

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

Sarah Morganna Matos Marinho

Como são os laços do capitalismo brasileiro?

As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR

São Paulo
2015

Sarah Morganna Matos Marinho

Como são os laços do capitalismo brasileiro?

As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), na área de concentração Direito e Desenvolvimento, para obtenção do título de Mestre em Direito.

Campo de conhecimento: Direito e Desenvolvimento, subárea Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social.

Orientador: Prof. Dr. Mario Gomes Schapiro

São Paulo
2015

Marinho, Sarah Morganna Matos.

Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR/ Sarah Morganna Matos Marinho. - 2015.
245 f.

Orientador: Mario Gomes Schapiro

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

1. Investimentos públicos - Brasil. 2. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Brasil). 3. Política financeira. 4. Política industrial. I. Schapiro, Mario Gomes. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. III. Título.

CDU 336.714(81)

Sarah Morganna Matos Marinho

Como são os laços do capitalismo brasileiro?

As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), na área de concentração Direito e Desenvolvimento, para obtenção do título de Mestre em Direito.

DATA DO EXAME:

01/04/2015

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Mario Gomes Schapiro (Orientador)
FGV Direito SP

Prof. Dr. Sergio Giovanetti Lazzarini
INSPER

Prof. Dr. Ary Oswaldo Mattos Filho
FGV/EDESP

Prof. Dra. Mariana Souza Pargendler
FGV/EDESP

A Evaristo Vasconcelos Matos.

AGRADECIMENTOS

Depois de um processo tão intenso, os agradecimentos não poderiam ser breves. Dirijo-os primeiramente aos meus pais, Cleber e Socorro, à minha avó, Amélia Edmea, à minha irmã, Marta, e aos meus tios Miguel, Isabeli e Fátima, que se esforçaram incansavelmente para me compreender e me apoiar ao longo dele. Igualmente, sem a sua ajuda financeira esse período em dedicação exclusiva numa cidade como São Paulo jamais seria possível. Agradeço ainda ao Igor, cuja fé no meu potencial acadêmico tanto me impulsionou nesse período. Ainda em Fortaleza, agradeço à professora Unie Caminha por ter me apresentado o programa de mestrado da FGV Direito SP como o melhor deste país e ao Fernando Demétrio por ter gentilmente se prestado a discutir comigo a bibliografia indicada para a seleção. Já em São Paulo, a lista se torna extensa. Agradeço ao professor Ary Oswaldo Mattos Filho por não ter cansado de me lançar inquietações ao longo da pesquisa, assim como aos professores Michelle Badin, Nora Rachman, Viviane Prado, Carlos Ari Sundfeld, Mario Engler, André Correa, Danilo Borges Araújo, José Garcez Ghirardi, Maira Machado e Luciana Gross Cunha por terem sido presentes e educadores quando precisei ao longo desses dois anos. Igualmente, vão agradecimentos ao Renato Vilela, à Marina Feferbaum, à Juliana Palma e ao Daniel Tavela, sempre prontos para dividir suas experiências nessa vida acadêmica. Aos colegas da turma de 2013, apenas posso dizer que jamais teria chegado aqui sem vocês. Em função da pesquisa, ficam agradecimentos especiais ao Victor Ribeiro, à Patricia Mello, à Ana Carolina Bittar, à Claudia Acosta e ao Alexandre Coelho. Em função da minha estabilidade emocional, agradeço especialmente não apenas aos sempre presentes amigos acima, mas também ao Ivan de Franco, à Natalia Langenegger, à Vivian Ferreira, à Natalia Neris, à Marina Jacob, à Marina Bastos, à Christine Park e ao Luis Augusto. À Nicole Fobe, agradeço pela revisão do texto. Ficam agradecimentos também à Cristiane Samaria Gomes da Silva e à Ana Paula Galdino pela prontidão em resolver nossos problemas administrativos, assim como ao Henrique Baraldi Spera, sempre atento para que nenhum título necessário nos faltasse na biblioteca. Ao meu orientador, Mario Gomes Schapiro, agradeço imensamente por ter confiado em mim para conduzir pesquisa em tema que lhe é tão caro. Esse trabalho pode ter sido escrito por mim, mas certamente não é só meu. Pelos ricos comentários na banca de qualificação, ficam ainda agradecimentos especiais aos professores Mariana Souza Pargendler e Sérgio Lazzarini. Por fim, agradeço aos funcionários do BNDES, à Patricia Pelini e aos demais entrevistados pela gentil contribuição. Essa pesquisa foi empreendida com apoio financeiro da Coordenadoria de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) e da

própria Fundação Getúlio Vargas, mediante a bolsa Mário Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa.

RESUMO

O BNDES tem o objetivo de financiar empreendimentos que se relacionem com o desenvolvimento do país, sendo uma de suas modalidades o investimento por subscrição de ações.

De um lado, tem-se que as regras elaboradas na estruturação societária de uma empresa podem variar de acordo com a origem do financiamento obtido, em função dos interesses que os diferentes investidores procuram proteger a partir da separação entre a sua propriedade e o controle. Por outro lado, o cenário econômico brasileiro passou por mudanças profundas nos últimos 60 anos, já que o modelo de industrialização baseado no dirigismo estatal – que marcou as décadas de 1950 a 1980 – transformou-se com o movimento de desestatização dos anos 1990. O Estado não se afastou da propriedade empresarial, mas atua agora principalmente como acionista minoritário.

Hoje, paira dúvida acerca, em primeiro lugar, das reais motivações que levam determinadas empresas a receber participação do Sistema BNDES. Além disso, há pouca compreensão sobre os veículos jurídicos que viabilizam essas relações público-privadas. A partir de algumas pesquisas sobre o banco, conclui-se que a atuação da sua subsidiária de participações, a BNDESPAR, não ultrapassa objetivos de maximização de valor dos seus ativos. Não se descartou, no entanto, que a função do banco de desenvolvimento – incluindo a do seu braço de renda variável – fosse implementar políticas industriais, por mais que falhas pudessem vir a ocorrer nesse intento, reconhecido como um processo experimental.

Assim, revelou-se quais interesses as regras de governança corporativa das companhias abertas financiadas pela BNDESPAR por participação acomodam para a subsidiária, elucidando-se importantes características do modelo contemporâneo de atuação empresarial do Estado e lançando-se luz sobre os objetivos que o levam a investir diretamente como acionista no cenário atual.

No caso da BNDESPAR, trata-se de agente em busca de equilíbrio entre a maximização de retornos e a política industrial. De uma maneira mais geral, o BNDES procura ser auto-sustentável – como pré-requisito para existir e cumprir sua missão –, tratando sua subsidiária como a principal personagem desse objetivo dentro do Sistema. A BNDESPAR, por sua vez, acabou por se tornar executora de política voltada a apoiar a negociação das companhias brasileiras no mercado de capitais – atividade emanada da sua própria burocracia.

PALAVRAS-CHAVE

Intervenção do Estado na economia; Investimentos públicos; Controle societário; Ativismo acionário; Maximização de valor da propriedade acionária; Captura indireta; Política industrial; Política financeira do Sistema BNDES.

ABSTRACT

BNDES has the objective of financing projects related to Brazil's development and equity purchases are one of its types of investment.

On one hand, rules drawn up in a company's corporate governance structure can vary according to the capital's origin, since different interests that different investors seek to protect emerge from the separation of their property from the corporate control. On the other hand, Brazilian economic scenario went through deep changes over the last 60 years, considering that the industrialization model based on State intervention, mainstream between the 1950s and the 1980s, was transformed by the privatization movement in the 1990s. This change, however, did not eliminate the State in corporate property: now it only acts more commonly as a minority shareholder.

The present time is marked by doubt over the real motivation that leads some companies to receive equity investments by the BNDES System. Besides that, there is a lack of comprehension on the contractual vehicles that structure these public-private relations. Some researches concerning the bank indicate that its subsidiary investments would not undermine the objective for profit maximization. We have not ignored, however, that the development bank function – including its equity arm – might be executing industrial policies, even though failures are likely to occur during this effort, understood here as an experimental process.

Thus, the research has revealed which BNDESPAR's interests are protected through the corporate governance rules of the public traded companies invested, also revealing important features of the contemporary model of the State as an entrepreneur and clarifying some objectives that could lead the institution to purchase equity participations nowadays.

BNDESPAR is an agent motivated by a balance pursuit between profit maximization and industrial policy purposes. Broadly speaking, BNDES seeks self-financial sustainability in order to continue and accomplish its mission, seeing its equity arm as the main executor of this objective inside its System. In this search for sustainability, BNDESPAR became executor of a policy effort for stock markets negotiation raised up among its own bureaucracy activities.

KEW-WORDS

State intervention in economy; Public investments; Corporate control; Shareholder activism; Stock property value maximization; Indirect capture; Industrial policy; BNDES System financial policy.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI)
Arranjos produtivos locais (APLs)
Altus Sistemas de Automação S.A. (Altus)
American Depositary Receipts (ADRs)
Área de Mercado de Capitais (AMC)
Área de Capital Empreendedor (ACE)
Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (Bird)
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)
BNDES Participações S.A. (BNDESPAR)
BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa)
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ)
Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)
Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ)
CCX Carvão da Colômbia S.A. (CCX)
Cia. de Celulose da Bahia (CCB)
Cloreto de polivinila (PVC)
Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU)
Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
Companhia Petroquímica de Camaçari (CPC)
Companhia de Recuperação Secundária (CRS)
Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)
Companhia Vale do Rio Doce (CVRD)
Condomínio para Capitalização de Empresas de Risco (CONTEC)
Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE)
Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial (CNDI)
Conselho Nacional da Indústria Siderúrgica (Consider)
Conselho Monetário Nacional (CMN)
Departamento Nacional de Registro do Comércio (DNRC)
Departamento de Registro Empresarial e Integração (DREI)
Exchange Traded Fund (ETF)
Export-Import Bank (Eximbank)

Fundação dos Economiários Federais (Funcef)
Fundação Forluminas de Seguridade Social (Forluz)
Fundo Monetário Internacional (FMI)
Fundo de Participação Social (FPS)
Fundo de Pensão dos Funcionários da Vale do Rio Doce (Valia)
Fundo de Pensão da Petrobrás (Petros)
Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE)
Índice de Carbono Eficiente (ICO2)
Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT)
Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalís)
Insumos Básicos S.A. (Fibase)
Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa)
Mecânica Brasileira S.A. (Embramec)
MMX Mineração e Metálicos S.A. (MMX)
Modelo de Geração de Cenários em Planejamento Estratégico (PROSPEC)
New York Stock Exchange (NYSE)
Papeis Índice Brasil Bovespa (PIBB)
Petróleo Brasileiro S.A (Petrobrás)
Plano Brasil Maior (PBM)
Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP)
Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE)
Primeiro Plano Nacional de Desenvolvimento (I PND)
Programa BNDES para o Desenvolvimento da Indústria Nacional de Software e Serviços de Tecnologia da Informação (BNDES Prosoft)
Programa BNDES de Apoio ao Desenvolvimento do Complexo Industrial da Saúde (BNDES Profarma)
Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)
Securities and Exchange Commission (SEC)
Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND)
Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Companhias pesquisadas que remetem à lógica setorial do II PND (p. 59)

Quadro 2 – Dispositivos presentes na Lei das S.A. por influência das subsidiárias do então BNDE (p. 62)

Quadro 3 – Direitos resguardados pelas subsidiárias do então BNDE em acordos de acionistas (p. 62)

Quadro 4 – Modificações regulatórias influenciadas pelas atividades da BNDESPAR entre 1987 e 2004 (p. 80)

Quadro 5 – Direitos resguardados pela BNDESPAR em participações societárias e aquisição de debêntures (p. 81)

Quadro 6 – Alocação setorial das companhias na política industrial brasileira recente (p. 92)

Quadro 7 – Direitos resguardados pela BNDESPAR em participações societárias e aquisição de debêntures (p. 96).

Quadro 8 – Companhias com participação originariamente passiva (p. 104)

Quadro 9 – Orientações e veículos jurídicos de proteção de interesses nos acordos de acionistas de que a BNDESPAR é parte (p. 111)

Quadro 10 – Debêntures BNDESPAR (p. 112)

Quadro 11 – Características dos acordos de acionistas das companhias geridas pela ACE (p. 113)

Quadro 12 – Características dos acordos de acionistas das companhias geridas pela AMC (p. 114)

Quadro 13 – Atores que exercem influência significativa ou controle compartilhado com a BNDESPAR (p. 118)

Quadro 14 – Companhias em que a BNDESPAR pode exercer influência significativa sem acordo de acionistas (p. 119)

Quadro 15 – Traços gerais diferenciadores das participações ativas e passivas (p. 119)

Quadro 16 – Controladores da Vale (p. 146)

Quadro 17 – Controladores da ALL até 11 de fevereiro de 2015 (p. 150)

Quadro 18 – Quantidade de companhias abertas com participação ativa e passiva (p. 160)

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Fases das participações da BNDESPAR (p. 168)

SUMÁRIO

1 Introdução	1
2 Metodologia	5
3 Variedades de capitalismos e governança corporativa.....	9
3.1 A governança corporativa	10
3.1.1 Modelos de governança corporativa?	14
3.2 Variedades de capitalismos	21
3.3 Conclusão	35
4 A moldura societária das três fases da experiência do Sistema BNDES com a atuação focada em renda variável e mercado de capitais.....	37
4.1 Esclarecendo uma premissa: o Brasil é um país em desenvolvimento	37
4.2 O Sistema Tripartite e os planos de desenvolvimento econômico.....	43
4.3 A crise fiscal, as privatizações e os novos paradigmas do apoio financeiro estatal à atividade econômica.....	62
4.4 O aperfeiçoamento do apoio às pequenas e médias empresas voltadas à inovação, do fomento ao mercado de capitais e os campeões nacionais.....	81
4.5 Conclusão	97
5 Qual a economia política dos interesses protegidos pela BNDESPAR?	98
5.1 Os direitos da BNDESPAR diante do controle societário no período atual.....	98
5.2 A busca de equilíbrio entre o escopo institucional e a política financeira do BNDES.....	121
5.2.1 Altus, Bematech, CSN e JBS: exemplos representativos da busca de equilíbrio entre o escopo institucional e a política financeira do Sistema BNDES.....	124

5.3 Política industrial, captura e alguns pontos fora da curva.....	134
5.3.1 Vale, ALL, Braskem e Petrobrás: prioridades nacionais ou captura?.....	144
5.4 Conclusão	160
6 Conclusão: a BNDESPAR, a política industrial e a governança corporativa	164
7 Referências bibliográficas	171
Anexos	186
A) Tabela 1 - Consolidação das participações da BNDESPAR de 2011 a 2013 (percentuais de participação e setores de atuação).....	186
B) Tabela 2 – Características das participações da BNDESPAR (2011-2013).....	198
C) Tabela 3 – Relação de participações por cotas de fundos de investimento (31/09/2014)	221
D) Tabela 4 – Justificativas oficiais atribuídas para o financiamento das companhias da amostra.....	222
E) Tabela 5 – Companhias que sofrem influência societária de outros investidores estratégicos.....	237
F) Tabela 6 – Companhias em que há outros investidores estratégicos compartilhando influência societária com a BNDESPAR.....	239
G) Documentos.....	241
H) Entrevistas.....	245

- Capítulo 1 -

Introdução

Em 2011, Sérgio Lazzarini publicou o livro “Capitalismo de Laços”, estudo no qual descobriu que, após as privatizações empreendidas no Brasil na década de 1990, o Estado diminuiu sua parcela de propriedade, mas não o seu potencial de influência sobre as empresas que lideram o capitalismo brasileiro.

Isso ocorre por ser o Estado o ator mais central nas redes corporativas¹ que o autor construiu a partir das 804 maiores empresas nacionais, privadas ou públicas, preponderantemente por meio das participações societárias diretas da BNDES Participações S.A. (BNDESPAR) e dos fundos de pensão de funcionários públicos da União. Não está claro, no entanto, nem como nem para qual finalidade o Estado utiliza todo esse potencial de influência.

Os fundos de pensão de funcionários públicos são entidades privadas de previdência que buscam complementar a aposentadoria dos seus beneficiários. Apesar de ser recorrente a discussão acerca da vulnerabilidade dessas instituições frente aos interesses de investimento e intervenção no setor privado do governo – principalmente por conta do modo de escolha dos seus gestores² – elas não são entes públicos que possuem a missão institucional legalmente estabelecida de financiar o desenvolvimento do país.

Por sua vez, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é uma empresa pública, cujo objetivo legalmente estabelecido consiste na execução da política de investimento do Governo Federal³ em um viés de atuação ligado ao Direito Institucional Econômico⁴ – que se considera voltado à substituição e compensação do

¹ O fato de o Estado ser um ator central nas redes corporativas elaboradas por Lazzarini (2011) através do BNDES e dos fundos de pensão de funcionários públicos da União não significa que esses agentes são acionistas últimos de todas as 804 empresas analisadas naquela pesquisa, mas apenas que suas posições na rede são privilegiadas, pois lhes proporcionam alta capilaridade mesmo sem possuírem grande parcela de propriedade. Prova disso é a consolidação das últimas carteiras de participações societárias da BNDESPAR ter apenas 177 empresas.

² Os trabalhos de Almeida (2009, p. 46) e Lazzarini (2011, p. 35) argumentam serem estas entidades vulneráveis à influência governamental, conforme se resgatará nos Capítulos 4 e 5.

³ Conforme o artigo 3º do Decreto nº 4.418/2002, seu Estatuto.

⁴ Quando o Estado intervém na economia de maneira indireta, mediante a estipulação das regras que os agentes econômicos deverão obedecer, fala-se em Direito Regulamentar Econômico. Por outro lado, se o Estado atua nos mercados diretamente, mediante empresas estatais ou bancos públicos, a regulamentação voltada a esse tipo de intervenção é tratada no âmbito do Direito Institucional Econômico (VENÂNCIO FILHO, 1998, pp. 83-88, 383-391; SCHAPIRO, 2010a, pp. 17-22).

mercado.⁵ Para perseguir seu objeto social, o banco possui uma subsidiária integral de participações societárias, a BNDESPAR.

A fundação do BNDES deu-se em 1952, no período desenvolvimentista brasileiro. Nesse momento inicial, a democracia ainda estava se estabelecendo e terminou sendo severamente minada pelo golpe militar em 1964, cujo contexto foi de forte dirigismo estatal.

Mas o banco continua a existir, conjugado à incerteza acerca da sua real missão nos dias atuais. Na verdade, diante do processo de liberalização econômica que ocorreu dos anos 1980 à década de 1990, floresceram dúvidas sobre qual ainda seria o papel da atuação empresarial do Estado como um todo, seja por sociedades de economia mista, empresas públicas ou participações minoritárias, restando confusa a noção de interesse público no que diz respeito à empresa estatal⁶ no Direito Administrativo pós-privatizações.⁷

O presente trabalho pretende, então, avaliar que objetivos podem ser atribuídos à atuação da subsidiária de participações do BNDES, a partir dos interesses que ela protege como acionista minoritária no âmbito das empresas⁸ de que participa.

Considera-se que as regras de governança corporativa são elaboradas, em parte, em função da origem do financiamento obtido na estruturação societária de uma empresa, tendo

⁵ Ao refletir sobre as formas de intervenção do Estado na economia, Eros Grau (2005, pp. 20-21) indica que o Estado pode vir a substituir o mercado quando a sua dinâmica própria se mostra frágil, criando novos ambientes de troca para o processo de acumulação, e compensá-lo, mitigando externalidades negativas e apoiando externalidades positivas ocasionadas pelo processo de produção.

