas de responsabilidade social corporativa. Sparkes e Cowton (2004) apontam como propulsora desta difusão a combinação entre compulsão legislativa e pressão de atuais e futuros beneficiários. Tais investimentos baseiam decisões a partir de uma análise holística de risco-retorno ao (i) abranger práticas falhas em termos ASG (ambientais, sociais e de governança) que potencialmente acarretem riscos operacionais, de mercado ou sistêmicos e (ii) prover oportunidades para melhorias em retornos financeiros - majoritariamente no longo prazo - e atingir demandas por impactos sociais positivos (PARK, 2018).

c. Financiamento Misto

Paralelamente aos benefícios observados de (i) diversificação de portfólio e riscos e (ii) alavancagem da legitimidade operacional, Harvie et. al (2020) reiteram a presença de imperativos puramente comerciais e econômicos relativos à transferência de riscos de entes do setor público a instituições privadas. A partir do estudo de três casos práticos nos Estados Unidos e Reino Unido, Warner (2013) introduz o contexto para a atração de investimento privado a projetos com alto retorno social, assim como seus desafios. Ao explorar a estrutura de Títulos Sociais (*Social Bonds*), notam-se as seguintes características principais: (i) uma estrutura de pagamentos como consequência de resultados, (ii) uma gestão de performance baseada em metas e (iii) integração de diferentes fontes de capital. A necessidade de capital em determinada intervenção social testada e provada, uma vez associada à devida mensuração e monetização deste sucesso, pode agir como estrutura para o investimento privado.

Quando comparados a Parcerias Público-Privadas (PPPs), os Títulos Sociais - assim como os Títulos Verdes (*Green Bonds*) - se assemelham devido a (i) articularem métricas claras para o retorno, (ii) basearem-se em contratos e processos específicos para o projeto em questão. Por outro lado, estes não se caracterizam por contratos de longo prazo, cláusulas de não-concorrência, acordos de confidencialidade ou garantias de participação no mercado - tais ausências limitam a atratividade do modelo a investidores, que requerem garantias de empréstimo substanciais ou dívidas subordinadas. O principal objetivo destas estruturas, ainda emergentes, é introduzir a rigorosidade de investimentos do setor privado, padrões de avaliação científica positivista e a disciplina de mecanismos do mercado para determinar pagamentos e alocação de riscos (WARNER, 2013). Uma vez envolvendo um alto risco de implementação e taxas médias de retorno, a integridade das análises de custo-benefício, avaliações rigorosas e precificação e controle apropriados do contrato são primordiais para alavancar o interesse de investidores privados alinhados em termos de inovação e oportunidades da estrutura.

Modelos de Parcerias Público-Privadas, em geral, direcionam os entes públicos a uma subvalorização dos ativos e incorporação de maiores riscos antecipados, dada a assimetria de conhecimento mediante finanças, riscos e venda subsequente quando comparados a entes do mercado privado (WARNER, 2013). Ao incorporar um ente intermediário, os Títulos Verdes e Sociais direcionam o controle, avaliação e acurácia do programa de forma mais equitativa. Warner (2013) e Dowling (2017) sintetizam os desafios da implementação destas estruturas com a evidência de que investidores privados não estão dispostos a financiar programas, ainda que com eficácia provada e altos retornos, salvo se o risco estiver garantido por um investidor subordinado.

Compondo uma estrutura ampla onde se combinam investimentos públicos e privados, com a inclusão de mecanismos tradicionais como PPPs e IFDs, o financiamento misto é definido pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) como “o uso estratégico de finanças públicas de desenvolvimento e fundos filantrópicos para a mobilização de financiamento adicional direcionado ao desenvolvimento sustentável em economias emergentes”.

Diversas definições são elencadas por diferentes entes do mercado internacional, porém todas têm como base o conceito de remoção ou diminuição das

barreiras para investimentos públicos ou privados por meio da ferramenta de combinação (*blending*). Dentre tais barreiras, Pereira (2017) discorre sobre países em desenvolvimento: (i) disfunção do mercado financeiro local como função da falta de capital ou expertise em determinadas áreas, (ii) lacunas de conhecimentos e capacidades atreladas ao subentendimento de riscos locais e (iii) incertezas políticas e financeiras dadas regulação insuficiente, flutuações nas taxas de câmbio e impactos em retornos de longo prazo.