⁶ A expressão “empresa estatal” é utilizada para designar aquela sociedade empresária controlada pelo Estado e instituída por Lei, como o BNDES, assim como aquela sociedade comandada unilateralmente pelo próprio Estado sem constituição por legislação aprovada no Congresso Nacional – das quais a BNDESPAR é exemplo. Tendo sido criado por Lei Federal, o banco é um ente da Administração Pública indireta, enquanto a BNDESPAR, sua subsidiária integral, instituída por decisão de sua direção interna para a persecução da sua missão institucional, é juridicamente uma sociedade empresária comum, submetida à regulação privada quanto à sua organização interna, embora fiscalizada pelo Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, nos termos do Decreto nº 8.189/2014, como se ente da Administração Pública fosse. Para uma discussão sobre a designação “empresa estatal” ver Pinto Júnior (2010).

⁷ A expressão “interesse público” é amplamente utilizada no Direito Administrativo nacional como tradutora do interesse da coletividade e razão de ser da intervenção do Estado em assuntos da vida privada (MELLO, 2005). Conforme será tratado no Capítulo 5, no entanto, o interesse público da empresa estatal não aparece mais como algo dado no cenário pós-privatizações e não precisa mais sequer ser levantado para justificar certas formas de atuação empresarial do Estado no âmbito do Direito Administrativo. No âmbito do Direito Societário, o interesse público se traduz no objeto social da empresa pública ou sociedade de economia mista, constante na lei que institui seu estatuto social (CARVALHOSA, 2009b).

⁸ O termo “empresa” é constantemente utilizado ao longo do trabalho como sinônimo de “sociedade empresária”, “sociedade anônima” ou “companhia”. Embora tecnicamente o atual Código Civil Brasileiro (Lei nº 10.406/2002) tenha consagrado a designação “empresa” como o exercício de “atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”, enquanto empresário ou sociedade empresária seriam as pessoas físicas ou jurídicas que a exercem (artigo 966), a utilização de todos os termos acima destacados se refere, no decorrer do texto, a sociedades empresárias apoiadas pelo Sistema BNDES, pelo seu emprego reiterado com este mesmo significado no âmbito dos próprios documentos analisados na pesquisa.

em vista os interesses que os diferentes investidores procuram proteger a partir do momento da separação entre a sua propriedade e o controle acionário.

Então, se a transição de um Estado mais desenvolvimentista para um mais liberal tornou incerta quais missões ainda justificariam uma intervenção na economia – quer como empresário ou como acionista –, descobrir que interesses a BNDESPAR protege enquanto investidora pode ajudar a elucidar essa questão.

Para isso, o trabalho está dividido em seis capítulos, sendo o primeiro capítulo esta parte introdutória. O segundo capítulo realiza esclarecimentos acerca da metodologia e da amostra de sociedades empresárias selecionadas para a pesquisa.

No Capítulo 3, a noção de governança corporativa é concebida diante da tradição teórica mais ampla das Variedades de Capitalismos para justificar o problema de pesquisa. Distintos conflitos entre partes interessadas podem emergir em uma companhia. Problemas de agência diferentes podem surgir quando os acionistas são representados por administradores profissionais, ou quando os minoritários passam a ser representados pelos controladores, ou mesmo quando os acionistas controladores têm de considerar interesses sociais mais difusos ao tomarem decisões na condução da empresa, como a prevenção de impactos ambientais. Os interesses atribuíveis aos investidores, por sua vez, podem variar conforme o seu perfil e de acordo com o contexto sócio-político em que estão inseridos.

Passado o auge da tendência de liberalização econômica ocorrida na década de 1990, tem-se observado um Novo Ativismo Estatal⁹, ou seja, a volta de uma utilização mais explícita de políticas industriais no Brasil a partir dos anos 2000. É exatamente nesse ambiente de ativismo do Estado que o Capitalismo de Laços emerge.

Então, ao mesmo tempo que contribui para a literatura sobre as Variedades de Capitalismos, por investigar qual(is) padrão(ões) de governança corporativa pode(m) ser atribuído(s) à atuação do Estado no Brasil dentro do seu contexto de economia política, a presente pesquisa também pretende dialogar com a literatura de Direito e Desenvolvimento, elucidando um rol de ferramentas jurídicas que são utilizadas no âmbito do Novo Ativismo Estatal.

Mas essa tradição teórica será resgatada mais detalhadamente apenas no Capítulo 4, em que se relata o histórico do BNDES com renda variável, mapeando-se as estratégias de política econômica e as transformações em matéria de Direito Societário e mercado de capitais associadas ao banco – o que é essencial à avaliação do porquê a sua subsidiária

⁹ A ideia específica do “Novo Ativismo Estatal” (*New State Activism*, no original) pode ser atribuída ao trabalho de Trubek, Coutinho e Schapiro (2013).

atuar mediante as ferramentas jurídicas encontradas no período mais atual. As reflexões sobre Direito e Desenvolvimento ajudam a narrativa, pois seus três grandes momentos são coerentes com as transformações pelas quais o Estado brasileiro e o BNDES passaram entre o pós-II Guerra Mundial e o período contemporâneo.

No Capítulo 5, empreendeu-se a dupla missão de (i) descrever as ferramentas jurídicas societárias voltadas aos interesses da BNDESPAR em um período mais recente e (ii) avaliar os objetivos que justificariam a sua utilização. A partir de uma amostra de companhias retirada das suas últimas carteiras de ações, apontou-se como a subsidiária tem capacidade de exercer influência societária para proteger seus interesses no âmbito das empresas em que participa como acionista minoritária ou controladora em regime compartilhado.

Identificadas as ferramentas societárias que lhe servem, procedeu-se à avaliação dos objetivos que podem justificar os direitos da BNDESPAR enquanto acionista ou, em alguns casos, debenturista. Embora se tratem dos mesmos instrumentos societários que tipicamente resguardam os interesses de investidores privados, acredita-se existir uma lógica de política industrial por trás da sua utilização pela subsidiária.

Por fim, são tecidas considerações finais no Capítulo 6, assim como algumas reflexões sobre a literatura das Variedades de Capitalismos – a partir do seu tópico governança corporativa – diante dos achados de pesquisa.

Se o Brasil é uma economia de mercado conduzida por laços oligárquicos¹⁰, sua regulação e suas práticas societárias em companhias abertas para a proteção de investidores minoritários são influenciadas pela necessidade de proteção de interesses atribuíveis a atores como a BNDESPAR que, ao menos em tese, prezam pela manutenção de boas perspectivas de rentabilidade sobre o investimento realizado.

É claro que a subsidiária não é a única condutora do aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa no país. Mas os dados encontrados a colocam em uma posição de protagonista e indutora do investimento de outros atores para a liquidez e até mesmo a democratização do mercado de capitais.¹¹

Essa inferência é importante para demonstrar que a dinâmica de governança corporativa encontrada no Brasil – e eventualmente em outros países da América Latina – é

¹⁰ Schneider (2008a, 2008b, 2009) descreve a economia brasileira como conduzida por laços oligárquicos, ideia que será resgatada com maiores detalhes nos Capítulos 3 e 6.

¹¹ Como será visto no Capítulo 4, a BNDESPAR é importante indutora da indústria de fundos de investimento em *private equity* e *venture capital* no Brasil desde o início da década de 1990 e, em um período mais recente, tem lançado fundos de índice para o desinvestimento de companhias mais tradicionais da sua carteira por meio da distribuição pública secundária a investidores menores, incluindo pessoas físicas.

precariamente compreendida na perspectiva teórica das Variedades de Capitalismos, pois seus arranjos, ao menos para as companhias de maior relevância econômica, acabam se mostrando mais fluidos que os tipos ideais encontrados em economias avançadas. As noções de governança relacional e descontínua encontradas em Schapiro (2010a, pp. 209-256), ao lado da governança concentrada inspirada em Schneider (2008a, 2008b, 2009) são ilustrativas para demonstrar a complexidade de se refletir sobre governança corporativa no Brasil.

- Capítulo 2 -

Metodologia

O presente trabalho é movido por duas perguntas de pesquisa, quais sejam: i) como o Estado brasileiro exerce influência societária por meio da atuação por participação do seu banco de desenvolvimento? e ii) quais objetivos podem justificar essa intervenção na organização jurídica empresarial da economia nacional?

Yin (2001, pp. 28-37) declara que problemas de pesquisa que se concentram em questões do tipo “quantos” ou “quais” são mais exploratórios, voltados a descrever fenômenos em relação a sua incidência ou prevalência. Já aquelas perguntas de pesquisa que se concentram em questões do tipo “como” ou “por que” são mais explanatórias, lidando com “vínculos operacionais que necessitam ser traçados ao longo do tempo, mais do que meras frequências ou incidências” (YIN, 2001, p. 31).

Apesar do número considerável de companhias na amostra, optou-se por realizar uma pesquisa qualitativa. Preocupou-se com a investigação de “como” o Estado influencia o meio empresarial enquanto acionista por meio do seu banco de fomento e “por que” essa forma de atuação. Finalizada essa investigação, pesquisas futuras podem refletir sobre outros problemas que girem em torno de “quais” são as formas de participação da BNDESPAR em sociedades empresárias enquanto acionista.

Uma revisão de literatura voltada à elaboração e justificativa do problema de pesquisa é realizada no Capítulo 3. Algumas outras ocorrem no Capítulo 5 para auxiliar o levantamento dos objetivos avaliados como condutores da escolha pelas ferramentas jurídicas societárias utilizadas pela BNDESPAR para a proteção dos seus interesses.

Por força do seu estatuto social, a BNDESPAR realiza investimentos como acionista direta apenas em sociedades anônimas, abarcando a presente pesquisa somente esse tipo societário e incluindo-se parcialmente outras atividades da subsidiária, como a subscrição de debêntures e de cotas de fundos de investimento¹² (conforme tenham se

¹² No âmbito da política de subscrição de valores mobiliários do BNDES, a sua subsidiária pode adquirir outros valores mobiliários (debêntures e bônus de subscrição, por exemplo) em sociedades anônimas e cotas em fundos de investimento, os quais, por sua vez, regulados pela CVM, participam de sociedades empresárias abertas ou fechadas. As outras carteiras de valores mobiliários da subsidiária não são divulgadas especificando nominalmente as empresas beneficiadas, sendo que a carteira de fundos de investimento o faz identificando as suas denominações apenas parcialmente. O efeito multiplicador dos aportes desses fundos provavelmente tornaria impossível cobrir todas as suas participações societárias no prazo que se tinha para

apresentado nas empresas da amostra levantada das últimas carteiras de ações da BNDESPAR).

Feita esta ressalva, esclarece-se que a pesquisa empírica realizada para elaboração do trabalho combina três métodos principais: (i) o levantamento de dados, (ii) a análise documental e (iii) a realização de entrevistas.

Primeiramente, obteve-se a carteira de participações da BNDESPAR constante nas suas três últimas demonstrações financeiras, correspondentes à consolidação anual de 2011, 2012 e 2013. Foi realizado um levantamento das 177 empresas encontradas nessa carteira de participações acionárias para descobrir quais companhias eram fechadas e quais eram abertas.¹³ 75 companhias eram fechadas e 102 eram abertas. Destas últimas, 99 companhias eram registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹⁴ na Categoria A e 3 na Categoria B. Foram levantados, então, os formulários de referência, estatutos sociais, os acordos de acionistas, os últimos prospectos de distribuição pública de papéis e as escrituras de emissão de debêntures constantes nos registros das companhias abertas de Categoria A e B, quando aplicável, no sítio eletrônico da CVM, que estão atualizados até a data-base de 28 de agosto de 2014.

Nos termos da Instrução CVM nº 480/2009, as sociedades anônimas podem pedir seu registro como companhias abertas de Categoria A quando desejarem vender ações e outros papéis no mercado de capitais. Já o registro de Categoria B envolve a negociação de outros valores mobiliários que não ações em bolsas de valores. Para as companhias de Categoria A, a CVM exige uma prestação de informações mais rigorosa no formulário de referência a partir da data do registro, incluindo as cláusulas de eventuais acordos de acionistas de que são parte ou que estejam arquivados nas suas sedes, bem como a declaração de quais acionistas, por participação direta ou indireta, são os seus controladores, o que não ocorre da mesma forma nas companhias de Categoria B.¹⁵

concluir a pesquisa, o que demandaria diversos outros levantamentos de dados além dos que já foram realizados somente para a análise das participações societárias diretas da BNDESPAR. Além disso, também não está claro que tipo de influência a subsidiária exerce sobre os diferentes fundos de investimento em que detém cotas. A compreensão dessa relação entre a BNDESPAR e os fundos de investimento demandaria portanto uma outra pesquisa, com a análise de documentos de natureza diversa daqueles que constituem e regulam sociedades anônimas.

¹³ Nos termos do artigo 4º da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.), “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

¹⁴ A CVM é a autoridade regulatória oficial do mercado de capitais brasileiro, instituída e regulada pela Lei nº 6.385/1976.

¹⁵ Há uma companhia de Categoria B, a Telemar Participações S.A., cujo acesso ao acordo de acionistas e grupo de controle foi possibilitado indiretamente por meio da sua controlada Oi S.A., que também compõe a amostra. Há também algumas companhias fechadas das quais se obteve acordos de acionistas, pois suas

Para viabilizar a pesquisa, foi indispensável a análise tanto dos estatutos sociais quanto dos eventuais acordos de acionistas e dos formulários de referência das sociedades levantadas, pois é nos dois primeiros documentos societários que os direitos dos acionistas são fixados, sendo obrigatória a identificação dos controladores no último.¹⁶ Todavia, os dados coletados em entrevistas qualitativas, semi-direcionadas, com funcionários de carreira do BNDES (ligados às atividades da sua subsidiária) conduziram à decisão de deixar as companhias fechadas, e as abertas de Categoria B, registradas nas tabulações, com o objetivo de facilitar o levantamento de informações em eventuais pesquisas futuras, e de se realizar inferências acerca do significado dessas companhias dentro da carteira da BNDESPAR. Os funcionários entrevistados confirmaram que a subsidiária mantém acordos de acionistas – contendo fortes possibilidades de monitoramento e estratégias de saída – em todas as companhias fechadas da sua carteira de ações, com cláusula de sigilo por razões de estratégia empresarial.

A análise documental ocorreu à luz de conceitos inspirados no Direito Societário e no Direito Antitruste, e culminou na descrição das participações societárias da BNDESPAR como ativas ou passivas, a depender da possibilidade ou não de monitoramento ativo das decisões ou da condução dos negócios das companhias investidas. O monitoramento ativo das decisões das sociedades em referência ocorre pelo exercício de influência significativa ou controle compartilhado pela subsidiária.

Finalizada a análise documental, realizaram-se entrevistas qualitativas, semi-direcionadas com: funcionários de carreira do BNDES, cuja atuação está voltada à BNDESPAR; uma diretora da BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores de Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa); um cotista da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ); e um funcionário da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN). Os dados coletados nas entrevistas foram utilizados como fonte de pesquisa para avaliar os objetivos que levam a BNDESPAR a resguardar, como acionista, os direitos encontrados na análise documental.

No modelo ideal de condução das atividades por aquisição de ações, participações societárias passivas da BNDESPAR decorreriam das suas participações ativas, transformando-se em função do desinvestimento ou diluição do percentual de ações da

controladas ou controladoras eram abertas, categoria A, e também faziam parte das carteiras de participações recentes da BNDESPAR. A própria subsidiária é uma companhia aberta de categoria B, sendo este o motivo pelo qual não está obrigada a divulgar todos os acordos de acionistas de que é parte, inclusive no âmbito de companhias fechadas.

¹⁶ Tais documentos só começaram a ser divulgados ao público nos moldes da prestação de informações que serviu à pesquisa em 2010, com a edição da Instrução CVM nº 480/2009.

subsidiária. Assim, optou-se, nesse momento, pela preocupação não com a incidência ou prevalência dos tipos de participação na amostra – já que foi possível levantar informações detalhadas apenas das companhias abertas –, mas com os objetivos que podem justificar a manutenção de cada um deles pela BNDESPAR.

- Capítulo 3 -

Variedades de Capitalismos e Governança Corporativa

A existência de diferentes padrões de governança corporativa acabou por se tornar um tópico de um campo de conhecimento interdisciplinar mais abrangente, o das Variedades de Capitalismos, que se preocupa, ao refletir sobre variações de economia política, com aspectos econômicos, sociais, políticos e jurídicos que levam diferentes países a nutrir características supostamente complementares em diferentes padrões de organização econômica.

Nesse sentido, o argumento levantado neste Capítulo é que o contexto político-social importa para a compreensão dos padrões de organização jurídica do meio empresarial. Essa inferência justifica o problema de pesquisa do ponto de vista teórico diante do objeto de estudo – que são os investimentos da BNDESPAR por participação societária. Tanto o BNDES quanto a sua subsidiária fazem parte da história da industrialização brasileira de maneira relevante, como será abordado posteriormente. Considera-se aqui que sua atuação importa para os padrões de governança corporativa encontrados hoje no Brasil.

No entanto, um esclarecimento merece ser realizado nesse momento: para o intento da presente pesquisa, consideram-se regras de governança corporativa tanto as práticas consensuais acordadas entre os acionistas de uma companhia – e eventualmente seus credores – na condução dos seus negócios e divisão do seu retorno financeiro, no âmbito da autonomia da vontade, como também aquelas regras jurídicas para regular as sociedades anônimas brasileiras, trazidas pela legislação e regulamentação societárias vigente.

A partir da classificação de Pargendler (2014a, p. 10), soluções de governança consistiriam no equilíbrio de poder e estrutura de incentivos desenhados nas regras internas de uma companhia, com o objetivo de estabelecer com clareza um processo de tomada de decisões entre as partes interessadas. Já soluções regulatórias consistiriam em normas cogentes externas elaboradas para coibir ou incentivar condutas em si como, por exemplo, a não utilização de informações privilegiadas (*insider trading*), a obrigação de prestar contas nos termos da legislação, e a obediência a requerimentos mínimos de capital por parte de instituições financeiras. Mas a diferença entre o que é uma solução de governança e uma solução regulatória para a organização jurídica de uma companhia acaba não sendo suficientemente estabelecida em função de ser uma regra societária cogente – ou seja,

exigida pela regulação – ou consensual – elaborada pelas partes no âmbito da autonomia da vontade.

Admittedly, the distinction between governance and regulatory solutions is not clear cut. For one, governance strategies can be – and increasingly are – legally mandated rather than voluntarily adopted. For instance, U.S. federal law now requires the audit and compensation committees of public companies to be composed exclusively of independent directors. Nevertheless, independent committees still qualify as a governance solution on our account, for they interfere with the structure of corporate decision making, but not with its substance. In fact, the distinction between governance and regulatory strategies is more of a continuum than a sharp dichotomy. For instance, corporate fiduciary duties are closer to the regulatory end of the spectrum, for they entail an externally imposed judgment about the proper standard of conduct. Disclosure mandates, in turn, fall somewhere in between. (PARGENDLER, 2014a, p. 10).

Acredita-se emergir regras de governança corporativa de situações, no âmbito da condução da empresa, que se caracterizam como relações representante-representado e dão origem ao conflito de agência identificado na literatura norte-americana. Governança corporativa pode ser mais que isso, assim como talvez nem necessariamente acesse o conflito de agência por completo. Mas foi em torno das regras de governança corporativa utilizadas para acomodar a relação representante-representado gerada pela presença da BNDESPAR como acionista minoritária em uma companhia que a pesquisa foi realizada.