Por meio da análise da maturidade da companhia e do mercado em que o investimento se insere, diversas ferramentas são enquadradas como financiamento misto, seguindo suas características intrínsecas. Em projetos e mercados pioneiros, considerando os altos custos de transação e riscos e incertezas de retorno, são comumente utilizadas as estruturas de assistências técnicas - como financiamento de atividades de pesquisa e desenvolvimento - e subsídios - mediante redução de taxas de juros ou demais ferramentas que reduzam custos. Ferramentas como finanças estruturadas têm resultados positivos quando utilizadas para absorver riscos de experimentação e expansão. Por fim, em estágios avançados de tração e consolidação de projetos, investimentos de participações privadas são importantes propulsores da maturação e escalabilidade (PEREIRA, 2017).

O mercado brasileiro emerge entre os 10 principais recipientes de financiamento privado mobilizado por IFDs oficiais mundialmente, sendo energia e serviços financeiros os setores de maior direcionamento. O estudo de casos como do Fundo Garantidor para Investimentos (2009), investimentos em participações por meio do BNDESPAR (2015) e a emissão de Títulos Verdes por parte do BNDES (2017) comprova o potencial mobilizador das ferramentas mistas em prover acesso a crédito em melhores condições - incluindo prazos mais longos, menores taxas de juros, requerimentos colaterais reduzidos -, alocação de capital a projetos de alto retorno socioambiental e desenvolvimento de indústrias de energia renovável no país. As ferramentas apresentadas mobilizaram, em conjunto, cerca de R\$11 bilhões (US\$3 bilhões).

d. Estimativa de oferta e demanda

A fim de estimar o mercado de ferramentas de financiamento para projetos de desenvolvimento sustentável, itera-se o proposto por Mendonça e Saschida (2013) ao identificar a demanda e oferta de crédito bancário no país. De forma análoga, incorporando propriedades de risco, custos e incidência, é possível estabelecer uma metodologia a partir de três condições principais: (i) demanda de crédito tipicamente pró-cíclica, observados fluxos crescentes em históricos de aumento do PIB e redução das taxas de juros e desemprego; (ii) oferta de crédito positivamente impelida por altas taxas de juros e (iii) negativamente estimulada por altos custos de captação e fatores de inadimplência (MENDONÇA e SASCHIDA, 2013).

Ao considerar as características previamente exploradas, denotam-se pontos-chave para a estimativa de mercado em relação a projetos de desenvolvimento socioambiental: (i) necessidade de oferta de crédito anticíclica, contrária ao aumento de demanda pró-cíclica proposto por Mendonça e Saschida e direcionada a atingir lacunas acentuadas em períodos de baixa econômica - tal qual evidenciado por Ferraz et. al (2013); (ii) dissonância entre altos riscos e custos observados nestas atividades e seus respectivos impactos negativos na oferta de crédito - reiterando, assim, a

indispensabilidade de ferramentas que atuem diretamente na dirimição e redirecionamento destes fatores.

De forma empírica, Filho (2020) explora o financiamento de estados brasileiros por parte do BNDES no período entre 2009 e 2014, derivando o direcionamento de recursos de indicadores como capacidade de pagamento, eficiência na alocação do crédito recebido e desenvolvimento econômico observado. Ademais, reitera-se (i) o papel de instituições financeiras públicas como fonte de financiamento alternativa em períodos de recessão econômica e (ii) desassociação entre insuficiência e escassez de operações de crédito e quedas cíclicas na oferta por instituições públicas - considerando menores custos, condições mais favoráveis e menor sensibilidade a condições de mercado, direcionam-se as lacunas à crescente demanda por crédito nestes entes, de forma similar em períodos de baixa e alta econômica.