3.1 A governança corporativa

Como precursores daqueles que posteriormente teorizaram os problemas decorrentes da separação da propriedade e do controle acionário, estão alguns trabalhos seminais. Um deles, “A riqueza das nações”, de Adam Smith, tem a primeira versão datada ainda de 1776. Ao discutir a natureza do capital, Smith (2003, pp. 339-472) já afirmava que a sua acumulação deve necessariamente anteceder a divisão do trabalho na atividade produtiva, indicando que em certo momento de maturação seria inevitável, na empresa, uma separação entre aqueles que são capazes de nela alocar recursos para viabilizar o giro da atividade e aqueles que efetivamente conduzem as suas decisões.

Mas o trabalho de Berle e Means (1932), no século XX, elucidou um aspecto marcante da então moderna companhia aberta norte-americana, caracterizada pela dispersão da propriedade de suas ações nas mãos de diversos investidores, e inspirou autores modernos a desenvolver a chamada teoria da agência (*agency theory*).¹⁷

¹⁷ O trabalho de Berle e Means (1932), intitulado *The Modern Corporation and Private Property*, foi o ponto de partida para que se identificasse os potenciais conflitos de interesses que emergiriam na relação entre

No contexto da dispersão acionária, os administradores detêm o controle de fato, mas não a propriedade e, por isso, podem vir a ter seus interesses desalinhados em relação aos dos investidores. Assim, a relação representante-representado surge em uma empresa quando alguém – o representado – resolve ali realizar um investimento delegando a um terceiro – o representante – as decisões a serem tomadas acerca da exploração dos recursos empreendidos.¹⁸ O conflito de agência, por sua vez

in the most general sense of the term – arises whenever the welfare of one party, termed the ‘principal’, depends upon actions taken by another party, termed ‘agent’’. The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest. (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004a, p. 21).

Diferentes relações desse tipo podem ocorrer em uma mesma associação empresarial entre as diferentes partes interessadas. Quando os acionistas minoritários atuam como representados, por exemplo, o grupo controlador ou os administradores assumem a qualidade de representantes. Os próprios acionistas controladores, por sua vez, podem ser considerados representados no seu relacionamento com os administradores contratados ou, em conjunto com os gestores, podem ocasionalmente ser considerados representantes na sua relação com outras partes interessadas, como trabalhadores, consumidores e fornecedores (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004a; MACEDO, 2004; SAITO; SILVEIRA, 2008).

Assim, tem-se na essência do conflito de agência a separação entre a propriedade empresarial, o seu controle e a sua gestão, que pode fazer com que acionistas minoritários, controladores, administradores, ou até mesmo outras partes interessadas venham a ter interesses antagônicos.

Do ponto de vista econômico, o problema de agência não passa de custos a serem equacionados (MACEDO, 2004, pp. 4-5). De fato, os custos de agência envolvem os gastos com monitoramento em que os representados incorrem, os gastos dos representantes para se mostrarem monitoráveis pelos representados e as perdas residuais decorrentes das

gestores e investidores no contexto de dispersão acionária norte-americano. A Teoria da Agência, por sua vez, foi desenvolvida com maior intensidade na década de 1970 por Jensen e Meckling (1976), e seus conceitos são hoje amplamente utilizados e difundidos na literatura, falando-se recorrentemente em custos de agência e relação representante-representado (*principal-agent relationship*) sem a necessidade de maiores explicações, como em Shleifer e Vishny (1997), Hansmann e Kraakman (2004a), Macedo (2004), Saito e Silveira (2008) e Silveira (2010), por exemplo.

¹⁸ Esse conceito deriva de Berle e Means (1932) e da Teoria da Agência desenvolvida na década de 1970 por Jensen e Meckling (1976), mas é bastante difundido na literatura em geral, podendo ser extraído de Hansmann e Kraakman (2004a), Macedo (2004); Saito e Silveira (2008) e Silveira (2010).

divergências entre as decisões que os representantes tomaram e aquelas que realmente maximizariam a riqueza dos representados¹⁹ (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

Na perspectiva do direito, no entanto, o problema de agência é considerado um fenômeno a ser reprimido (MACEDO, 2004, pp. 4-5). A governança corporativa, se considerada no contexto jurídico, pode ser vista como “perspectiva analítica que se propõe a investigar, com amparo em instrumentos econômicos, a incidência do *agency problem* em estruturas societárias e a desenhar modelos de incentivo, responsabilidade e direcionamento de gestão tendentes a minimizá-lo” (MACEDO, 2004, p. 7).

É preciso fazer a ressalva de que a designação “governança corporativa” (*corporate governance*) começou a ser utilizada, nos Estados Unidos da década de 1970, como a iniciativa – privada – de estruturar a regulação das companhias norte-americanas em um contexto de descrédito com a intervenção do Estado na economia daquele país. Desde então, o termo foi se repetindo sem definição muito precisa na literatura e em discursos oficiais, tendo sido traduzido para vários idiomas e servido de foco para reformas institucionais atinentes à atividade empresária na década de 1990, especialmente diante da tendência global à privatização das economias. Hoje, governança corporativa pode ser entendida como qualquer forma de institucionalização interna da maneira como uma companhia é controlada e tem suas operações conduzidas. Isso pode levar as regras de governança corporativa a tratarem de outros problemas, como questões ambientais, medidas voltadas ao desenvolvimento econômico de um país ou igualdade entre gêneros, que não necessariamente os custos de agência da relação dos acionistas com outras partes interessadas da empresa. Os custos de agência podem, inclusive, não ser propriamente ou completamente resolvidos por regras de governança corporativa elaboradas pela companhia.²⁰

¹⁹ “In most agency relationships the principal and the agent will incur in positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal as a result of this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the residual loss” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

²⁰ Pargendler (2014a) reflete sobre o que qualifica como obsessão da literatura e dos formuladores de política com a questão da governança corporativa. Dentre várias outras definições, aponta-se para os princípios da *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) para afirmar que governança corporativa pode ser considerada como qualquer forma de institucionalização interna da maneira como uma companhia tem suas operações conduzidas e é controlada. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf>>. Acesso em: 14 janeiro 2015. A OECD é um órgão de cooperação transnacional que tem por foco a prescrição de políticas públicas para promover o desenvolvimento e bem estar mundial.

Feita essa ressalva, serão observadas como regras de governança corporativa neste trabalho aquelas que emergem para equilibrar os eventuais conflitos que surgem entre as partes interessadas de uma associação empresarial (SHLEIFER; VISHNY, 1997; HANSMANN; KRAAKMAN, 2004a; MACEDO, 2004; SAITO; SILVEIRA, 2008; SILVEIRA, 2010).

É que, para a investigação do problema de pesquisa, importa refletir sobre qual o interesse da BNDESPAR ao resguardar para si, em contratos privados, no estatuto social ou diante da regulação, determinados direitos dentro da estrutura interna de governança de uma companhia. Paralelamente a isso, como se poderá observar no tópico 3.2, a abordagem de governança corporativa nos trabalhos precursores da tradição acadêmica das Variedades de Capitalismos é fortemente baseada na noção decorrente do conflito de agência.

3.1.1 Modelos de governança corporativa?²¹

No começo dos anos 2000, chegou a ser declarado o “fim da história do direito societário”.²² Apesar da literatura apontar para variedades de padrões de governança corporativa²³, Hansmann e Kraakman (2004b) conjecturaram naquele momento que a tendência seria que as regulações societárias entrassem em convergência ao redor do mundo tendo como base um modelo designado *shareholder-oriented*.

Cinco eram as características de convergência global na governança corporativa ao final do século XX que sustentavam a Tese da Convergência de Hansmann e Kraakman (2004b, p. 34). Uma delas era a adoção amplamente difundida de personalidade jurídica para as empresas. Outra era a responsabilidade limitada para sócios e administradores. Também considerava-se como indício de verificação da tese a propriedade acionária compartilhada, com a crescente importância da multiplicidade de investidores para a viabilização dos empreendimentos empresariais. A administração delegada, no modelo de separação de controle e propriedade, era mais uma característica. E, por fim, outra base da Tese da

²¹ Ao levantar os modelos encontrados na literatura revisada, o trabalho foca na governança corporativa que decorre da estrutura de propriedade acionária, mas o conflito de agência também pode surgir de outras relações empresariais, conforme salientado no tópico anterior. Munhoz (2012, pp. 505-507), por exemplo, considera que os controladores das sociedades anônimas brasileiras têm o dever de internalizar os interesses de outras partes atingidas ou relacionadas à atividade empresarial em função da regulação societária nacional e do artigo 170 da Constituição Federal de 1988.

²² Trata-se de trabalho de Hansmann e Kraakman (2004b) intitulado *The end of History for Corporate Law*.

²³ Essa literatura tratou inicialmente de variedades de governança corporativa (ROE, 1993; BEBCHUK; ROE, 2004), a qual foi posteriormente incorporada pela literatura sobre Variedades de Capitalismos, que entrou em ascensão no início da década de 2000 e será abordada adiante neste Capítulo.

Convergência era a ausência de restrições à transferência das quotas de capital detidas por sócios, facilitando-se a saída²⁴ daqueles insatisfeitos com a gestão da empresa, ou que, por qualquer outro motivo, inclusive pela ânsia de obtenção de retorno financeiro, simplesmente desejassem se desfazer da sua propriedade acionária.

Na obra dos autores, essas cinco características de convergência não indicam como os interesses de outras partes, como os empregados, fornecedores e consumidores, serão acomodados nas empresas, e nem como resolver os conflitos entre controladores e minoritários. Há, segundo os autores, discussões sobre alternativas para resolver esses conflitos mas, ao final do século XX, havia consenso no meio acadêmico, no mercado e na elite governamental dos países de economia mais avançada²⁵ de que o controle final da empresa deveria servir aos interesses dos seus acionistas – interessados na maximização de valor das suas ações –, sendo que outros modelos de governança corporativa, que alocavam os interesses de outras partes em algum dos polos do conflito de agência, haviam falhado por motivos decorrentes da lógica, do exemplo e das vantagens comparativas do padrão *shareholder-oriented* (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 35-36).

Diante das pressões competitivas do mundo globalizado, a lógica e a experiência teriam demonstrado que a melhor forma de alcançar bem estar social por meio da empresa seria tornando os administradores monitoráveis pelos acionistas. Segundo o argumento da lógica, os proprietários da empresa são seus demandantes últimos²⁶, pois seus interesses são atendidos – com a distribuição de lucros – apenas depois da satisfação das outras partes interessadas que, por sua vez, são protegidas por contratos – a serem cumpridos independentemente do retorno financeiro gerado pela firma. Assim, o controle empresarial deveria estar voltado aos interesses dos acionistas, sintetizados pela maximização do valor da empresa, já que os interesses das outras partes estão protegidos por contratos, a serem cumpridos antes da distribuição de lucros entre os sócios da firma, então a maximização dos seus retornos necessariamente as beneficia (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 43-45).

²⁴ Far-se-á referência no presente trabalho aos mecanismos que Hirschman (1973, pp. 13-60) classificou como reações (ou consequências) ao declínio de empresas e outros tipos de organização. Há ocasiões em que uma parte interessada utiliza mecanismos de voz para modificar as decisões realizadas em empresas ou organizações com as quais se relaciona, que se traduzem em incentivos para que ela ali permaneça, apesar de não estar obtendo a plena satisfação dos seus interesses naquele determinado momento, exatamente porque pode modificar essa situação. Em outras ocasiões, por outro lado, as partes interessadas utilizam mecanismos de saída quando não têm seus interesses satisfeitos na relação com uma determinada empresa ou organização, ou seja, quando há baixos incentivos para sua permanência.

²⁵ Os autores fazem esta afirmação sem esclarecer, em maiores detalhes, a que meio acadêmico, mercado, elite governamental e jurisdições avançadas se referem (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, p. 35).

²⁶ “Demandantes últimos” é a tradução livre de *residual claimants*, do original.

Além disso, os países que adotavam o modelo de governança corporativa *shareholder-oriented* demonstravam um desempenho superior em relação aos demais (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, p. 46). Esse argumento era fortalecido pela literatura que acabou denominada *Law and Finance*, a qual conclui que, os países que adotavam o regime da *common law* eram mais eficientes na proteção dos interesses dos investidores no mundo empresarial – sendo o desempenho financeiro das empresas com dispersão acionária no mercado de capitais melhor.²⁷

Por fim, o modelo de governança corporativa *shareholder-oriented* teria a vantagem comparativa de ser mais sensível a (i) grandes aportes de capital em curto prazo e (ii) atividades de inovação radical.²⁸ Assim, as empresas que o adotavam conviveriam com as companhias tradicionais já estabelecidas (que atuam de acordo com outros modelos), mas tenderiam a superá-las e não a complementá-las (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 46-47).

Nesse sentido, os modelos alternativos ainda existiriam, mas estariam em franca decadência. O modelo *management-oriented*, por exemplo, que teve grande apelo no meio acadêmico dos Estados Unidos nas décadas de 1960 e 1970, defendia a concessão de ampla discricionariedade a gestores profissionais para decidir sobre os negócios da empresa, já que eles teriam o dever de agir de acordo com seus deveres fiduciários.²⁹ Na análise de Hansmann e Kraakmann (2004b, pp. 36-37), entretanto, a literatura teria concluído posteriormente que conceder muita discricionariedade aos administradores e poucas possibilidades de controle sobre seus atos faria com eles tivessem incentivos para agir em seu próprio proveito, e não no interesse dos acionistas dispersos das companhias abertas norte-americanas.

Já o modelo *labor-oriented*, típico da estrutura de organização societária alemã, que conta com a participação ativa de sindicatos nas decisões empresariais e a presença de

²⁷ O trabalho de La Porta et al. (1998), intitulado *Law and Finance*, conduz à conclusão de que haveria um modelo de arcabouço jurídico superior para proteger os interesses dos investidores, independentemente do contexto político-social dos países analisados. Os autores produziram uma série de estudos, ao final da década de 1990, cujas conclusões de que existe um padrão jurídico superior para proporcionar melhor desempenho do mercado financeiro respaldam a Tese da Convergência (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 2000).

²⁸ O Manual de Oslo (OCDE; EUROSTAT, 2005, p. 17), diz o seguinte “*product innovations involve significant changes in the capabilities of goods or services. Both entirely new goods and services and significant improvements to existing products are included. Process innovations represent significant changes in production and delivery methods*”. Seguindo essa linha, “inovação radical” relaciona-se a produtos ou serviços novos e “inovação incremental” aos produtos ou serviços significativamente melhorados.

²⁹ De acordo com Hansmann e Kraakman (2004b, pp. 36-37), exemplos dos autores que defendiam esse modelo na época seriam Dodd (1932), Berle (1959) e Galbraith (1967).

membros da classe trabalhadora nos órgãos de gestão, estaria em vias de superação, pois a tutela dos interesses desse grupo tenderia a gerar ineficiências para os objetivos de maximização de valor da empresa (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 37-38).

Por sua vez, o modelo *state-oriented*, característico das antigas economias socialistas, já teria sido superado pelas crises fiscais enfrentadas na década de 1980, as quais levaram à mitigação da intervenção estatal na economia naqueles países que adotavam uma organização financeira com forte participação do Estado (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 39-40).

Por fim, os modelos *stakeholder-oriented*³⁰, representados pelo argumento de que os acionistas seriam os demandantes últimos da empresa, tenderiam ao fracasso. Alocar os interesses de partes diferentes no polo representado do conflito de agência levaria, fatalmente, a ineficiências, já que proteger o interesse de mais de uma parte nesse locus de decisão empresarial ocasionaria a proteção de um ao custo de outro (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 40-42).

O modelo *shareholder-oriented* não se adequaria apenas aos contextos empresariais de dispersão acionária, mas também àqueles de concentração. Seu aspecto diferenciador é que o interesse-alvo do problema de agência passa a ser a maximização do valor da empresa. A maior evidência a dar suporte à Tese da Convergência, no entanto, era a de que a propriedade acionária vinha se diversificando no mundo inteiro ao final do século XX³¹, não estando mais restrita a uma pequena camada de ricos cidadãos, com a atuação difundida de fundos de investimento privados pelo mundo e a poupança suficiente da classe trabalhadora para investir em renda variável, passando a alinhar seus interesses aos daqueles que detêm um acionista disperso (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 48-50).

Em resumo, Hansmann e Kraakman (2004b) assumem que havia resistências e até mesmo alternativas de governança corporativa tão eficientes quanto o modelo *shareholder-oriented* se o contexto local fosse colocado em perspectiva, mas sustentaram que a tendência seria de que os grupos de interesse que o preferem se tornassem cada vez mais fortes no mundo globalizado. Essa pode ser considerada a evidência mais forte da Tese da Convergência.

³⁰ Os *stakeholders*, ou “partes interessadas”, em tradução livre, poderiam ser empregados, credores, consumidores, fornecedores ou até mesmo vítimas da má preservação do meio ambiente (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 40-41).

³¹ Os autores incluem nesse movimento os países de economia emergente da América Latina (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b, pp. 48-50).

Em resposta ao movimento pela convergência, levando em conta os aspectos que fariam com que algumas diferenças nas práticas de governança corporativa ao redor do mundo permanecessem, nasce a Tese da Persistência.

Desde o início da década de 1990, Roe (1993) já havia desenvolvido estudo comparado de governança corporativa entre os sistemas jurídicos dos Estados Unidos, Alemanha e Japão, chegando à conclusão de que o modelo norte-americano nutria certas características condizentes com o seu contexto sócio-político, podendo-se afirmar o mesmo em relação ao modelo identificado como nipo-germânico. Um modelo não era descrito como superior ao outro, mas apenas como localmente contextualizado.

No modelo americano, por exemplo, o financiamento empresarial se dá principalmente por meio do mercado de capitais, com investidores pulverizados que não possuem nem participação direta nem influência individual na gestão das empresas. A estrutura de governança corporativa correspondente é baseada em mecanismos de saída. Concedem-se aos administradores incentivos para maximizar o valor da empresa e aos investidores amplas possibilidades de monitoramento e de transferência da sua propriedade acionária. Os investidores, se considerarem que a administração da empresa não atende seus interesses, possuem uma alternativa de saída facilitada pela existência de um mercado de capitais bem desenvolvido.³²

Já no modelo nipo-germânico, o financiamento empresarial não depende do mercado de capitais, sendo baseado em bancos e investidores institucionais, que detêm participações em bloco nas empresas e mantêm relação e influência mais direta na gestão. A estrutura de governança corporativa correspondente é baseada em mecanismos de voz, com a participação ativa de diferentes partes interessadas nos órgãos de administração da empresa. Aqueles insatisfeitos com a gestão empresarial não são incentivados a se desfazer da sua propriedade acionária, mas a influenciar a condução dos negócios da firma para proteger seus interesses.³³

Centrados no argumento da dependência da trajetória³⁴, Bebchuck e Roe (2004, pp. 69-113) ponderam que, em meio a diferentes graus de convergência, há aspectos que sempre serão diferenciadores de certas estruturas de governança corporativa ao redor do mundo,

³² A caracterização do modelo americano foi realizada primeiramente por Roe (1993), mas foi desenvolvida posteriormente por Hall e Soskice (2001) dentro da tipologia de capitalismo designada como Economia de Mercado Liberal. Esse último trabalho foi responsável pela difusão da literatura sobre Variedades de Capitalismos, que será abordada adiante.

³³ Da mesma forma, a caracterização do modelo nipo-germânico foi realizada primeiramente por Roe (1993), mas foi desenvolvida posteriormente por Hall e Soskice (2001) dentro da tipologia de capitalismo designada como Economia de Mercado Coordenada.

³⁴ O argumento da dependência da trajetória tem origem em North (1990, p. 11).

pois os acontecimentos futuros sempre estariam de alguma forma condicionados pelas escolhas realizadas no passado.