Ao testar a relação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro em economias emergentes, Odhiambo et. al (2018), analisando indicadores de passivos líquidos, ativos financeiros e depósitos bancários em relação ao PIB (%) a partir de um teste causalidade de Granger, sustentam a análise empírica da demanda de crédito como fator direcionador do desenvolvimento financeiro. Em suma, representada por dois dos três indicadores analisados, a relação de causalidade se dá de forma que o crescimento econômico - em termos de aumento do PIB - induz maior desenvolvimento financeiro no curto e longo prazo, resultando em mercados de crédito movidos pela oferta.

Isto posto, é cabível pontuar um fluxo de mobilização e direcionamento de investimentos públicos a projetos e atividades de desenvolvimento socioeconômico que (i) supra requerimentos anticíclicos, (ii) induza à redução de riscos e custos de transação sob melhores condições de crédito, (iii) impulse o crescimento econômico sustentável a partir de sua alocação eficiente de recursos e (iv) finde o desenvolvimento financeiro em prol da criação de um ciclo baseado na oferta de crédito.

2. Análise dos dados

De modo a avaliar os conceitos antes delineados de (i) direcionamento de fluxos de investimento a setores deficitários, (ii) alavancagem de capital privado a partir da otimização do perfil risco-retorno do investimento, (iii) aprimoramento da mensuração e avaliação do impacto e intencionalidade dos projetos investidos, é utilizada a metodologia de estudos de caso para análise exploratória das principais características de mecanismos de financiamento misto.

3.1 Entrevistas qualitativas

Para a coleta de dados relevantes acerca dos mecanismos de financiamento misto a serem analisados, foram realizadas entrevistas com 3 instituições nacionais, com base nos objetivos de: 1. detalhar objetivo e tese de investimento da estrutura, assim como sua cobertura setorial e geográfica; 2. compreender a estrutura e aspectos regulatórios do mecanismo; 3. identificar e tabular os perfis de investidores existentes e seus respectivos termos de participação e 4. compreender a estrutura de impacto estabelecida.

| | AMAZ Aceleradora de Impacto | Resiliência Climática BNDES | Debênture Social Vivenda |
|---|---|--|--|
| Problema socioambiental identificado | A região Amazônica, 60% do território nacional, corresponde a apenas 8% do PIB com a exploração de recursos naturais, minerais e o agronegócio. O desenvolvimento sustentável na região depende da criação de uma economia que promova a conservação, restauração e uso sustentável da floresta. Há um desequilíbrio entre maturidade de soluções socioambientais e níveis de investimentos na região, considerando-se os riscos iniciais. Estruturas robustas propensas ao risco não encontram pipeline de negócios no nível desejado. | A região semiárida do Nordeste Brasileiro é representada pelos estados com menores índices econômicos, altamente dependentes da produção agrícola. Pequenos produtores são os mais afetados pelas mudanças climáticas dados os impactos na produção. A atuação governamental é majoritariamente focada em mecanismos preventivos, com altos custos e pouco impacto na capacidade produtiva e adaptação. O público-alvo não tem acesso ao sistema bancário tradicional dados os riscos de crédito e necessidade de longo prazo. | As reformas residenciais em comunidades vulneráveis representam, além de uma moradia mais digna, promoção da saúde, sociabilidade, autoestima e empoderamento das famílias. A acessibilidade, considerando um ticket médio entre R\$7-8 mil, é restritiva considerando a necessidade de parcelamento dos clientes e manutenção da estabilidade de capital de giro e fluxo de caixa da empresa fornecedora. O risco de crédito dessas operações não é atrativo para instituições tradicionais e os baixos volumes tornam a transação cara para o cliente final. |
| Objetivo e tese do mecanismo | Acelerar empresas, ONGs ou cooperativas/associações em estágios iniciais de operação que geram soluções para os principais problemas socioambientais da Amazônia, buscando conservar ou recuperar áreas de floresta, conservar e valorizar a biodiversidade, gerar renda e qualidade de vida para as comunidades rurais e ribeirinhas. | Promover sistemas agrícolas resilientes ao clima e produtivos através de (i) financiamento a energias renováveis; (ii) suporte a agenda florestal; (iii) apoio reembolsável a outros temas que trazem impacto climático positivo, como resíduos sólidos; e (iv) atuação para desenvolver o mercado de créditos de carbono. | Desintermediar o oferecimento de crédito para reformas residenciais em comunidades vulneráveis (público-alvo da Vivenda), garantindo um perfil de investidor propenso ao retorno em longo prazo, com taxas justas ao cliente final e tornando a operação viável financeiramente sem incremento de precificação. |
| Aspectos regulatórios | Fundo financeiro sem personalidade jurídica própria, de propriedade de associação privada sem fins lucrativos, qualificada como Organização da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIP). Taxa de administração de 5% para os investidores, sendo os doadores isentos. 5,42% do montante total arrecadado é direcionado a despesas administrativas indiretas. | Acordo de financiamento entre Fundo Verde pelo Clima (GCF), Fundo Internacional para Desenvolvimento Agrícola (FIDA), entidade acreditada, e BNDES, entidade executora que direciona os recursos aos Estados selecionados, implementadores dos projetos e gestores dos fundos estatais. A estrutura conta, ainda, com Comitê e Conselho Consultivos. | Emissão de debênture financeira com lastro nos contratos de financiamento. O fluxo é organizado a partir da emissão dos papéis pelo Grupo Gaia, formalização e relatório dos contratos de serviço de reforma pela Vivenda, e posterior adiantamento destes valores contratados pelo Grupo Gaia. A estrutura conta, ainda, com intermediários fiduciários e hipotecários. |

| | AMAZ Aceleradora de Impacto | Resiliência Climática BNDES | Debênture Social Vivenda |
|-----------------------------|--|---|---|
| Estrutura de capital | <p>Total captado: R\$25 milhões</p> <p>1. R\$11,5 milhões oriundos de entidades filantrópicas;</p> <p>2. R\$13,5 milhões de investidores de impacto, com experiência na região ou tradicionais.</p> <p>A estrutura garante o capital filantrópico como cota subordinada de primeira inadimplência (<i>first-loss cover</i>), reduzindo os riscos de perda para o capital comercial e garantindo taxas justas de retorno para o investimento.</p> <p>Taxa de alavancagem financeira = 1,17</p> | <p>Total financiado: US\$250 milhões</p> <p>1. GCF - US\$65 milhões cota sênior com prazo de 20 anos, sendo 5 de carência, com retorno de 0,75% + subsídio de US\$34,5 milhões;</p> <p>2. FIDA - US\$30 milhões cota sênior com prazo máximo de 35 anos, carência máxima de 10 anos e retorno variável;</p> <p>3. BNDES - US\$59,28 milhões cota sênior;</p> <p>4. Estados participantes - US\$13,72 milhões não reembolsáveis.</p> <p>Taxa de alavancagem financeira = 1,04</p> | <p>Total captado: R\$5 milhões</p> <p>1. R\$2 milhões em cota mezanino, oriundos de oferta privada em séries de debêntures simples quirografária e subordinada;</p> <p>2. R\$3 milhões em oferta pública com esforços restritos (CVM 476), direcionada a investidores qualificados do Private Bank Itaú.</p> <p>Prazo de 10 anos e carência de 5 anos, taxa pré-fixada de 7% a.a. Caso as taxas de inadimplência sejam abaixo do projetado, 25% do saldo residual é prêmio direcionado aos investidores e 75% investido nas comunidades.</p> <p>Taxa de alavancagem financeira = 1,5</p> |
| Estrutura de impacto | <p>São construídas as estruturas de mensuração de impacto de acordo com o potencial do negócio previamente avaliado, baseando-se nos critérios avaliados semestralmente: hectares conservados/manejados direta e indiretamente, hectares reflorestados ou restaurados direta e indiretamente, comunidades da Amazônia Rural impactadas positivamente e pagamentos a fornecedores da Amazônia Rural.</p> <p>As metas para 2030 são: (1) alavancar mais R\$50 milhões em investimentos adicionais com fundos de venture capital e investidores privados; (2) beneficiar 10 mil famílias e (3) promover conservação/recuperação de 5 milhões de hectares de floresta.</p> | <p>O projeto visa contribuir para 4 grandes objetivos de adaptação e 3 de mitigação, exemplificados em alguns dos indicadores:</p> <p>(1) aumento mínimo de 15% na renda das famílias da região; (2) diversificação e integração de sistemas de produção resilientes em ao menos 23 mil hectares de terras degradadas ou de monocultura; (3) aumento estimado de 78 mil toneladas de produção frutífera após 10 anos, endereçando a pobreza nutricional; (4) 67 mil famílias produtoras atingindo um aumento na produção de biomassa de, ao menos, 50 mil kg/ha após 10 anos; (5) ao menos 36 mil hectares de áreas coletivas com redução nas emissões de CO².</p> | <p>A estrutura do papel impulsionou alavancagem a partir da rotatividade nos 5 anos iniciais, sendo possível financiar novos clientes com parcelas pagas por famílias já abarcadas e propiciar uma alavancagem de impacto de 20x na ponta cliente - ou seja, o múltiplo de alavancagem financeira das cotas mezanino possibilita um número de reformas 20n quando comparado com capital puramente filantrópico.</p> <p>Impacto direto de geração de renda para a comunidade em 75-80% do valor de cada reforma através de mão de obra, materiais e criação/ formalização do mercado de construção civil. Impactos na saúde, sociabilidade, autoestima e empoderamento das famílias.</p> |