Na Tese da Persistência, as alternativas de financiamento empresarial podem ser vistas como escolhas institucionais realizadas em algum momento, sendo moldadas pelos grupos de interesse que foram capazes de se organizar e pela opinião pública que forma a ideologia local (ROE, 1994, pp. 26-49; BEBCHUK; ROE, 2004, pp. 69-113). Nos Estados Unidos, por exemplo, a dispersão acionária das suas companhias listadas em bolsas de valores seria fruto da cultura americana de rejeição ao controle de suas empresas por grandes instituições financeiras. Tratava-se de uma ideologia difundida como opinião pública e implantada no meio político por grupos de interesse – como bancos pequenos e fazendeiros do sul do país, os quais realizavam pressão no congresso americano em função de benefícios privados – amparados pela aceitação pública de uma regulação financeira que gerasse desincentivos à formação de grandes blocos de investidores capazes de exercer o controle ou algum tipo de influência mais profunda nas empresas negociadas no mercado de capitais (BLACK, 1990, pp. 564-566; ROE, 1994, pp. 26-49).

Esse é um argumento de dependência da trajetória que explicaria o nascimento da companhia aberta moderna com propriedade acionária dispersa de Berle e Means (1932) nos Estados Unidos. Longe desse cenário político, ela não seria inevitável, uma vez que as grandes instituições financeiras e os fundos de pensão sempre foram entidades propensas à concentração de capital poupado. Os investidores institucionais nos EUA, assim, poderiam até desejar exercer o papel de acionistas por meio de mecanismos de voz, mas a regulação americana apresentava fortes contra-incentivos a isso, tornando essa alternativa cara para estes atores (ROE, 1994, pp. 26-49).

Bebchuk e Roe (2004, pp. 69-113), por sua vez, elaboraram argumento mais complexo baseado na dependência da trajetória para elucidar o que se designou Tese da Persistência. Para isso, eles analisaram as transformações nos padrões de governança e propriedade acionária em alguns países de economia avançada³⁵, tendo em mente fatores estruturais ou regulatórios.

Estruturalmente, os padrões de propriedade acionária já identificados em um país condicionariam a eficiência daqueles que emergem posteriormente “*because of sunk adaptive costs, complementarities, network externalities, endowment effects, and multiple*

³⁵ Trata-se de alguns países da lista utilizada anteriormente por Roe (1993) e Hall e Soskice (2001), como os Estados Unidos, a Alemanha, o Japão, o Reino Unido e países de economia avançada da Europa Continental (BEBCHUK; ROE, 2004).

optima, which structure is efficient depends partly on the structures with which the company and/or other companies in its environment began” (BEBCHUK; ROE, 2004, p. 112). Da mesma forma, os padrões de propriedade empresarial podem resistir pela possibilidade de captura de privilégios pelos grupos de interesse que obtêm benefícios privados por deter a posição de controle na estrutura posta:

existing ownership structures might have persistence power, even in the face of some inefficiencies, due to internal rent-seeking. Those parties that participate in control under existing structures, as we have shown, might have an incentive and an ability to impede changes that would enhance efficiency but would reduce their private benefits of control (BEBCHUK; ROE, 2004, p. 112).

Já do ponto de vista regulatório, mesmo se o processo político de elaboração da regulação financeira de um país levasse em consideração aspectos de eficiência, considera-se que esse objetivo somente poderia se cumprir se os formuladores de política e legisladores levassem em consideração as alternativas de financiamento empresarial que marcam a organização financeira local. O argumento defendido nesse ponto é que a eficiência das regras jurídicas dependem da sua adaptação ao contexto político-social em que foram elaboradas (BEBCHUK; ROE, 2004, pp. 93-109).

Além disso, a regulação de um país também é fortemente influenciada pelos grupos de interesse que se formam diante das estruturas de propriedade e controle postas:

[A] country's initial pattern of corporate ownership structures influences the power that various interest groups will have in the political process that produces corporate rules. Thus, initial ownership structures that gave control to a certain group of corporate players (say, professional managers or controlling shareholders) would increase the likelihood that the country would have subsequently the rules favored by this group of players (BEBCHUK; ROE, 2004, p. 112).³⁶

Bebchuk e Roe (2004, pp. 69-113) concluem que padrões divergentes de governança corporativa persistem em países avançados e provavelmente continuarão a existir por circunstâncias de dependência da trajetória. E essa divergência nos padrões interpaíses pode ser decorrente de escolhas eficientes ou não.

Em resumo, se considerada a dependência da trajetória, que consiste nos aspectos políticos e sociais da organização financeira que marcam os diferentes países existentes,

³⁶ Essa ideia defendida por Bebchuk e Roe (2004, pp. 69-113) é inspirada em Olson (1982, pp. 17-35), que desenvolveu primeiro o argumento de que os grupos de interesse estabelecidos em um país dificultam reformas institucionais que não sejam coerentes com seus interesses. No que diz respeito especificamente ao Brasil, o trabalho de Pargendler (2012a, pp. 805-850) indica que as reformas da legislação societária brasileira desde a época colonial, passando pela instituição do primeiro Código Comercial em 1850 e as demais transformações regulatórias que ocorreram até o início do século XX, foram fortemente influenciadas pelos interesses das elites do setor agrícola e dos setores industriais já estabelecidos no país até então, cujos representantes ocupavam diretamente cargos políticos ou eram bem conectados ao governo.

pode-se concluir que divergências nos padrões de governança corporativa ao redor do mundo continuarão a existir.

A persistência de padrões divergentes, por sua vez, pode ocorrer porque a maximização do valor da empresa depende das escolhas institucionais de alternativas de financiamento já realizadas em determinado local, dependendo a eficiência empresarial das estruturas de propriedade já existentes (HANSMANN; KRAAKMAN, 2004b; BEBCHUK; ROE, 2004).³⁷ Por outro lado, pode ocorrer também porque os grupos de interesse localizados nos polos representante e representado do conflito de agência possuem outros interesses a proteger além da maximização do valor da propriedade acionária – em decorrência dos privilégios que suas posições nas estruturas postas proporcionam (BEBCHUK; ROE, 2004; ROE, 1994). Não se desconsidera, ainda, que as preferências sociais atribuídas pela opinião pública local à atividade empresarial possam moldar as escolhas institucionais no nível da elaboração legislativa e das políticas públicas (ROE, 1994).

Nesse sentido, tem-se que distintas alternativas de financiamento empresarial foram preferidas em diferentes países, como a ampla captação de acionistas dispersos nos Estados Unidos (ROE, 1993; 1994) e o investimento por grandes blocos de propriedade acionária na Alemanha e no Japão – capazes de exercer influência concreta na condução das empresas locais, fosse pela participação direta de famílias e instituições financeiras, fosse pela administração concentrada por essas últimas de carteiras de acionistas (ROE, 1993).

Essas alternativas de financiamento moldaram a estrutura de propriedade das empresas daqueles países e condicionaram seus padrões de governança corporativa, quer o interesse-alvo dos problemas de agência ali enfrentados na prática fosse a maximização de valor da propriedade acionária ou não. Tratam-se de escolhas políticas dependentes do contexto social, assim como a organização jurídica que delas decorre.³⁸

3.2 Variedades de Capitalismos

³⁷ Kubler (2012, p. 610), por exemplo, compartilha esta conclusão: *“once the systems are established they become path dependent as fundamental changes would involve enormous costs which might allow equivalent benefits only over a long time; there are sound economic reasons to stay with the status quo”*.

³⁸ Essa inferência pode ser extraída também de Schapiro (2010a, pp. 18-57), que apontou a tese das alternativas institucionais – baseada nas variedades de governança corporativa e de regulação do sistema financeiro decorrentes de aspectos de dependência da trajetória – como um contraponto ao argumento da tradição teórica do *Law and Finance* de que haveria um modelo jurídico superior para o desenvolvimento do mercado de capitais e do sistema financeiro em geral. Conclusão semelhante sobre a Tese da Convergência e a Tese da Persistência, bem como a circunstância de que particularidades de governança corporativa podem permanecer em função do contexto podem ser encontradas em Pargendler (2014b, pp. 18-19).

Apesar da Tese da Convergência, parece claro que o conflito de agência pode abarcar outros interesses-alvo além da maximização de valor da propriedade acionária, e mesmo o alcance desse objetivo pode depender dos padrões de organização econômica empresarial já existentes. Assim, da mesma forma que floresceram diferentes padrões de financiamento em localidades diversas, também se observou conflitos de agência específicos e correspondentes regras de governança corporativa em ambientes diversos.

O trabalho de Hall e Soskice (2001, pp. 1-68) pode ser visto como o marco inicial da literatura sobre Variedades de Capitalismos, na qual a diversidade de padrões de governança corporativa é apenas um tópico. De fato, tais autores analisaram o que na década de 1990 ficou conhecido como modelos americano³⁹ e nipo-germânico de governança corporativa dentro de perspectiva de economia política mais abrangente, o que culminou na elaboração dos tipos ideais da Economia de Mercado Liberal, dentro da qual se encontra o modelo americano de governança corporativa, e da Economia de Mercado Coordenada, que, em contrapartida, tem o modelo nipo-germânico como correspondente.

Ocorre que Hall e Soskice (2001), da mesma forma que Roe (1993), Bebchuk e Roe (2004) ao elaborar a divergência de modelos de governança corporativa, levam em consideração aspectos diferenciadores das economias apenas de países desenvolvidos.⁴⁰

Um quadro mais completo das Variedades de Capitalismos, ao menos em se tratando da América Latina, é trazido por Schneider (2008a; 2008b; 2009), que organizou tipologia baseada em princípios de alocação econômica encontrados na organização interna das maiores empresas de cada tipo ideal de capitalismo. Seu trabalho não necessariamente nega a tipologia dual de Hall e Soskice (2001, pp. 1-68) ou outras que já tenham sido organizadas no âmbito dessa literatura, mas insere um padrão institucional aplicável a países em desenvolvimento da América Latina como um tipo ideal em si, e não apenas como um modelo híbrido ou em convergência com os demais. Para Schneider (2009, pp. 553-575), as

³⁹ O modelo americano também é conhecido por anglo-saxão, como em Lethbridge (1997) e Siffert Filho e Silva (1999), por exemplo.

⁴⁰ Roe (1993) analisa as semelhanças e diferenças entre as estruturas de governança corporativa nos Estados Unidos, Alemanha e Japão como forma de realizar uma exploração inicial do tema. Já Hall e Soskice (2001, p. 2) justificam expressamente a escolha da seguinte maneira: “*we concentrate here on economies at relatively high levels of development because we know them best and think the framework applies well to many problems there. However, the basic approach should also have relevance for understanding developing economies as well*”. Por fim, Bebchuk e Roe (2004, p. 74) põem o foco apenas em economias avançadas porque “*when two countries are at sharply differing levels of economic development, there would clearly be reasons other than path dependence for their ownership patterns to differ. We focus therefore on the advanced economies because their similar stage of economic development enables us to concentrate on path dependence*”.

bases institucionais que a literatura tradicional em Variedades de Capitalismos utiliza para identificar tipos de economias de mercado em países desenvolvidos são igualmente válidas para avaliar as economias da América Latina e apontar um outro tipo de capitalismo que ainda não aparecia nesse campo teórico, qual seja, o das Economias de Mercado Hierárquicas.

Sua tipologia partiu de quatro princípios de alocação econômica diferentes: o mercado, a negociação, a confiança e a hierarquia (SCHNEIDER, 2008a, pp. 3-4). Os quatro tipos ideais de capitalismos foram, então, denominados respectivamente Economia de Mercado Liberal, Economia de Mercado Coordenada, Economia de Mercado em Rede e Economia de Mercado Hierárquica.⁴¹ Utilizou-se uma metodologia dedutiva para encontrar elementos diferenciadores de economias diversas a partir da interação da organização interna das suas maiores empresas e o ambiente sócio-político em que se situam.

Nas palavras de Schneider (2008a, pp. 3-4),

My more deductive point of departure is that capitalist systems – defined by the predominance of mostly free markets and private property – accommodate a limited number of alternative mechanisms for allocating resources, especially the gains from investment, production, and exchange. These mechanisms are markets, negotiation, trust, and hierarchy, and correspond in systemic terms to, respectively, liberal market economies (LMEs), coordinated market economies (CMEs), network market economies (NMEs), and hierarchical market economies (HMEs). My typology takes a firm's eye view on comparative political economy and focuses primarily on the internal organization of large private firms and their relations with their political and economic environments.

A Economia de Mercado Liberal (em denominação e conteúdo convergentes com os atribuídos por Hall e Soskice (2001, pp. 1-68), baseada no princípio de alocação econômica pelo mercado, é caracterizada por (i) interações de troca pontuais entre as partes interessadas das empresas, (ii) relações de mercado de curta duração, (iii) estrutura de propriedade acionária dispersa, (iv) controle societário gerencial, (v) ambientes altamente competitivos intra-setores e (vi) pouco relacionamento entre setores.

Não é comum o investimento do empregador nas habilidades que necessita de seus empregados nesse tipo de economia, terminando o empregado por investir em uma formação de ponta, embora generalista, para posteriormente negociar no mercado as habilidades adquiridas. A sujeição dessa formação generalista de ponta dos empregados a um ambiente de alta competitividade acaba por gerar uma complementaridade positiva para a formação de *start ups* voltadas à inovação radical (SCHNEIDER, 2008a, pp. 6-19).

⁴¹ Tratam-se de traduções livres de *liberal market economies (LMEs)*, *coordinated market economies (CMEs)*, *network market economies (NMEs)*, and *hierarchical market economies (HMEs)*, do original.

O padrão de governança corporativa aqui encontrado equivale àquele anteriormente descrito como modelo americano, cujo conflito de agência tem como interesse-alvo a maximização de valor da propriedade acionária, dialogando com o padrão *shareholder-oriented* de governança corporativa (VITOLS, 2001, pp. 337-360).

Já as Economias de Mercado Coordenadas, em denominação e conteúdo parcialmente convergentes com aqueles definidos por Hall e Soskice (2001), são baseadas no princípio de alocação econômica pela negociação, e caracterizadas por (i) um ambiente de interação institucionalizado para trocas entre as partes interessadas das empresas, (ii) relações negociais duradouras, (iii) estrutura de propriedade acionária em grandes blocos, (iv) controle societário detido por grupos empresariais e bancos, e (v) associações empresariais intra-setor e entre setores.

Há demanda por mão-de-obra de ponta e especializada por setor nessas economias, cuja especialização costuma ser financiada pelo empregador – que almeja manter relações de longo prazo com seus empregados, participantes ativos nas deliberações das empresas para proteção dos seus interesses. A seguridade social costuma oferecer benefícios em caso de eventual desemprego, o que deixa os trabalhadores confortáveis para especializar-se em habilidades setoriais e esperar pelas oportunidades de emprego mais adequadas. Esses padrões de organização empresarial e relações de trabalho acabam nutrindo uma complementaridade positiva voltada à produção industrial intensiva e à inovação incremental (SCHNEIDER, 2008a, pp. 6-19).

O padrão de governança corporativa aqui encontrado equivale àquele anteriormente descrito como o modelo nipo-germânico, cujo conflito de agência tem como interesse-alvo proporcionar um ambiente de ampla negociação entre as diferentes partes interessadas, como investidores, administradores, trabalhadores e fornecedores, dialogando com o padrão *stakeholder-oriented* de governança corporativa (VITOLS, 2001, pp. 337-360).

As Economias de Mercado em Rede são uma sub-variedade do tipo ideal que Hall e Soskice (2001, pp. 1-68) designaram como Economia de Mercado Coordenada, que se diferenciam mais nos níveis e estruturas de institucionalização de suas interações do que nos efeitos gerados por suas complementaridades. Aqui, o princípio de alocação econômica não é a negociação, mas a confiança. As partes interessadas das empresas mantêm trocas reiteradas pouco formalizadas, baseadas puramente na confiança. As relações negociais também são de longa duração, a estrutura de propriedade acionária se dá em grandes blocos, com participações cruzadas, o controle empresarial é exercido por grupos informais e as empresas mantêm laços e conexões informais tanto intra quanto entre setores.

Também há demanda por mão-de-obra especializada por setor, assim como financiamento de tais habilidades pelo empregador – com a expectativa de empregos estáveis pelos trabalhadores especializados, os quais também possuem influência gerencial nas empresas a fim de proteger seus interesses. Assim como nas Economias de Mercado Coordenadas, esses padrões de organização empresarial e relações de trabalho nutrem uma complementaridade positiva, que tem por efeito a produção industrial intensiva e a inovação incremental (SCHNEIDER, 2008a, pp. 6-19).

O padrão de governança corporativa aqui encontrado também equivale àquele anteriormente descrito como nipo-germânico, cujo conflito de agência tem como interesse-alvo proporcionar um ambiente de ampla negociação entre as diferentes partes interessadas – como investidores, administradores, trabalhadores e fornecedores –, dialogando com o modelo *stakeholder-oriented* de governança corporativa (VITOLS, 2001, pp. 337-360).

As características desses três tipos ideais já haviam sido de certa forma apresentadas pela literatura de Variedades de Capitalismos em Hall e Soskice (2001, pp. 1-68), mesmo que dentro de uma tipologia dual. A contribuição do trabalho de Schneider (2008a, pp. 19-27; 2009, pp. 552-575) que mais interessa, então, é a apresentação da Economia de Mercado Hierárquica como um tipo ideal em si – característico de economias em desenvolvimento da América Latina e complementar por suas próprias especificidades.

As Economias de Mercado Hierárquicas são baseadas no princípio de alocação econômica por hierarquia. Nesse caso, as interações de partes interessadas se dão por comando nas empresas, sendo as relações de duração variável, a depender dos interesses que movem o agente que dita as diretivas.

A estrutura de propriedade acionária é constituída preponderantemente por grandes blocos de participações, geralmente detidos por famílias. O controle societário é exercido ou por grupos empresariais, que detêm um membro hierarquicamente superior, ou por multinacionais, nas quais o comando é desempenhado pelo controlador estrangeiro.

Os setores da economia são marcados por oligopólios⁴² e o relacionamento entre setores é pequeno, tendo em vista que os grupos empresariais costumam realizar uma integração vertical voltada a internalizar a cadeia de fornecimento.⁴³

⁴² Segundo a noção extraída de Schneider (2008a) e a ampla utilização em textos econômicos, um oligopólio pode ser entendido como o fenômeno pelo qual grupos restritos de empresas politicamente influentes dominam os mercados.

⁴³ Nesse sentido, Leff (1968) argumenta que as empresas brasileiras tradicionalmente internalizam o mercado de capitais ao se organizarem em grupos econômicos – em convergência com a ideia de Teubner (1993, pp. 41-60) de que a organização societária em redes hierárquicas de empresas pode levar à economia de custos

As relações de trabalho são problemáticas nesse tipo de economia. Não há interação ou influência entre empregadores e empregados e os sindicatos possuem atuação fraca. A mão-de-obra é preponderantemente desqualificada, com poucas habilidades. Os empregadores, por seu turno, não costumam investir na qualificação dos empregados, mantendo relações trabalhistas instáveis e de curta duração, o que perpetua o nível baixo de habilidades detidas pelos trabalhadores.

Esse modelo de relação laboral leva à especialização dos grandes grupos empresariais domésticos em setores de baixa tecnologia, como o mercado de *commodities*. As multinacionais, por sua vez, procuram se instalar no país que oferece as habilidades que lhes servem, sendo-lhes mais vantajoso sair de uma economia do que investir nela se o cenário ali encontrado não for favorável aos seus negócios.