3.2 Resultados da pesquisa

Objetivando representar uma análise exploratória, e não crítica, a etapa de estudos de caso possibilita elencar pontos em comum evidenciados como características relevantes e intrínsecas dos mecanismos de financiamento misto apresentados:

- (i) Os objetivos e teses evidenciados e detalhados reiteram, de certa forma, a importância da redução de desigualdades inter-regionais mediante o desenvolvimento territorial. Através do fomento a atividades tradicionais, apoio e capacitação técnica e investimento direcionado, torna-se possível atingir impactos socioambientais complexos a partir do endereçamento de questões estruturais;
- (ii) A alocação de capital catalítico ou concessional é essencial para o direcionamento de fluxos adicionais aos setores-alvo, dada a inexistência de características viáveis de mercado pelo risco observado, complexidade dos problemas socioambientais, maturidade setorial e horizonte temporal de longo prazo – isto é, o capital catalítico atua como ferramenta de criação e abertura de mercado para seus respectivos impactos socioambientais esperados;
- (iii) As estruturas incorporam termos inovadores a mecanismos financeiros tradicionais como forma de endereçar lacunas estruturais que minimizam o potencial concessionário, o qual viabiliza o aprimoramento do perfil risco-retorno e detém a transferência de custos para a ponta final do público beneficiado pelo impacto;
- (iv) Dada a maturidade atual do mercado brasileiro no que tange a investimentos de impacto socioambiental, os principais atores do setor privado implicados nestes mecanismos encontram-se no perfil “*impact-first*” (impacto primeiro), isto é, estão dispostos à potencial penalização de retorno financeiro e/ou extensão de prazos em prol da geração de impactos socioambientais positivos;
- (v) A construção da estrutura de impacto, incluindo sua teoria de mudança, indicadores esperados e processo de monitoramento, é indispensável para mecanismos de financiamento misto, dada a comprovação de intencionalidade e consequente atratividade para entes públicos e privados relacionados; e
- (vi) Os mecanismos incorporam diferentes níveis de impacto mensurável, considerando sua atuação em curto, médio e longo prazo e construção gradativa de transformações socioambientais necessárias ao atingimento das grandes metas estabelecidas.

Em suma, as estruturas cumprem com seu objetivo inicial de atingir setores e públicos não amparados pelo mercado financeiro tradicional a partir da junção de diferentes vertentes de impacto – isto é, é construída e utilizada uma visão holística acerca do problema identificado para, não só direcionar recursos financeiros, mas (i) compreender o contexto socioambiental que baseia e agrava este problema e (ii)

arquitetar itens e subitens de impacto necessários ao longo do horizonte temporal do mecanismo financeiro.

3. Conclusão

Schoenmaker e Schramade (2019) propõem uma estrutura de três estágios para as finanças sustentáveis, sendo (1) a criação de valor aos acionistas, em um horizonte de curto prazo, levando em consideração aspectos sociais e ambientais como riscos e potenciais redutores de retorno; (2) a criação de valor às partes interessadas, sendo pessoas, planeta e lucro a partir do conceito de “tripé da sustentabilidade”, internalizando riscos sociais e ambientais para a maximização deste valor integrado em um horizonte de médio prazo; e (3) a criação de valor comum à sociedade, sob a perspectiva de oportunidade, considerando sua viabilidade financeira em um horizonte de longo prazo – neste último, a função das finanças é fomentar o desenvolvimento sustentável.

Desta forma, a transição entre estágios demanda a adoção de um pensamento integrado, baseado na criação de valor comum como norma para decisões de investimento, e implementação de gestão efetiva, com estruturas que sustentem e impulsionem a geração de capacidades holísticas para o desenvolvimento em nível regionalizado.

Reconhecida na 3ª Conferência Internacional de Financiamento para o Desenvolvimento, realizada em 2015 e condensada na Agenda de Ação de Adis Abeba, a estrutura de financiamento misto representa um dos veículos de investimentos inovadores e com grande potencial para o atingimento satisfatório dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável através da redução de riscos para alavancagem da participação do setor privado, preenchendo as lacunas financeiras evidenciadas.

O sucesso destes objetivos depende, no entanto, da adicionalidade de práticas, políticas e prioridades que ressaltem e enderecem particularidades regionais, nacionais e subnacionais, evidenciando não somente desigualdades territoriais, mas também potenciais de desenvolvimento e criação de mercados a partir da modificação dos postulados de investimentos tradicionais.

A incorporação da lente nacional para o contexto brasileiro, em uma primeira instância, possibilita evidenciar lacunas estruturais de ordem social, política, econômica e ambiental que culminam em uma menor maturidade de mercado financeiro em relação a investimentos de impacto socioambiental quando comparado com países desenvolvidos. A transição entre os estágios 2 e 3 apresentados anteriormente requer, além da proposta de uma nova economia, a identificação de oportunidades que acompanhem e possibilitem a distribuição justa deste desenvolvimento.

Os mecanismos de financiamento misto apresentados na etapa de estudos de caso representam, não uma visão definitiva e exaustiva de seu funcionamento, mas sim uma tendência de inovação a partir da junção de instrumentos financeiros viáveis

para os setores público e privado, que incorporem o fator de impacto como uma oportunidade sob a lente de diversificação de mercados, públicos e setores, visando endereçar problemas não abarcados pela conjuntura atual.

O desenvolvimento do sistema financeiro, sendo a capacidade das instituições financeiras de um país ou região colocarem à disposição dos agentes econômicos serviços que facilitem e intensifiquem as transações econômicas destes (MATOS, 2002), deve, portanto, considerar o financiamento misto como uma necessidade temporária que visa a transição para o estágio 3 proposto por Schoemaker e Schramade.

Em suma, os mecanismos de financiamento misto apresentam grande importância na abertura e maturação de mercados que representam a criação de valor comum à sociedade. O período de transição e consequente utilização destes mecanismos não é algo definitivo, podendo durar mais que o previsto e apresentando pontos de saída e estratégias complexas (OECD, 2018).

O presente estudo cumpre, portanto, sua proposta de (i) analisar o sistema brasileiro de financiamento para o desenvolvimento, identificando seus atores, e (ii) explorar estruturas de financiamento misto como forma de ampliar o direcionamento de recursos financeiros aos ODS, analisando seu contexto, estruturação e viabilidade. Estudos posteriores são recomendados para compreender a eficácia destes mecanismos, avaliando sua capacidade de viabilizar mercados para a atuação do setor privado mediante investimentos que acumuladamente supram o déficit de US\$2,5 trilhões enfrentado anualmente.