Schneider (2008a, pp. 19-31; 2009, pp. 553-575) considera as complementaridades das Economias de Mercado Hierárquicas negativas por múltiplas razões. Em primeiro lugar, o padrão das relações de trabalho não incentiva o investimento em capital humano e tem como efeito a especialização das empresas domésticas em setores de baixa tecnologia, os quais se mostram menos competitivos que aqueles costumeiramente desenvolvidos nos demais tipos de economia. Além disso, se os grandes grupos empresariais não chegam a internalizar verticalmente toda a cadeia de produção, costumam deixar os pequenos fornecedores dependentes na estrutura de oligopólio, o que gera um mercado interno pouco sensível à concorrência e ao desenvolvimento de empreendimentos em novos setores. Mesmo nas economias latino-americanas que apresentam um maior grau de associação entre empresas, tal interação estaria mais voltada a resolver questões de incentivos públicos e inserção política do que problemas de coordenação na cadeia de produção – o que seria a prioridade nas Economias de Mercado Coordenadas.

O padrão de propriedade empresarial encontrado nas Economias de Mercado Hierárquicas é baseado na concentração acionária – inclusive no mercado de capitais, que costuma ser pouco desenvolvido –, e no controle não profissional exercido por famílias que, por tradicionalmente atuarem no ambiente econômico em que estão inseridas, possuem bastante influência política local, tendo pleno acesso ao capital, à informação, ao processo legislativo e ao processo de formulação de políticas. A intervenção do Estado na economia dos países latino-americanos seria ainda um fator de aprofundamento da sua estrutura oligárquica (SCHNEIDER, 2008a, pp. 19-27; 2008b, pp. 379-397; 2009, pp. 553-575).

de transação de forma ilegítima, já que gera prejuízo a outros agentes que atuam no mesmo mercado sem se inserir nos grupos empresariais.

Exemplos de Economias de Mercado Hierárquicas seriam principalmente as do Brasil, Argentina, Chile, Colômbia e México (SCHNEIDER, 2008a, pp. 19-27, 2008b, pp. 379-397; 2009, pp. 553-575).

Em regra, não chegaria sequer a haver conflito de agência nesse modelo de propriedade empresarial, pois, na sua formulação ideal, tendo em mente uma empresa sem captação de acionistas minoritários fora do núcleo familiar ou estrangeiro controlador, a separação entre propriedade acionária e controle não ocorre.

Em estudo empírico realizado em 1987, Eizirik (1987, p. 103) constatou que a separação entre propriedade e controle na grande empresa de capital aberto realmente não se dava no caso brasileiro. A partir de dados compilados pela CVM em 1985, o autor descobriu que, entre as 456 maiores companhias do mercado de capitais brasileiro, o percentual médio de propriedade acionária dos controladores era de 69,8% do capital com direito a voto. Apontando outros aspectos característicos da concentração de poder no comando das empresas brasileiras em trabalho mais recente, Pargendler (2013, p. 100) explica que

a típica sociedade anônima brasileira do século XX caracterizava-se por um controle muito concentrado nas mãos de famílias proprietárias ou do Estado; uma separação entre direitos de participação econômica e de voto, por meio do uso de ações preferenciais sem direito a voto ou estruturas piramidais; e uma valorização muito baixa dos direitos dos minoritários.⁴⁴

Acrescente-se a isso a circunstância de que a maioria das empresas brasileiras adota não o modelo de sociedade anônima, mas o tipo societário da sociedade limitada, cuja regulação não guarda relação com a possibilidade de separação entre propriedade e controle.⁴⁵ De acordo com estatística liberada pelo então Departamento Nacional de Registro do Comércio (DNRC) em 2002, consideradas todas as sociedades registradas nas Juntas Comerciais brasileiras de 1986 até aquele ano, aproximadamente 99% delas adotava o tipo societário limitada (FINKELSTEIN, 2014, p. 4). Dado mais recente, embora extra-oficial, divulgado pelo Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT), indica que

⁴⁴ Pargendler (2013, p. 174) explica que o governo brasileiro forçou a desvalorização da moeda nacional no período da I Guerra Mundial para diminuir os prejuízos da elite cafeeira, o que teve o efeito colateral de impulsionar a indústria local diante do aumento dos preços dos produtos estrangeiros. Como consequência disso, o mercado de capitais teria se atrofiado e a propriedade acionária se tornado mais concentrada a partir desse período. Mas o controle acionário concentrado nem sempre teria sido uma realidade no Brasil. De acordo com a autora, em um outro trabalho, “as cláusulas estatutárias exigidas pelo Conselho de Estado quanto ao mecanismo de voto acionário dificultavam e até mesmo impediam que as companhias oitocentistas tivessem um acionista controlador”, realidade que foi se modificando a partir de 1882, quando a legislação societária brasileira extinguiu a necessidade de autorização governamental prévia para o funcionamento da maioria das sociedades anônimas (PARGENDLER, 2012b, p. 874).

⁴⁵ A regulação da sociedade limitada no Brasil se dá no âmbito do Código Civil de 2002 e da regulamentação do atual Departamento de Registro Empresarial e Integração (DREI). De acordo com a lei aplicável, um sócio pode chegar a ser excluído pelos demais mediante previsão do contrato social se estes concluírem que há um motivo justo.

94% das sociedades empresárias registradas no Brasil e ativas em 2012 ainda adotavam a estrutura da sociedade limitada.⁴⁶

Em pesquisa que investigou os proprietários de uma parcela estatisticamente relevante das sociedades limitadas do Estado de São Paulo⁴⁷, Mattos Filho et. al (2014, pp. 1-6) encontraram que 46,8% das empresas levantadas tinham um sócio identificável com controle estável enquanto as outras, 44,91% do total, eram formadas apenas por dois sócios com participações idênticas, indicando que juntos exercem o controle, pela divisão equânime do investimento e as características regulatórias que marcam esse tipo societário no Brasil. Além disso, 98,34% dessas sociedades eram administradas pelos próprios sócios.

São fortes, assim, os indícios de que a maioria das empresas brasileiras adota uma governança corporativa concentrada. Isso ocorre porque a estruturação societária correspondente pode até estabelecer processos de tomada de decisão e monitoramento sofisticados entre os sócios controladores, mas dificilmente se observará um conflito de interesses entre aqueles que seriam considerados controladores e investidores minoritários, ou entre investidores e administradores profissionais. Afinal, a impossibilidade de negociação pública impede que venha a haver uma pulverização de sócios sem um alinhamento de interesses prévio. A governança corporativa comum para as sociedades limitadas – e, conseqüentemente, para a maioria das empresas brasileiras – pode então ser considerada concentrada porque a propriedade delas tende a ser completamente reunida nas mãos de um grupo coeso, isto é, com interesses alinhados previamente.⁴⁸

Schapiro (2010a, p. 216) menciona que as companhias inovadoras financiadas pelo BNDES mediante política de apoio a pequenas e médias empresas de tecnologia apresentavam forte déficit gerencial e de governança para o ingresso de um investidor externo, o que a BNDESPAR procurava resolver com seu apoio financeiro. Mas essa

⁴⁶ O IBPT é uma entidade privada criada em 1992 para desenvolver sistemas de economia legal de impostos, divulgação científica do tema, estudos de informações técnicas para a apuração e comparação da carga tributária individual e dos diversos setores da economia, bem como análise dos dados oficiais sobre os tributos cobrados no Brasil. Para isso, o instituto compila estatísticas sobre os tipos jurídicos adotados por sociedades empresárias no país. Tais informações estão disponíveis em: <<http://sites.ibpt.org.br/wp-content/themes/bluediamond/estudos/censo-das-empresas-e-entidades-publicas-e-privadas-brasileiras-1.pdf>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

⁴⁷ O relatório da pesquisa mencionado não especifica exatamente quantas sociedades limitadas foram investigadas, esclarecendo apenas que foram consideradas as empresas ativas constituídas entre 10 de janeiro de 1993 e 10 de janeiro de 2012, com matriz ou filial na Junta Comercial do Estado de São Paulo. As variáveis observadas no levantamento de dados foram o número de sócios de cada sociedade, o status de tais sócios como administrador ou não, as alterações de contrato social e a distribuição do capital social entre os sócios de cada sociedade.

⁴⁸ Normalmente aplica-se às sociedades limitadas brasileiras princípio conhecido na literatura jurídica como *affectio societatis*, pelo qual é esperado dos sócios que tenham postura ativa de cooperação para a condução da empresa, bem como comunhão prévia de interesses com os demais donos no ingresso na sociedade (FRANCO, 2009, p. 185).

provavelmente é uma realidade mais geral às sociedades anônimas brasileiras. De maneira coerente com os dados encontrados por Mattos Filho et. al (2014, pp. 1-6), Patricia Pelini (informação verbal, 2014) esclarece que sem a presença anterior da BNDESPAR ou de um fundo de investimento em capital de risco quando da solicitação de abertura de capital, as sociedades anônimas nacionais mostram resistência em aderir à estrutura de governança corporativa exigida para companhias abertas no Brasil, mesmo quando já maduras e voltadas ao investimento de acionistas externos.

Mesmo nas companhias fechadas brasileiras, então, a governança corporativa característica seria concentrada. Ou seja, sem a presença de um minoritário como investidor, com interesses específicos dissociáveis daqueles atribuíveis aos controladores, e exercício pleno do poder de controle pelos sócios que o detêm.

Mas as Variedades de Capitalismos não deixam de ser uma descrição apenas de tipos ideais. Em trabalho recente, Pargendler (2014b, pp. 3-5) aponta para o surgimento de literatura sobre governança corporativa focada em países em desenvolvimento, mas ressalta que esse traço – do subdesenvolvimento – não parece ser suficiente para que se observe o alcance de um padrão – diante das especificidades históricas, políticas, econômicas e culturais de cada lugar. O conjunto de países subdesenvolvidos em emergência apresentaria ainda mais particularidades entre si do que aqueles de economia mais avançada que costumam ser estudados na tradição das Variedades de Capitalismos.

Emerging markets are arguably even more diverse than developed economies, even though the latter's corporate governance systems are seldom grouped and studied as a unitary category. Indeed, countries such as Brazil, Russia, India, China, South Korea, and Turkey – to list only a few prominent examples – have deeply diverse histories, political systems, legal regimes, and economic structures. It should therefore come as no surprise that their corporate governance practices, too, look significantly different. Consequently, most sweeping generalizations about corporate governance in emerging markets – even if illuminating at a high level of abstraction – are unlikely to provide an accurate depiction of individual countries' realities (PARGENDLER, 2014b, p. 4).

E apesar de ser possível encontrar padrões dominantes em vários lugares, pode-se também observar uma diversidade de fontes de financiamento em um mesmo país.⁴⁹ Os Estados Unidos, por exemplo, costuma ser identificado como uma Economia de Mercado Liberal, possuindo um padrão de propriedade empresarial dispersa nas companhias abertas, controle gerencial, um mercado de capitais bem desenvolvido e mecanismos de saída como veículos jurídicos de governança corporativa. Mas, ainda assim, não deixa de ser uma

⁴⁹ Pelo menos estes seis países não demonstram afinidade preponderante com qualquer dos tipos ideais encontrados na análise de Hall e Soskice (2001, pp. 1-68): França, Itália, Espanha, Portugal, Grécia e Turquia.

realidade a circunstância de existirem empresas com capital concentrado naquele país⁵⁰ e acionistas minoritários que, com blocos mais significativos de propriedade acionária, buscam exercer influência societária nas empresas em que investem mediante mecanismos de voz.⁵¹

Assim, pode-se concluir que a função protetiva típica da Economia de Mercado Liberal tende a conviver com a função coordenadora característica das Economias de Mercado Coordenadas e em Rede nas regras de governança corporativa aplicadas individualmente a cada associação empresarial⁵², consoante os diferentes conflitos de interesses que forem eventualmente identificados.

Tanto é que nos próprios países em desenvolvimento há uma tendência de adequação a padrões internacionalmente aceitos de governança corporativa focados na abertura de capital. Tais boas práticas giram em torno principalmente do monitoramento dos administradores – preocupação típica das Economias de Mercado Liberais – e das possibilidades de participação ativa dos acionistas nas decisões da companhia – questão que está voltada à acomodação de interesses dos investidores das Economias de Mercado Coordenadas e em Rede.⁵³

No Brasil, então, por mais que seja coerente assumir a concentração da propriedade nas mãos de empresas multinacionais e famílias politicamente influentes como uma característica marcante do ambiente empresarial nacional⁵⁴, é preciso pontuar a forte coexistência, na estrutura de propriedade acionária das maiores empresas brasileiras no

⁵⁰ Ao teorizar sobre o problema do valor idiossincrático do controle societário, Goshen e Hamdani (2013) expõem dados que demonstram não ser a concentração acionária uma realidade rara nos Estados Unidos, especialmente fora do mercado de capitais. Da mesma forma, Black (1990, pp. 521-526) relata que a constatação da dispersão acionária é apenas parcialmente verdadeira ao falar sobre ativismo acionário nos Estados Unidos.

⁵¹ Trata-se de fenômeno conhecido como ativismo acionário (*shareholder activism*) na literatura norte-americana (BLACK, 1990, 1998; ROMANO, 2001; BAINBRIDGE, 2005), que consiste na ação de investidores institucionais, raramente indivíduos, que levam ou ameaçam propor modificações substanciais à assembleia anual de acionistas e procuram influenciar mudanças na estratégia de gestão empresarial.

⁵² Milhaupt e Pistor (2008, pp. 6-7) classificam diferentes padrões de governança corporativa em torno da sua função ou predominantemente protetora de direitos de propriedade ou coordenadora de interesses divergentes.

⁵³ Pargendler (2014b, pp. 3-5) aponta para um grau de adequação dos países em desenvolvimento emergentes – especialmente Brasil, Rússia, Índia e China – os BRICs – a regras internacionalmente aceitas como boas práticas de governança corporativa em um passado recente. Tais países são designados como “em desenvolvimento” e “emergentes”, pois, apesar de atrasados em relação a outras economias, têm apresentado desempenho competitivo a nível global. Tais boas práticas de governança corporativa girariam em torno principalmente do monitoramento dos administradores e das possibilidades de participação ativa dos acionistas nas decisões da companhia, foco da obsessão recente da literatura e dos formuladores de política em torno da governança corporativa (PARGENDLER, 2014a, p. 9).

⁵⁴ Além de Schneider (2008a, 2008b), Lazzarini (2011, pp. 17-40) descreve a presença das multinacionais como uma realidade importante no ambiente empresarial brasileiro pós-privatizações.

cenário pós-privatizações, entre esse tipo de proprietário e a União Federal, o BNDES e fundos de pensão de funcionários públicos da União (LAZZARINI, 2011, pp. 17-40).

De fato, Schneider (2008a, p. 3; 2009, pp. 553-575) não refletiu profundamente sobre o grau de participação do Estado para caracterizar a Economia de Mercado Hierárquica. Na verdade, o autor considerou apenas que, para um modelo ter a qualidade de economia de mercado, ele deveria consistir em propriedade e ganhos privados de maneira significativa, tratando a maior ou menor participação do Estado na economia como uma característica que poderia estar presente em qualquer um dos seus quatro tipos ideais.⁵⁵ Além disso, o autor considerou que a presença mais ativa do Estado tenderia a perpetuar as complementaridades negativas das Economias de Mercado Hierárquicas:

The state is the main external institution that historically reinforced the core features of HMEs as it regulated markets for capital, labour and technology. States invited MNCs into their countries and regulated the terms of their entry. States encouraged and shaped, directly or indirectly, patterns of diversification in business groups. States, especially after the 1930s, intervened deeply in labour markets and initial worker training, and at the same time provided (low-quality) public education. Pervasive state intervention, especially in the twentieth century, both aggravated uncertainty and made the state the primary intermediary for labour. Restrictions on labour markets were extensive and have resembled CMEs in some dimensions, especially employment protections. However, in Latin America weak enforcement and informal employment undermined these protections. Moreover, the long history of deep state intervention may have 'crowded out', or inhibited the emergence of, other kinds of non-state, non-market institutions common in CMEs like lifetime employment or stronger unions and employers' associations. In general, states in Latin America have been supportive enablers of the core features of HMEs (SCHNEIDER, 2009, p. 570).

⁵⁵ A produção acadêmica está longe de chegar a um consenso sobre o que seria “capitalismo”. Na realidade, o que se observa é um esforço de cada tradição teórica em definir certos limites conceituais de um ponto de vista metodológico. Hall e Soskice (2001, pp. 1-6), por exemplo, afirmam dialogar com três campos de conhecimento de “capitalismo comparado” diferentes da Ciência Política, quais sejam, a abordagem da modernização (“*modernization approach*”), a abordagem do neocorporativismo (“*neo-corporatism approach*”) e a abordagem dos sistemas sociais de produção (“*social systems of production approach*”). Mas foram os próprios Hall e Soskice (2001, pp. 1-6) que qualificaram a literatura dessas tradições por eles revisadas como de capitalismo comparado, sem problematizar em que consistiria a noção de capitalismo para cada uma delas. No seu trabalho, os autores delimitam que a sua abordagem é baseada na empresa como ator central de uma economia capitalista: “*this is a firm-centered political economy that regards firms as the crucial actors in a capitalist economy. They are the key agents of adjustment in the face of technological change and international competition whose activities aggregate into overall levels of economic performance*” (HALL; SOSKICE, 2001, p. 6). Schneider (2008a, p. 3), por sua vez, inspirou-se em Hall e Soskice (2001) para delimitar o seu próprio conceito de “economia de mercado” – sinônimo de capitalismo, no caso –, com a ressalva de que, especialmente em relação à América Latina, o Estado pode ser um ator muito central na atividade empresarial. Para uma reflexão crítica sobre a não problematização da noção de capitalismo na produção acadêmica sobre Variedades de Capitalismos, ver Fred Block (2012a, pp. 269-291; 2012b, pp. 323-334). Esse autor argumenta que uma definição precisa de capitalismo não foi empreendida nem por autores mais clássicos, como Marx e Weber, e que a noção de “sociedade de mercado”, atribuída a Polanyi, seria um bom ponto de partida para fazer com que as diferentes abordagens de capitalismo comparado dialoguem entre si, inclusive para proporcionar uma inserção mais horizontal das características diferenciadoras de economias que se mostram mais oligárquicas na sua estrutura.

Mas avaliar a influência do Estado sobre a economia brasileira envolve maiores complexidades. Lazzarini (2011, pp. 17-40) indica ser o Estado, diretamente – por meio da União Federal e do BNDES⁵⁶ –, ou mais indiretamente – por meio de fundos de pensão de funcionários públicos da União⁵⁷ –, ator importante como investidor nas maiores companhias brasileiras, via participação societária. Mas compreende-se que, embora esses diferentes agentes realmente tenham ligação com o Estado brasileiro, eles não necessariamente formam um bloco monolítico de interesses, seja entre si, seja para com os grupos empresariais familiares e/ou multinacionais que dominam a economia nacional. Assim, conflitos de agência podem vir a se desenvolver devido às eventuais diversidades de interesses, bem como devido à sua alocação como investidor – com a mera detenção de propriedade acionária – ou controlador, nos polos da relação representante-representado.

Nesse sentido, Musacchio e Lazzarini (2012, pp. 1-63) fazem referência não apenas à sobrevivência de um capitalismo de Estado⁵⁸, mas à emergência de uma Variedade de Capitalismos de Estado.

Fala-se em Capitalismo de Estado como *“the widespread influence of the government in the economy, either by owning majority or minority equity positions in*

⁵⁶ O BNDES é uma empresa pública, de propriedade exclusiva da União Federal, nos termos do art. 1º do seu Estatuto.