Referências

- ADELMAN, Irma. “The role of Government in Economic Development”. **Berkeley**, Working Paper No. 890, 1999.
- HARRIS, Jonathan M. “Basic Principles of Sustainable Development”. **Tufts University**, Working Paper No. 00-04, 2000.
- COBBINAH, Patrick B.; ERDIAW-KWASIE, Michael O.; AMOATENGA, Paul. “Rethinking Sustainable Development within the Framework of Poverty and Urbanisation in Developing Countries”. **Environmental Development**, 13, 18-32, 2015.
- AGHION, Beatriz A. “Development Banking”. **Journal of Development Economics**, 58, 83-100, 1999.
- ALBUQUERQUE, Breno et. al. Os bancos de desenvolvimento e o papel do BNDES. **Textos para Discussão – BNDES**, 133, 2018.
- ARONOVICH, Selmo; FERNANDES, Andrea G. A Atuação do Governo no Mercado de Crédito: Experiências de IFDs em Países Desenvolvidos. **Revista do BNDES**, 13, 3-34, 2006.
- BRUCK, Nicholas. “The role of development bank in the twenty-first century”, **Journal of Emerging Markets**, 3, 39-67, 1998.
- FERRAZ, João C.; ALÉM, Ana C.; MADEIRA, Rodrigo F. A contribuição dos Bancos de Desenvolvimento para o financiamento de longo prazo. **Revista do BNDES**, 40, 5-42, 2013.
- PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, Instituto de (2018). **Financiamento do Desenvolvimento no Brasil**. Brasília, <https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/181105_livro_financiamento_desenvolvimento.pdf>.
- COSTA, Carlos E. L.; GONZÁLEZ, Manuel J. F.; ALMEIDA, Nathália F. de. A lógica de funcionamento de bancos multilaterais de desenvolvimento e o seu relacionamento com o Brasil no período 1990-2012. **Boletim de Economia e Política Internacional**, 16, 2014.
- LAGOARDE-SEGOT, Thomas. “Sustainable Finance, a critical perspective”. **Research in International Business and Finance**, 47, 1-9, 2019.
- D’ORAZIO, Paola; VALENTE, Marco. “The role of finance in environmental innovation diffusion: an evolutionary modelling approach”. **Journal of Economic Behavior and Organization**, 162, 417-439, 2019.
- EUROPEIA, Comissão (2018). **“Final Report on Sustainable Finance”**. Bruxelas, <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf>.
- WILSON, Cleyo. “Why should sustainable finance be given priority? Lessons from pollution and biodiversity degradation”. **Accounting Research Journal**, 23, 267-288, 2010.
- SPARKES, Russell; COWTON, Christopher J. “The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility”. **Journal of Business Ethics**, 52, 45-57, 2004.
- HARVIE, David et. al. “Social investment innovation and the ‘social turn’ of neoliberal finance”. **Critical Perspectives on Accounting**, 102248, 2020.

WARNER, Mildred E. “Private finance for public goods: social impact bonds”. **Journal of Economic Policy Reform**, 16, 303-319, 2013.

DOWLING, Emma. “In the wake of austerity: social impact bonds and the financialization of the welfare state in Britain”. **New Political Economy**, 22, 294-310, 2017.

PARK, Stephen K. “Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing”. **Business and Human Rights Journal**, 3, 233-255, 2018.

DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, Organização para a Cooperação e. “**The role of domestic DFIs in using blended finance for sustainable development and climate action - The case of Brazil**”. Paris, 2020.

MENDONÇA, Mário J.; SASCHIDA, Adolfo. Identificando a oferta e demanda de crédito bancário no Brasil. **Texto para Discussão – IPEA**, 2013.

FILHO, Jaime de J.; “**On the drivers of BNDES credit to Brazilian state governments. Essays on Supply and Demand of credit in Brazil**”. 2020. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Ceará, Ceará, 2020.

OECD (2021), “**The OECD DAC Blended Finance Guidance**”, OECD Publishing, Paris, <<https://doi.org/10.1787/ded656b4-en>>.

ONU (2015), “**Addis Ababa Action Agenda**”, Third International Conference on Financing for Development, Adis Abeba, <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2051AAAA_Outcome.pdf>.

SCHOENMAKER, Dirk; SCHRAMADE, Willem L. J., “**Principles of Sustainable Finance**”, Oxford, Oxford University Press, 2019.

OECD (2018), “**Making blended finance work for the Sustainable Development Goals**”. OECD Publishing, Paris, <<https://doi.org/10.1787/9789264288768-en>>.