⁵⁷ Nos termos do artigo 202 da Constituição Federal brasileira de 1988, os fundos de pensão são entidades participantes do regime privado de previdência complementar, financiados pela constituição de reservas dos seus beneficiários e pelos empregadores desses, seus patrocinadores, cuja adesão é facultativa, tendo caráter complementar aos benefícios concedidos pela previdência geral pública. Os beneficiários podem ser funcionários públicos da administração direta ou indireta, incidindo nesse caso a regulação da Lei Complementar nº 108/2001, ou empregados do setor privado, cujas regras são ditadas pela Lei Complementar nº 109/2001. Ao constatar que os fundos de pensão patrocinados por entes públicos são, há anos, aqueles que mais investem em renda variável no país e, atualmente, podem ser considerados os atores mais centrais nas redes corporativas formadas pelas maiores empresas nacionais – tendo sido peça-chave nas privatizações –, Lazzarini (2011, pp. 27-40) pondera que essas entidades estão, em alguma medida, submetidas à influência política do Executivo: “A diretoria desses fundos é, em geral, composta por representantes eleitos dos funcionários (contribuintes) e executivos indicados pelas empresas patrocinadoras (estatais). Como o alto escalão das estatais normalmente envolve ‘pessoas de confiança’ (leia-se: integrantes da coalizão política reinante), o canal de influência do governo sobre os fundos é facilmente estabelecido” (LAZZARINI, 2011, p. 35). Almeida (2009, p. 46) também argumenta no sentido de que essas entidades de previdência complementar são vulneráveis à influência governamental.

⁵⁸ Existem outros trabalhos, como os de Boschi (2011, pp. 7-30) e Bizberg (2010, pp. 1-33) que consideram as economias da América Latina, ou parte delas, capitalismos de Estado. Boschi (2011, pp. 7-30) empreende reflexão sobre o conjunto de características sócio-políticas encontradas em alguns países latino-americanos a partir da centralidade que a intervenção do Estado tradicionalmente parece ter para o desenvolvimento das suas economias. Já Bizberg (2010, pp. 1-33) reflete sobre as características sócio-políticas que seriam complementares para que algumas economias latino-americanas atravessassem a crise econômica mundial de 2008 de maneira bem sucedida, e conclui que o Brasil seria um capitalismo de Estado orientado para o mercado interno (*State led capitalism oriented to the internal market*). Enquanto isso, o México teria um capitalismo internacionalmente terceirizado (*international subcontracting capitalism*), pela grande influência que sofre das organizações multilaterais que integra, sendo o Chile exemplo de um capitalismo de Estado orientado para o mercado externo (*State led capitalism oriented to the external market*).

companies or by providing subsidized credit and/or other privileges to private companies” (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2012, p. 2).

Já as Variedades de Capitalismos de Estado se subdividem em três tipos. Uma delas diz respeito à atuação do Estado como empreendedor⁵⁹, ou seja, quando há a propriedade e administração integral de companhias estatais, com autonomia limitada em relação ao governo e padrões mitigados de transparência na divulgação de informações em relação ao que se exige de companhias privadas abertas. Outra variedade descreve o Estado como investidor majoritário⁶⁰, situação em que ele intervém na economia por meio de empresas estatais minoritariamente detidas por investidores privados. Ambas as variações geralmente atuam em setores estratégicos, como petróleo e gás, nos quais o Estado teria motivos mais óbvios para prezar pelo controle societário (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2012, pp. 1-13; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 7-8).

Outra forma de atuação do Estado é como investidor minoritário.⁶¹ Trata-se de forma híbrida de participação estatal, que mistura nuances do controle estatal total com o controle privado. Seriam várias as maneiras pelas quais o Estado exerceria influência nesse tipo de capitalismo de Estado, como por meio da manutenção de participações societárias minoritárias em empresas que sobreviveram ou foram apoiadas pelo governo em processos de privatização; pela atuação de empresas estatais como acionistas minoritárias em diversas outras companhias; por meio de empréstimos e participações societárias de bancos públicos de desenvolvimento⁶²; por meio de fundos soberanos⁶³, especialmente para investir no exterior; e de outras instituições ligadas ao governo, como fundos de pensão de funcionários públicos, podendo participar em coalizões de proprietários ou blocos de controle para manter influência sobre a vida societária das empresas-alvo desse tipo de investimento, além de perseguir certos objetivos do próprio Estado (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2012, pp. 1-13; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 7-13)⁶⁴.

Considera-se ter ocorrido uma tendência global de transição, de meados do século XX até o início do século XXI, do Estado como empreendedor para o Estado como

⁵⁹ No original, *Leviathan as an entrepreneur*.

⁶⁰ No original, *Leviathan as a majority investor*.

⁶¹ No original, *Leviathan as a minority investor*.

⁶² Como o é o BNDES no Brasil.

⁶³ Os fundos soberanos geralmente são instituídos com reservas financeiras dos países ao redor do mundo para a realização de investimentos locais ou no exterior. O Fundo Soberano do Brasil foi instituído em 2008, pela Lei nº 11.887/2008. Mais informações disponíveis em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/fundo_soberano/index.asp>. Acesso em: 7 de março de 2015.

⁶⁴ Lazzarini (2011, pp. 17-40) indica ser esse tipo de atuação na economia recorrente no Brasil, especialmente no cenário pós-privatizações.

investidor majoritário e minoritário, apesar de os últimos tipos de capitalismo de Estado não serem novos⁶⁵ (MUSSACHIO; LAZZARINI, 2012, p. 4; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 7-13).

Por outro lado, não se sabe ao certo por que a intervenção do Estado como investidor se reinventou dessa maneira, e nem mesmo quais os mecanismos jurídico-institucionais pelos quais, atualmente, ele exerce controle ou influência societária no meio empresarial privado em geral, quando não atua como controlador.⁶⁶

Pode-se dizer que há uma produção acadêmica brasileira em andamento sobre Variedades de Capitalismos.⁶⁷ Mas o único trabalho desenvolvido no âmbito dessa tradição teórica que realizou reflexão acerca do tema governança corporativa parece ter sido o de Schapiro (2010a, pp. 187-208). Trata-se de estudo de caso sobre as iniciativas do BNDES para o financiamento de pequenas e médias empresas de tecnologia. Ao lançar luz sobre as ferramentas jurídicas voltadas a essa atuação do banco – o que incluía as orientações dos contratos de financiamento e a estruturação das participações societárias –, Schapiro (2010a, pp. 187-208) concluiu que o crédito destinado ao que designou Economia Baseada no Conhecimento via participação exigia da subsidiária do BNDES o desenvolvimento, nas companhias-alvo, de veículos jurídicos que possibilitassem uma governança corporativa relacional.⁶⁸

Essa governança corporativa relacional é caracterizada por uma participação relevante do investidor no capital da companhia – leia-se, em percentual significativo, mas

⁶⁵ A atuação do Estado como acionista minoritário não é nova nem mesmo no Brasil, especialmente em função da atuação da BNDESPAR, subsidiária de participações societárias do BNDES que sempre teve como uma de suas práticas deter participações minoritárias, ou seja, sem o exercício de controle nas empresas em que investe (VELASCO JR., 2010; BORGES, 2007).

⁶⁶ Musacchio e Lazzarini (2012, pp. 20-35) levantam algumas hipóteses para justificar esse fenômeno, como o esforço do Estado para corrigir falhas de mercado, alocar recursos em projetos com externalidades sociais mais abrangentes, perseguir benefícios privados para si ou para outros agentes que o capturaram ou, ainda, forças de dependência da trajetória, que podem envolver, em alguma medida, as três possibilidades anteriores, de acordo com o contexto social, os grupos de interesse existentes e o apoio da opinião pública às políticas estatais e à regulação vigente. Em trabalho posterior (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 197-217), os autores chegam a algumas conclusões sobre os impactos dos investimentos da BNDESPAR por participação societária, que são abordadas no Capítulo 5.

⁶⁷ Essa produção acadêmica coloca-se na mesma tradição teórica que Hall e Soskice (2001) para refletir sobre Variedades de Capitalismos na América Latina, mas coloca a intervenção estatal – e não a atividade empresarial – como aspecto central das economias latino-americanas (BOSCHI, 2011; DINIZ, 2011; GAITÁN, 2011; LANZARA, 2011; SANTANA, 2011; ALMEIDA, 2011; KASAHARA, 2011; ACSELRAD, 2011; CRUZ, 2011; GOMES; GUIMARÃES, 2011; RÍO, 2011; MORAES, 2011). Não se reconhece nessa produção acadêmica uma reflexão sobre as regras para o processo de decisão dentro da empresa, e sim sobre a coalizão de interesses que importa para a tomada das decisões políticas, no âmbito do governo.

⁶⁸ Schapiro (2010a, pp. 187-208) empreendeu essa reflexão com base em literatura revisada sobre os contratos relacionais e a associação que a produção acadêmica das Variedades de Capitalismos faz entre as escolhas institucionais e os padrões de governança corporativa, especialmente Vitols (2001, pp. 337-360).

não necessariamente mediante controle –, que lhe proporciona incentivos para que empreenda um monitoramento ativo das suas atividades. Em contrapartida, as contratações de crédito e participações em companhias da economia tradicional demandariam do BNDES apenas uma governança descontínua, caracterizada por dois pilares de fiscalização mais passivos: (i) as regras de prestação de contas e informações exigidas pela regulação e/ou autorregulação e (ii) o movimento de negociação da companhia no mercado de capitais.⁶⁹

No próximo capítulo, procurar-se-á reconstruir como o cenário político-econômico brasileiro chegou ao padrão de propriedade acionária em que o Estado aparece como importante proprietário último das maiores empresas nacionais, em conjunto com agentes privados, com ênfase no papel do BNDES a partir da atuação da sua subsidiária de participações societárias, a BNDESPAR, assim como das suas antecessoras.

Como será resgatado com maior precisão nas conclusões finais, uma governança corporativa considerada relacional já estava presente, para viabilizar a atividade do banco com renda variável, desde um período mais remoto de suas atividades. Uma governança corporativa descontínua, por sua vez, pode viabilizar uma parcela dos investimentos da BNDESPAR em um período mais atual, ou ao menos finalizá-los.

A teoria do Direito e Desenvolvimento ajudará a narrar a história do banco e elucidar os elementos de dependência da trajetória que auxiliam na explicação de como ele se tornou, atualmente, um ator relevante no padrão brasileiro de propriedade e controle empresarial.

3.3 Conclusão

Na perspectiva proporcionada pelas Variedades de Capitalismos, é possível se observar diferentes relacionamentos representante-representado, no âmbito dos quais os interesses atribuíveis aos últimos podem variar – a depender de quem eles sejam e do contexto sócio-político em que estão inseridos.

Como se resgatará no próximo capítulo, o BNDES sempre foi, oficialmente, um agente de desenvolvimento – nomeadamente, “o principal veículo de implementação da política de investimento do Governo Federal”⁷⁰ brasileiro. Pensar sobre como e para que fins

⁶⁹ Schapiro (2010a, pp. 187-190) delimitou o conceito de governança descontínua principalmente a partir de uma revisão de literatura sobre os custos de transação.

⁷⁰ Nos termos do artigo 3º do seu Estatuto. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/estatuto_bndes.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

o banco instrumentaliza seus investimentos por participação societária, portanto, implica refletir sobre a política pública que está por trás da utilização dos seus recursos para esse tipo de atividade.

Ao narrar a trajetória da sua atuação focada em renda variável e mercado de capitais, serão identificadas também as ferramentas jurídicas tradicionalmente utilizadas e aperfeiçoadas para proteger seus interesses.

- Capítulo 4 -

A moldura societária das três fases da experiência do Sistema BNDES com a atuação focada em renda variável e mercado de capitais

A atuação do BNDES com foco em renda variável e no mercado de capitais pode ser dividida em três grandes fases, tendo cada qual contribuído de maneira diferente para a composição atual da sua carteira de participações. Por ser o Brasil um país de industrialização tardia, considera-se que as reflexões acerca da relação entre Direito e Desenvolvimento ajudam a delimitar cada um desses períodos.

Essa tradição acadêmica também oferece um bom ponto de partida para a elucidação de aspectos de dependência da trajetória que tornam a economia nacional – e provavelmente a do restante da América Latina – particular diante das alternativas institucionais de financiamento que marcaram a sua trajetória no contexto pós-II Guerra Mundial.

O objetivo do presente capítulo, portanto, é mostrar como a experiência do Sistema BNDES com renda variável se desenvolveu desde a criação das suas primeiras subsidiárias de participações – a Fibase, a Embramec e a Ibrasa –, em 1974, até os dias mais atuais. Nesse intento, acabam sendo elucidadas as ferramentas jurídicas que foram sendo estruturadas para que o banco e, em um segundo momento, suas subsidiárias, empreendessem participações societárias. Ao lado das práticas do BNDES e das suas subsidiárias, questões regulatórias foram igualmente sendo aperfeiçoadas.

4.1 Esclarecendo uma premissa: o Brasil é um país em desenvolvimento

É possível descrever “desenvolvimento” como um conceito que surgiu no período que sucedeu a II Guerra Mundial em algumas regiões do mundo em função da sua ausência. Mas isso não quer dizer que os países que podiam ser qualificados como subdesenvolvidos não punham em prática políticas de desenvolvimento desde antes. Feita essa ressalva, a denominação “em desenvolvimento”, “subdesenvolvidos”, “atrasados” ou “periféricos” foi atribuída principalmente a países da América Latina e Leste Asiático, cujas economias eram

predominantemente baseadas na exportação de produtos agrícolas, apresentando um processo de industrialização incipiente.⁷¹ Foi identificado, nesses países, um ciclo vicioso de baixa produtividade ocasionado pela escassez de renda, o que gerou ausência de acumulação de riqueza e, conseqüentemente, falta de investimento – nos moldes das nações que viveram a Revolução Industrial (MARTINUSSEN, 1997, pp. 56-72). Diante desse diagnóstico, os países atrasados passaram a buscar meios de alcançar a modernização (BIELSCHOWSKY, 2000, pp. 15-44).

A partir da década de 1950, a classificação das economias latino-americanas enquanto agroexportadoras começou a se transformar em função de dois fenômenos particulares e complementares. Um deles foi a acumulação de capitais pelos setores públicos e privados nacionais, decorrente de uma iniciativa substitutiva de importações que teve início na década de 1930 e foi impulsionada pela II Guerra Mundial (CARDOSO; FALETTI, 2004, pp. 158-159).

O processo de industrialização fez com que a oferta gerasse sua própria demanda nos países desenvolvidos. Nas nações atrasadas, no entanto, a industrialização foi iniciada em torno de uma demanda já existente diante do comércio internacional, não havendo nesses países condições viáveis para a oferta interna em um contexto orientado pelo mercado (BIELSCHOWSKY, 2000, pp. 15-44). Como a economia das nações atrasadas era baseada na exportação de produtos agrícolas aos países ricos, e o valor desses itens tende a ficar defasado em relação ao dos artigos industrializados ao longo tempo, ocorria uma deterioração dos termos de troca⁷² entre países desenvolvidos e países atrasados⁷³, que ocasionava, por sua vez, o ciclo vicioso de baixa produtividade anteriormente mencionado, incapacitando o setor privado para acumular riqueza o suficiente para custear a industrialização.

Diante da falta de estrutura para o financiamento privado da industrialização, os países latino-americanos perseguiram o desenvolvimento a partir do Estado, por meio das políticas de substituição de importações mencionadas. O objetivo era tornar possível o suprimento interno da demanda industrial preexistente. Como consequência, esses países

⁷¹ Bielschowsky (2000, pp. 15-44), Cardoso e Faletto (2004) trazem visão específica da América Latina no contexto pós-II Guerra Mundial. Os autores encaram-na como uma região de países em desenvolvimento, ou economias periféricas no cenário mundial. Amsden (2001, pp. 1-28), por sua vez, analisa de forma mais ampla a situação dos países da América Latina e da Ásia que viveram uma industrialização tardia, designados pela autora como “*the rest*”.

⁷² A expressão “deterioração dos termos de troca” está relacionada ao trabalho de Raúl Prebisch (BIELSCHOWSKY, 2000, p. 26).

⁷³ Furtado (1950, pp. 7-37) realiza descrição detalhada da situação da persistente piora nas relações de troca no Brasil.

adotaram uma postura protecionista dos produtos nacionais – muito embora suas economias serem consideradas apenas parcialmente fechadas em relação ao mercado externo.⁷⁴ Nesse momento, as alternativas jurídico-institucionais disponíveis serviram como instrumento para tornar o Estado o agente alocador de recursos econômicos e, assim, dirigir os países retardatários em direção ao desenvolvimento (SCHAPIRO, 2010a, pp. 58-103). Os países que adotaram essa agenda viveram um surto de crescimento durante as décadas de 1950 a 1970, apresentando taxas impressionantes em relação ao cenário mundial da época (AMSDEN, 2001, pp. 1-28).⁷⁵

A partir da década de 1950, um outro fenômeno impulsionador da industrialização dos países latino-americanos foi o fluxo internacional de capitais, voltados para investimento nos nichos industriais em formação, advindos de empresas de economias desenvolvidas, o que também foi incentivado pela II Guerra Mundial e se deu de forma diferente a depender do grau de diversidade da economia e da força do Estado como provedor de capital e agente de alocação de recursos em um dado país da América Latina. Por isso, não obstante o protecionismo, não se pode atribuir à política de substituições de importações a consequência de tornar as economias latino-americanas absolutamente fechadas diante do mercado externo, muito embora os investimentos estrangeiros se voltassem, nesse momento inicial, à exploração dos mercados locais (CARDOSO; FALETTI, 2004, pp. 158-159).

O Brasil encontra-se no rol dos países da América Latina designados como “atrasados”, não obstante nutra características muito particulares. Aqui, nem o mercado de capitais nem os bancos privados foram capazes de suprir adequadamente as necessidades de financiamento características da corrida pela industrialização iniciada na década de 1930. Assim, as alternativas jurídico-institucionais brasileiras, desenvolvidas a partir do início da política de substituição de importações – voltadas a solucionar o problema do financiamento da industrialização – basearam-se na intervenção direta do Estado na economia,

⁷⁴ Apesar de não ter sido essa a intenção dos formuladores de política da CEPAL, seu pensamento acabou influenciando também a manutenção, pelos países latino-americanos, de uma economia protecionista e preponderantemente fechada em relação ao mercado externo (BIELSCHOWSKY, 2000, pp. 15-44). De qualquer forma, a economia brasileira não se demonstrou avessa à entrada de capital estrangeiro nesse período (BORGES, 2007; ALMEIDA, 2009), sendo amplamente difundida a designação de “tripé clássico” para descrever o cenário econômico nacional a partir do início do processo de industrialização, em referência à associação do capital público, capital privado nacional e capital estrangeiro para a viabilização de diversos empreendimentos no período do desenvolvimentismo brasileiro (SIFFERT FILHO; SILVA, 1999; BORGES, 2007).

⁷⁵ Esse ciclo de crescimento econômico, por outro lado, foi marcado por uma atuação autoritária do Estado e parece relacionado à má distribuição de renda, não tendo havido grandes reflexos sociais no processo de industrialização empreendido (MANTEGA, 1997).

principalmente a partir (i) da formação de poupança compulsória por meio da tributação, (ii) da criação de empresas estatais para formação da indústria de base e (iii) da instituição de bancos públicos de fomento. Dentre essas alternativas, encontra-se o BNDES (SCHAPIRO, 2010a, pp. 58-103).

Esse contexto foi identificado por Trubek e Santos (2006, pp. 1-18) como o primeiro momento das discussões no campo de conhecimento que explora a interdisciplinaridade entre Direito e Desenvolvimento, intitulado pelos autores “*Law and the Developmental State*”. A alcunha, traduzida livremente como “o Direito e o Estado Desenvolvimentista”, serve bem para caracterizar a postura dos Estados latino-americanos nesse período.

Durante a década de 1950 até o final da década de 1970, pode-se afirmar que, assim como outros países atrasados, o Brasil cresceu a elevadas taxas – em comparação ao restante do mundo (AMSDEN, 2001, pp. 1-28, 143-145) –, tendo sido o BNDES o grande financiador dos projetos de alto risco e longo prazo no âmbito da política de substituição de importações que marcou esse período (SCHAPIRO, 2010a, pp. 58-103). A partir da década de 1980, no entanto, esse cenário começou a se transformar. Não apenas o ciclo de crescimento ocasionado pela política de substituição de importações havia chegado ao fim, como os estados nacionais, a exemplo do Brasil, viam-se em profunda crise fiscal e não tinham mais condições de manter as taxas de investimento (SCHAPIRO, 2011, pp. 341-352).

Diante do esgotamento do Estado Desenvolvimentista, floresceram ideias neoliberais a respeito do desenvolvimento, cujos defensores pregavam que a melhor maneira de alcançar o crescimento econômico seria por meio do livre mercado. Como o paradigma da substituição de importações – baseado em uma economia fechada e voltada para o mercado interno – não produzia mais os mesmos resultados, passou-se a defender uma economia globalizada, com uma menor participação do Estado e a mitigação das barreiras internacionais de preços e subsídios. Instituições transnacionais de fomento, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, adotaram uma agenda de ajuda financeira para reformas institucionais baseadas no que ficou conhecido como *rule of law*, um modelo apegado à premissa de que *one size fits all* (SCHAPIRO, 2011, pp. 341-344).

As ideias que deram origem à agenda *rule of law* consistem em uma ortodoxia de que haveria uma chave preestabelecida de melhores instituições jurídicas aptas a promover desenvolvimento econômico (MILHAUPT; PISTOR, 2008, pp. 17-44). Em suma, o

desenvolvimento poderia ser alcançada satisfatória e permanentemente somente por meio do livre mercado (CAROTHERS, 2006, pp. 15-28).

O *rule of law*, assim, estava voltado ao fortalecimento de instituições de direito privado que facilitariam a alocação de recursos pelo mercado. O Estado não deveria mais intervir diretamente na economia. Além disso, reformas institucionais que garantissem a proteção dos direitos de propriedade e a liberdade contratual precisavam ser promovidas. A discricionariedade do Estado como agente de alocação de interesses econômicos deveria ser substituída pelo fortalecimento de instituições jurídicas que assegurassem aos atores privados o poder de agir livremente. O Estado precisaria assumir um papel de regulador, voltado a garantir previsibilidade e segurança jurídica à atuação dos agentes privados no mercado. (MILHAUPT; PISTOR, 2008, pp. 17-44; CAROTHERS, 2006, pp. 15-28)

As reformas institucionais desse período seguiram basicamente dez medidas que Williamson (1990, pp. 7-20) identificou como Consenso de Washington, quais sejam: disciplina fiscal, reorientação de despesas orçamentárias, reforma tributária, liberalização financeira, liberalização comercial, atração de investimentos diretos estrangeiros, privatização, desregulação econômica, fortalecimento dos direitos de propriedade e viabilização de taxas de retorno econômicas competitivas.⁷⁶

Seguindo essa tendência, o Banco Mundial declarou ter financiado, de 1990 a 2006, 330 reformas baseadas no *rule of law* estabelecido no Consenso de Washington, nas quais despendeu o valor de 2,9 bilhões de dólares (TRUBEK, 2006, p. 74). Tal contexto foi identificado por Trubek e Santos (2006, pp. 1-18) como um segundo momento na teoria de Direito e Desenvolvimento, chamado pelos autores de “*Law and the Neoliberal State*”, traduzido livremente como “o Direito e o Estado Neoliberal”. Esse conceito também se mostra instrumental para observar as transformações ocorridas na economia brasileira entre as décadas de 1980 e 1990.

Embora tenha havido amplo esforço de implantação – além de montantes substanciais –, o transplante de instituições realizado na década de 1990, realizado sem uma análise correspondente de contexto, está relacionado a uma ausência de resultados práticos. Os adeptos das reformas baseadas no *rule of law* enxergaram uma relação de causalidade entre o direito e o crescimento econômico, relação essa que via na lei um fator exógeno e condicionante do desenvolvimento, o que pode ter tornado infrutíferas muitas das mudanças pretendidas (MILHAUPT; PISTOR, 2008, pp. 17-44). Foi desconsiderada a circunstância de

⁷⁶ Schapiro (2011, pp. 341-352) realiza análise crítica da implantação desse tipo de reforma institucional.

que as instituições são parte de um contexto específico, e que não há como prever com segurança quais resultados serão obtidos com reformas. Observou-se, assim, uma incerteza quanto ao alcance dos objetivos pretendidos e quanto aos efeitos colaterais que instituições desinseridas poderiam ocasionar (CAROTHERS, 2006, pp. 15-28). De fato, constatou-se, ao final da década de 1990, que os países atrasados com os melhores níveis de produtividade, renda e crescimento anual do PIB, entre outros indicadores, não tinham sido os que apostaram nas reformas estabelecidas no Consenso de Washington (RODRIK; SUBRAMANIAN, 2003, pp. 31-34; SCHAPIRO, 2011, pp. 341-352).⁷⁷

Em última instância, a crença de que o *rule of law* adequado ao desenvolvimento consistiria em uma chave correta de instituições mostrou-se estreita. Se formas heterodoxas de direito estiveram presentes em diversos países ao mesmo tempo em que estes apresentaram bom desempenho econômico, provavelmente havia um hiato não apenas entre as supostas conexões causais das reformas baseadas no Consenso de Washington com o desenvolvimento, mas também em relação às próprias instituições nas quais se baseava o *rule of law*.⁷⁸ Percebe-se, dessa maneira, uma tendência a reconhecer as falhas da ortodoxia estabelecida na década de 1990, em um movimento de convergência de ideias que Trubek e Santos (2006, pp. 7-13) identificam como um terceiro momento da teoria em Direito e Desenvolvimento, ainda em fase de construção.⁷⁹

A partir dos anos 2000, especialmente com o início do Governo Lula no Brasil, em 2003, observou-se que os países da América Latina começaram a retomar o ativismo estatal

⁷⁷ “Indeed, there is growing evidence that desirable institutional arrangements have a large element of context specificity arising from differences in historical trajectories, geography, political economy, and other initial conditions. This could help explain why successful developing countries have almost always combined unorthodox elements with orthodox policies. East Asia combined outward orientation with industrial intervention. China grafted a market system on a planned economy rather than eliminate central planning altogether. Mauritius carved out export-processing zones rather than liberalize across the board. Even Chile combined capital controls with otherwise quite orthodox economic arrangements. Such variations could also account for why major institutional differences—in the role of the public sector, the nature of the legal systems, corporate governance, financial markets, labor markets, and social insurance mechanisms, among others—persist among the advanced countries of North America, Western Europe, and Japan. Moreover, institutional solutions that perform well in one setting may be inappropriate in a setting without the supporting norms and complementary institutions. In other words, institutional innovations do not necessarily travel well” (RODRIK; SUBRAMANIAN, 2003, p. 33).

⁷⁸ “Rule-of-law aid practitioners can probably prescribe rule-of-law programs with a safe belief that these initiatives may well be helpful to both economic development and democratization, but they really do not know to what extent there are direct causal connections at work and whether similar resources directed elsewhere might produce greater effect on economic and political conditions. (...) Rule-of-law aid practitioners know what the rule of law is supposed to look like in practice, but they are less certain what the essence of the rule of law is” (CAROTHERS, 2006, p. 19).

⁷⁹ O terceiro momento é mais que uma reação às reformas neoliberais, significando também uma maior preocupação com desenvolvimento humano e aspectos sociais, mas é com aquele primeiro aspecto da convergência de ideias que este trabalho se relaciona. (TRUBEK; SANTOS, 2006, p. 7-13).

que vinham se esforçando para suplantar desde o final da década de 1980.⁸⁰ O Estado teria voltado a atuar em conjunto com os diversos agentes privados em um ambiente mais democrático e, assim, as instituições jurídicas passaram a traduzir tanto ferramentas de coordenação pública, típicas do primeiro momento, como direitos privados, avaliados como característicos do segundo momento (SCHAPIRO; TRUBEK, 2012, pp. 49-51).

O contexto atual, portanto, não compartilha nem o caráter dirigista e autoritário que permeou o Estado Desenvolvimentista nem a ortodoxia do *rule of law* e da infalibilidade dos mercados, que caracterizou o Estado Neoliberal, podendo ser tratado como uma imbricação de alternativas institucionais públicas e privadas. Como se verá, a evolução da atuação do BNDES focada em renda variável e no mercado de capitais dialoga com essa maneira de observar a América Latina na tradição teórica do Direito e Desenvolvimento.

Assim, ao investigar os objetivos por trás das ferramentas jurídicas societárias utilizadas pela BNDESPAR e procurar contribuir para o campo de conhecimento das Variedades de Capitalismos em uma perspectiva latino-americana, o trabalho invoca para si a interdisciplinaridade entre Direito e Desenvolvimento como um apoio para a observação do fenômeno investigado.

4.2 O Sistema Tripartite e os planos de desenvolvimento econômico

Criado em 1952, no governo do presidente Getúlio Vargas, com o nome Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), o BNDES foi o grande financiador da política desenvolvimentista de substituição de importações do período de sua criação até o final da década de 1970 (MONTEIRO FILHA, 1994, pp. 415-430; PAIVA, 2012, pp. 12-81; SCHAPIRO, 2010a, pp. 58-103).

A sua fundação foi um dos resultados da atuação de uma equipe de avaliação da economia brasileira instalada em 1951, chamada Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU). A industrialização do país já vinha sendo impulsionada com algum vigor desde o Estado Novo, na década de 1930, com a criação da Companhia Vale do Rio Doce e da Companhia Siderúrgica Nacional, por exemplo. Mas na década de 50 a economia nacional ainda passava por uma fase incipiente de industrialização, e necessitava de incentivos para impulsionar a indústria de base e os setores produtivos intermediários mais sensíveis.⁸¹ O

⁸⁰ Trubek, Coutinho e Schapiro (2013, pp. 288-292) designam nesse fenômeno como Novo Ativismo Estatal.

⁸¹ Segundo Cardoso e Faletto (2004, pp. 160-161), no auge da substituição “fácil” das importações, mais voltada a produtos manufaturados, a política perde a velocidade da sua dinâmica e “suscita a criação dos

governo brasileiro acordou, então, uma ajuda financeira advinda do governo norte-americano por meio de empréstimos do Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e do Export-Import Bank (Eximbank), estruturando também o Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE), o qual, financiado por um adicional ao imposto de renda, embasou o Plano de Reaparelhamento Econômico⁸² e, em conjunto com o apoio estrangeiro, serviu para que o BNDES fosse instituído.⁸³

Nesse período inicial, não obstante o cuidado no sentido de formar um corpo técnico e profissional – que empreendeu esforços para desenvolver avaliações de risco – para conduzir a gestão do banco, era o governo federal, por meio dos grandes planos nacionais de desenvolvimento, que determinava diretamente que setores e quais empresas seriam beneficiados com os investimentos do BNDES (MONTEIRO FILHA, 1994, pp. 415-430; PAIVA, 2012, pp. 12-81). Isso caracterizava a ação do Estado brasileiro como alocador de recursos econômicos como central e dirigista.⁸⁴ No decorrer do processo de institucionalização do então BNDE na economia brasileira, a seleção de pessoal foi ficando cada vez mais técnica, desenvolvendo esses funcionários uma espécie de “*esprit de corps*” que influenciou sua recorrente busca por autonomia e qualificação na tomada de decisões de investimento e um ímpeto interno de auto-sustentabilidade do banco.⁸⁵ Mas entre as décadas de 1950 e 1970, os planos nacionais de desenvolvimento funcionaram como um mandato institucional para a alocação setorial de recursos do BNDES.

setores tecnológica e economicamente mais significativos da indústria de bens intermediários e de bens de capital. Não só faz falta um reagrupamento interno das organizações produtivas, e que se intensifiquem os vínculos de associação entre as empresas nacionais e grupos monopolistas estrangeiros, mas também devem ser considerados os setores sociais que não se inserem dentro desse novo esquema e pressionam com força crescente: protestam os setores industriais das primeiras etapas substitutivas, marginalizados; os setores urbano-populares tratam por seu lado de reviver uma política de desenvolvimentismo estatal como defesa contra as grandes unidades produtivas privadas que se orientam para a obtenção de ‘mais produtividade e menos mão-de-obra’ etc.”

⁸² “Entre os objetivos do referido plano estava a expansão dos serviços básicos de infraestrutura, principalmente de transporte e energia, que se apresentavam como empecilhos ao processo de industrialização” (PAIVA, 2012, p. 16).

⁸³ Mais informações sobre o contexto de criação e estrutura de capital inicial do BNDES podem ser encontradas em Paiva (2012, pp. 15-27) e Prochnik e Machado (2008, pp. 2-34). A CMBEU, que era formada por mais de duzentos profissionais norte-americanos e brasileiros, fez várias das primeiras recomendações de apoio financeiro do banco no âmbito da economia nacional (PAIVA, 2012, p. 24).

⁸⁴ Típica do que a teoria sobre Direito e Desenvolvimento chamaria de Estado Desenvolvimentista na gramática do seu primeiro momento (Trubek; Santos, 2006).

⁸⁵ Ao estudar a burocracia pública brasileira, Schneider (1994, pp. 66-67) reconhece esse caráter do corpo técnico do BNDES, mas considera que o “*esprit de corps*” teria se perdido na década de 1980, quando o banco sofreu as consequências da crise fiscal e teve de se reestruturar. Em tese de doutorado, Colby (2013, pp. 99-229) considera que esse ímpeto do corpo de funcionários do BNDES foi o principal fio condutor da sua autopropagação e reiterada reinvenção como instrumento importante de financiamento de longo prazo no país. O autor reconhece, por outro lado, que várias foram as tentativas de captura política do banco ao longo dos diferentes momentos políticos vividos no âmbito do governo federal brasileiro, e que algumas dessas tentativas foram mais bem-sucedidas que outras, embora todas tenham gerado articulação para repressão interna.

Em suma, o banco foi criado para financiar os setores que necessitavam de investimentos de longo prazo no âmbito do Plano de Reaparelhamento Econômico.⁸⁶ Posteriormente, no governo de Juscelino Kubitschek, exerceu também relevante papel no financiamento de longo prazo do Plano de Metas.⁸⁷ No governo de João Goulart, teve suas atividades voltadas ao Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social.⁸⁸ No período da ditadura militar, por sua vez, continuou a ter suas atividades controladas diretamente pelo Governo Federal, especialmente para a implementação do Primeiro (I PND) e do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND).⁸⁹ Com o fim dos grandes programas nacionais de crescimento, uma Área de Crédito específica para a realização de avaliações de risco e retorno foi criada em 1989 (PAIVA, 2012, pp. 21-96). Além disso, o banco foi instituído com uma série de tributos e fundos governamentais a ele atrelados como fontes de recursos, cujos dispêndios eram necessariamente vinculados aos setores da economia preestabelecidos em lei (PROCHNIK; MACHADO, 2008, pp. 3-34).

Mas se todos esses planos de desenvolvimento tinham em comum uma iniciativa política de investimentos públicos voltada para a substituição de importações, o período pós-golpe militar de 1964 tem um significado particular.

Cardoso e Faletto (2004, pp. 168-170) apontam o regime militar como marco da transição do Estado-populista⁹⁰ para o Estado-empresário no Brasil. Se do Estado Novo de Getúlio Vargas até a queda do governo de João Goulart houve um esforço de industrialização aliado à iniciativa de dar às massas populares participação política limitada, o alto endividamento do Estado, o receio decorrente da ameaça comunista pós-II Guerra Mundial e a necessidade de aperfeiçoamento tecnológico da indústria nascente fizeram

⁸⁶ “Entre os objetivos do referido plano estava a expansão dos serviços básicos de infraestrutura, principalmente de transporte e energia, que se apresentavam como empecilhos ao processo de industrialização” (PAIVA, 2012, p. 16).

⁸⁷ O Plano de Metas consistiu em um “conjunto de projetos relativos a energia, transporte, alimentação, indústrias de base e educação técnica”, além do projeto de construção da nova capital do País, Brasília (PAIVA, 2012, p. 29).

⁸⁸ Os principais objetivos desse plano eram o combate à inflação, a renegociação da dívida externa, proporcionar incentivos para o crescimento econômico e as reformas de base, consistentes na reestruturação fiscal, bancária, urbana, universitária e agrária (PAIVA, 2012, p. 39).

⁸⁹ O I PND estava voltado a investimentos em infraestrutura, especialmente nos setores de energia, transportes, telecomunicações, siderurgia e petroquímica, além do apoio à educação, ciência e tecnologia. Já o II PND foi idealizado para reforçar a política de substituição de importações do plano anterior, de modo a “diversificar e consolidar o parque industrial nacional, tendo como foco as petroquímicas, siderúrgicas, mineradoras de cobre e indústria pesada”. (PAIVA, 2012, pp. 57-60).

⁹⁰ “No Brasil o populismo aparece como o elo através do qual se vinculam as massas urbanas mobilizadas pela industrialização – ou expulsas do setor agrário como consequência de suas transformações ou de sua deterioração – ao novo esquema de poder; e converter-se-á na política de massas, que tratará de impulsionar a manutenção de um esquema de participação política relativamente limitado e baseado principalmente em uma débil estrutura sindical que não afetou as massas rurais nem o conjunto do setor popular urbano” (CARDOSO; FALETTTO, 2004, p. 135).

surgir, com os militares, um Estado que se sentiu legitimado para conduzir uma industrialização mais agressiva e explicitamente exclusiva do ponto de vista do desenvolvimento social, apoiada em uma tecno-burocracia estatal que estabeleceu um pacto de produtividade com o capital industrial nacional e com os investidores estrangeiros exportadores de tecnologia.⁹¹

As capacidades de intervenção econômica desenvolvidas pelo Estado brasileiro desde 1930 permitiram-no ser protagonista⁹² nesse alinhamento de esforços com capitais privados nacionais e estrangeiros, em uma nova dinâmica de industrialização que ficou conhecida como Sistema Tripartite ou Sistema do Terço.⁹³

Em 1974, já no contexto desse pacto de industrialização, por um acordo celebrado pelo então presidente do BNDE, Marcos Vianna, com o então presidente da república, Ernesto Geisel, foram constituídas três subsidiárias integrais do banco: a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a Insumos Básicos S.A. (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa). Em comum, as subsidiárias tinham o objetivo de subscrever ações e outros valores mobiliários em empresas nacionais, públicas ou privadas, que se enquadrassem no II PND e necessitassem de capital de giro (PAIVA, 2012, pp. 65-71).

Dentro desse plano de desenvolvimento, cada subsidiária possuía uma vocação setorial e era absolutamente autônoma em relação às outras e ao BNDE, com diretoria e funcionários próprios (SOLEDADE, informação verbal, 2014). A Embramec, voltada a bens de capital, tinha uma maturação intermediária para seus projetos, que consistiam

⁹¹ "se é certo que não se pode explicar a industrialização latino-americana como uma consequência da expansão industrial do centro – pois, como vimos, esta se iniciou durante o período de crise do sistema econômico mundial e foi impulsionada por forças sociais internas –, tampouco se pode deixar de assinalar que, na industrialização da periferia latino-americana, a participação direta de empresas estrangeiras outorga um significado particular ao desenvolvimento industrial da região; este, durante seu período nacional-popular, pareceu orientar-se para a consolidação do Estado como instrumento de regulação e formação de núcleos produtivos. Mas sucedeu que, pelo contrário, e como consequência da peculiar situação sociopolítica já descrita, se optasse por uma pauta de desenvolvimento assentada sobre os crescentes investimentos estrangeiros no setor industrial" (CARDOSO; FALETTTO, 2004, p. 162).

⁹² Segundo Schneider (1994, p. 27), existiam fatores físicos e sociais favoráveis e desfavoráveis à industrialização no Brasil: "esses fatores facilitaram e condicionaram a industrialização, mas não dirigiram ou orquestraram o processo. Foi a ubíqua e altamente visível mão do Estado que o realizou. Recursos abundantes, espírito empreendedor e capital internacional teriam provavelmente moldado algum modelo de industrialização, mas a indústria brasileira hoje é mais o resultado de uma intervenção estatal consciente e deliberada".

⁹³ Se Cardoso e Faletto (2004, pp. 147-177) foram capazes de descrever os motores de ascensão desse pacto de industrialização (ou desenvolvimento) no Brasil e, similarmente, em outros países da América Latina, Evans (1979) oferece estudo científico focado apenas no nosso país, procurando reconstruir a teoria da dependência a partir da perspectiva imperialista de expansão das multinacionais dos países centrais em direção à periferia. De todo modo ambos concordariam com a assertiva de que o processo de acumulação de capital industrial no Brasil se deu por meio da parceria entre Estado, empresa nacional e multinacionais. Cabe a ressalva de que as expressões específicas "Sistema Tripartite" e/ou "Sistema do Terço" apareceram mais recentemente, em Borges (2007) e nas entrevistas com Luiz Souto, Caio Melo e Durval Soledade, todas realizadas em 2014.

basicamente na implantação de fábricas. A Fibase, por sua vez, era a subsidiária que tinha uma visão de mais longo prazo, pois a indústria de insumos básicos, que girava em torno principalmente dos setores de petroquímica, siderurgia, metalurgia, papel e celulose, geralmente levava um período de três a cinco anos somente para a implantação dos projetos e início da produção. Por fim, a Ibrasa era a subsidiária que lidava com o cenário mais volátil da economia brasileira de então – o de bens de consumo –, sendo as companhias por ela apoiadas normalmente já abertas, especialmente em função dos regimes de incentivos fiscais⁹⁴ para aquisição de papéis no mercado de capitais desse período (SOUTO, informação verbal, 2014).

A partir desse ano, então, o BNDE passou a dispor de braços especializados para atuar como investidor estratégico. São dois os tipos de investimento direto do banco até hoje⁹⁵: (i) as operações de renda fixa, que consistem em empréstimos concedidos a taxas normalmente subsidiadas mediante a apresentação de contrapartidas como garantia; e (ii) as operações de renda variável, realizadas mediante a subscrição de valores mobiliários de emissão das empresas financiadas. Com a criação das subsidiárias, o banco tinha por intenção que a modalidade de financiamento por renda variável focasse investimentos transitórios e que as participações societárias fossem preferencialmente minoritárias (VELASCO JR., 2010, pp. 311-319; PAIVA, 2012, p. 76).

Essa atuação do então Sistema BNDE mediante participações caminhou de mãos dadas com as diretrizes atinentes à compreensão do controle societário na economia brasileira.

De acordo com a Lei das S.A., é considerado acionista controlador a pessoa física ou jurídica, ou ainda um grupo delas, que seja “titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e

⁹⁴ Segundo estudo de Mattos Filho e Prado (2012, pp. 191-235), a partir de 1964, o Fundo 157 concedeu incentivo para que pessoas físicas e jurídicas alocassem um percentual do imposto de renda devido a empresas setorialmente pré-determinadas no mercado de capitais brasileiro, em ofertas primárias. Depois de um certo período, no entanto, o volume de recursos do fundo era maior do que a oferta de papéis para aquisição no mercado. Além disso, o incentivo fiscal não educou o investidor pessoa física, não vindo os acionistas decorrentes desse incentivo a monitorar as empresas investidas. A perda dos recursos empregados, inclusive, chegava a ser encarada como o pagamento integral do imposto alocado. Esse incentivo, então, tornava-se desinteressante, pois a companhia acabava sem predisposição para arcar com os custos de ser monitorada em função da liquidez do mercado.

⁹⁵ Hoje, além das operações de financiamento direto, o BNDES também disponibiliza formas indiretas de apoio financeiro, realizadas por meio da intermediação de instituições financeiras terceiras, e mistas, quando as modalidades direta e indireta são combinadas no financiamento do mesmo projeto, segundo informações obtidas no sítio eletrônico do BNDES. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/>. Acesso em: 7 de março de 2015.

o poder de eleger a maioria dos administradores”⁹⁶ e use “efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.⁹⁷ Ocorre que a convergência de um conceito de controle societário no qual o poder decisório majoritário de toda e qualquer matéria que diga respeito às atividades e à administração da companhia se concentra na figura de um acionista, ou um grupo homogêneo⁹⁸ deles, embora consagrada pela lei⁹⁹, não condiz com a prática difundida entre as empresas brasileiras de relevância econômica para a implantação da indústria de base.¹⁰⁰

Isso ocorre porque a Lei das S.A. define objetivamente como um controlador se comporta para fins de fixação dos deveres e responsabilidades que decorrem do exercício dessa função¹⁰¹, mas seu conceito não facilita a identificação de uma pessoa, ou mesmo de um grupo coeso de pessoas, que a exerça em conjunto, sem demais ressalvas. O controle societário, assim, consiste na concentração do poder decisório na figura de uma pessoa ou grupo homogêneo de pessoas no plano legal, mas é uma circunstância fática de verificação muito mais complexa na vida empresarial, não havendo necessidade sequer que decorra dos atos societários da empresa (MACEDO, 2004, pp. 97-100).

Dentro da sociedade, o controle, ou pelo menos níveis diferenciados de influência majoritária nos seus processos decisórios, pode ser deslocado para um acionista estratégico, o qual não detém a maioria das ações com direito a voto ou é parte em acordo de acionistas que preveja compartilhamento de controle¹⁰², mas cuja opinião sobre a condução da empresa é a que efetivamente determina a atividade empresarial – mediante veículos informais ou formais de influência societária, pelas circunstâncias fáticas motivadoras da sua participação.¹⁰³ O controle pode ser deslocado também para fora da estrutura acionária de

⁹⁶ Transcrição do artigo 116, alínea “a”, da Lei das S.A.

⁹⁷ Transcrição do artigo 116, alínea “b”, da Lei das S.A.

⁹⁸ Fala-se “grupo homogêneo” de pessoas no sentido de que, por vincularem os votos uns dos outros à mesma orientação para todas as deliberações sociais, se comportam dentro da sociedade como se fossem um acionista apenas.

⁹⁹ No seu artigo 116 e seguintes.

¹⁰⁰ Nesse sentido, Macedo (2004) e Bocater (2012, pp. 833-845) descrevem situações de sociedades anônimas de controle privado nas quais os acionistas minoritários, que não poderiam ser considerados controladores nos termos da legislação societária, exercem influência efetiva sobre as decisões empresariais, por veículos formais ou informais.

¹⁰¹ Nos termos do parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A., “o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

¹⁰² Os acordos de acionistas e o fenômeno do compartilhamento de controle serão tratados com maior profundidade adiante neste Capítulo.

¹⁰³ Trata-se de forma de deslocamento de controle societário encontrada em Macedo (2004), designada como controle intra-societário. Anteriormente, com inspiração em Berle e Means (1932), Comparato (1977, pp. 33-61) já falava em variações de controle interno em uma sociedade anônima, as quais consistiriam em: controle com quase completa propriedade acionária, controle majoritário, controle obtido mediante expedientes legais,

uma sociedade – como é o exemplo do controle gerencial, exercido pelos administradores no contexto de companhias com dispersão acionária intensa, ou do controle externo, exercido por outras partes interessadas da empresa situadas fora da sua estrutura societária, também por meio de veículos formais ou informais.¹⁰⁴

Na verdade, o conceito de controle constante do artigo 116 da Lei das S.A. somente parece operacional para sociedades de economia mista e empresas públicas, as quais, pela sua regulação jurídica, devem ter o poder decisório de todos os assuntos empresariais concentrado nas mãos de agentes públicos.¹⁰⁵ Ainda assim, há um caso de sociedade de economia mista, dentre as companhias analisadas, em que ocorre o deslocamento parcial de controle para uma empresa privada nacional.¹⁰⁶

Veículos formais para a viabilização do deslocamento do controle ocorreriam pelo estabelecimento de contratos particulares entre o controlador e o acionista minoritário, a parte interessada ou o administrador. Veículos informais consistiriam na conduta reiterada dos agentes envolvidos a deslocar o *locus* fático de controle da empresa (MACEDO, 2004, p. 172; CARVALHOSA, 2008, pp. 496-497).¹⁰⁷

Paira na produção em Direito Societário no Brasil a indicação de que o fenômeno designado controle compartilhado, no qual “nenhum sócio, de forma isolada, é majoritário, de modo que a gestão da empresa depende, necessariamente, de um acordo entre os sócios controladores” (SIFERT FILHO; SILVA, 1999, p. 398), surgiu aqui de maneira mais significativa diante do processo de privatizações que se desenrolou ao longo da década de

controle minoritário e controle gerencial. Na sua classificação, no entanto, as variações de controle interno sempre decorrem da possibilidade jurídica formalizada de exercício do comando empresarial.

¹⁰⁴ O controle gerencial e o controle externo também foram identificados por Macedo (2004) como formas de deslocamento do controle societário, as quais foram classificadas como subgêneros do que o autor designou como controle extra-societário. Nesse sentido, pode-se considerar genericamente o próprio Sistema BNDES como um controlador externo diante das restrições e obrigações que impõe aos controladores das empresas que financia, seja por dívida ou participação minoritária (CARVALHOSA, 2008, p. 496), em um deslocamento parcial de controle, na modalidade de controle fático externo, extra-societário. Antes, Comparato (1977, pp. 33-77) já falava em controle gerencial como uma modalidade de controle interno e em “controle externo” como aquele exercido por pessoa que não é nem acionista nem membro de órgão social, possibilitado por meios jurídicos formais.

¹⁰⁵ As sociedades de economia mista, assim como os demais entes da Administração Pública direta e indireta, são regulados pelo Decreto-Lei nº 200/1967. O artigo 5º, inciso III, desse decreto dispõe que esse conceito restrito de controle rege as atividades das sociedades de economia mista. Já no caso das empresas públicas, nos termos do artigo 5º, inciso II, do Decreto, a totalidade do seu capital social deve pertencer à União Federal.

¹⁰⁶ Trata-se da Companhia Energética de Minas Gerais – Cemig, sociedade de economia mista controlada pelo Estado de Minas Gerais, sobre a qual a companhia nacional AGC Energia S.A., controlada pelas famílias Andrade e Gutierrez, exerce influência significativa.

¹⁰⁷ Eis um exemplo de ocasião em que isso ocorreria: “Este controle externo é, não obstante, exercido também pelo voto. Ocorre que, no caso, o voto não é exercido no interesse próprio do acionista proprietário (controle interno direto) nem do representante (art. 126) do acionista que seria um controlador interno indireto. Trata-se, na espécie, de um controle externo que se utiliza de fato dos votos dos controladores internos, para exercer, através destes, o efetivo e permanente controle da companhia” (CARVALHOSA, 2008, p. 496).

1990.¹⁰⁸ Esse fenômeno é reconhecido pela legislação brasileira, tanto que o artigo 116 da Lei das S.A. deixa claro poder ser o controle societário exercido por pessoas físicas ou jurídicas, ou por um grupo delas. O que a legislação não deixa transparecer é que esse compartilhamento de controle entre diversos agentes pode ocorrer mediante a divisão interna, homogênea ou não, de prerrogativas de decisão entre eles, a qual normalmente é viabilizada formalmente por meio de um contrato, conhecido como acordo de acionistas.¹⁰⁹

Por mais que o controle compartilhado tenha se tornado trivial na organização jurídica empresarial contemporânea, tem-se, na realidade, que as subsidiárias da década de 1970 do BNDES foram, por meio do emprego de acordos de acionistas¹¹⁰ e de ações preferenciais com vantagens políticas, um dos agentes precursores do controle compartilhado no Brasil.

Ao realizar estudo de caso sobre o investimento por participação societária de subsidiária do banco no Polo Petroquímico de Camaçari¹¹¹, na Bahia, que ocorreu em 1975, Borges (2007, pp. 57-61) explica que o compartilhamento de controle era um fenômeno praticamente inexistente na realidade brasileira naquele contexto, tendo sido inserido com inspiração nas práticas empresariais norte-americanas, notadamente aquelas voltadas à contratação de *joint ventures* para a viabilização de empreendimentos específicos, as quais geralmente envolvem o estabelecimento de acordos de acionistas.¹¹²

¹⁰⁸ Assim como Siffert Filho e Silva (1999), Bocater (2012, pp. 833-845) defende a ideia de que o processo de privatização foi o veículo motor para a ascensão do controle compartilhado. Lazzarini (2011, pp. 17-40) também relata ter encontrado recorrentemente relações de compartilhamento de controle decorrentes de acordos de acionistas nas redes de proprietários das maiores empresas brasileiras no período posterior às privatizações.

¹⁰⁹ O acordo de acionistas é um contrato típico, previsto no artigo 118 e seus parágrafos da Lei das S.A. Nos termos do artigo 118: “Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”.

¹¹⁰ De acordo com Carvalhosa (2008, p. 519), mesmo antes da previsão legal do acordo de acionistas pela Lei das Sociedades por Ações, em 1976, estes contratos eram amplamente utilizados “a partir da atividade do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, no setor de investimentos das empresas privadas nacionais, quando se tornou requisito convencional para a sua participação e de suas subsidiárias (Embramec, Fibase e Ibrasa) nos capitais das mesmas”. O controle compartilhado também pode ser exercido sem a utilização de acordos de acionistas ou qualquer outro contrato, mas mediante o comportamento reiterado e informalmente acordado entre os controladores de fato (BOCATER, 2012, pp. 833-845), o que foi observado na relação da BNDESPAR com os demais controladores da companhia Iochpe-Maxion S.A.

¹¹¹ Ficou conhecido como Polo Petroquímico de Camaçari o conjunto de diversas empresas do setor petroquímico, formadas por capitais nacionais, públicos e privados, e estrangeiros, que exploravam suas atividades na região onde fica localizado o Município de Camaçari, na Bahia (LIMA; JORGE NETO, 2002, pp. 750-758). As participações estatais nas empresas do Polo foram incluídas já na primeira fase do Plano Nacional de Desestatização, instituído pela Lei nº 8.031/1990, segundo informações obtidas no sítio eletrônico do BNDES. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Privatizacao/historico.html>. Acesso em: 25 fevereiro 2014.

¹¹² A *joint venture* não é um tipo contratual do direito brasileiro e, pondera-se, nem mesmo em outros ordenamentos jurídicos. Trata-se de uma forma complexa pela qual dois ou mais empresários, os quais

Na época, a Lei das S.A. ainda não havia sequer sido editada¹¹³ e não existia qualquer regulação nacional acerca nem dos acordos de acionistas nem do compartilhamento de controle.¹¹⁴ Essa modalidade de contrato societário, inclusive, era considerada crime no Brasil até então, com amparo no artigo 177, §2º, do Código Penal, e as multinacionais, geralmente norte-americanas ou japonesas, tinham por hábito prever como foro dos acordos de acionistas firmados com companhias brasileiras os seus países de origem para superar esse problema (SOLEDADE, informação verbal, 2014).¹¹⁵

De acordo com Borges (2007, pp. 62-64), no âmbito do II PND¹¹⁶, a viabilização das *joint ventures* que exploraram o Polo Petroquímico de Camaçari contou com a participação de subsidiárias da Petrobrás¹¹⁷, do BNDES e de alguns outros agentes estatais e suas negociações seguiram a lógica do Sistema Tripartite. Nas palavras de Borges (2007, p. 64):

As negociações para definir um modelo que somasse a tecnologia importada, o dinamismo do setor privado, e o apoio do Estado levaram ao “sistema tripartite”, ou “sistema do terço”, em que cada um dos representantes de um desses segmentos entraria com 33,33% do capital, podendo o sócio estrangeiro integralizá-lo com a tecnologia. É importante compreender que, por motivos legais, políticos e estratégicos, essa divisão deveria permitir sempre o controle nacional (Estado mais sócio privado brasileiro, assegurando o atendimento das exigências da lei para o financiamento público) e privado (sócios privados estrangeiros e nacional). Para equilibrar esses interesses conflitantes, a Petroquisa adotou paulatinamente um modelo de estatuto social e de acordo de acionistas, que passou por negociações particulares e coletivas com todos os grupos nacionais e estrangeiros interessados. Esse modelo previa sempre um poder de veto amplo para que qualquer dos três sócios se sentisse confortável e livre de uma exclusão das decisões sociais.

Segundo Schneider (1994, p. 255) e as entrevistas realizadas com Luiz Souto (informação verbal, 2014) e Durval Soledade (informação verbal, 2014), a mesma lógica de interação do Estado com capitais privados nacionais e estrangeiros mediante *joint ventures* se deu para a implantação e aperfeiçoamento das indústrias ligadas aos setores de siderurgia

manterão suas atividades individuais, organizam uma empresa, no sentido econômico do termo, para o empreendimento de um negócio que possa ser especificado ou limitado no tempo. Embora com inspiração medieval, a prática inicial e a difusão internacional da *joint venture* ocorreu a partir do direito anglo-americano como uma alternativa para a realização de negócios de colaboração (ETCHEVERRY, 2005, pp. 144-148), que podem ser viabilizados por diferentes veículos jurídicos, inclusive pela criação de sociedades empresárias (BAPTISTA, 1982, pp. 263- 283; BASSO, 2002, pp. 39-55).

¹¹³ A Lei das S.A. só veio a ser editada em 15 de dezembro de 1976.

¹¹⁴ O Decreto-Lei nº 2.627/1940, que regulava as sociedades por ações antes da lei atual, não continha qualquer previsão sobre tais matérias, nem mesmo uma definição de controle societário com o estabelecimento dos direitos e deveres decorrentes (CARVALHOSA, 2008, pp. 475-476).

¹¹⁵ O artigo 177, §2º, do Código Penal afirma que: “Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral”.

¹¹⁶ Ver nota *supra* 89 sobre o II PND.

¹¹⁷ Trata-se da Petróleo Brasileiro S.A (Petrobrás), sociedade de economia mista controlada pela União Federal que integra a amostra da pesquisa realizada neste trabalho.

e metalurgia e de papel e celulose no Brasil, muito embora em dinâmica de acomodação de interesses mais complexa do que aquela que norteou a implantação da indústria petroquímica em Camaçari e que, provavelmente em função disso, proporcionou aprendizado mais disperso do ponto de vista da instrumentalização jurídica da relação de investimento. Ao falar das primeiras iniciativas de diretores da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), então mineradora estatal brasileira, para a construção de fundição para produção de alumínio sediada no Brasil, Schneider (1994, p. 26) esclarece que

o projeto deparou-se com uma rígida oposição. Diretores das companhias elétricas estatais não queriam garantir energia abundante e barata. Produtores privados de alumínio não desejavam outro concorrente. Altos funcionários do BNDE recusaram-se a financiá-lo. E o Presidente Geisel não o aprovaria sem um sócio privado.¹¹⁸

Tratava-se do ano de 1974, quando a balança comercial brasileira era deficitária na comercialização do produto. Sem o apoio financeiro do então BNDE e um sócio privado nacional para equilibrar o tripé, o projeto realmente ficaria engavetado por vários anos, até que, em 1978, os interesses envolvidos restassem mais balanceados e o financiamento necessário fosse levantado junto ao banco, já no governo do Presidente Figueiredo.¹¹⁹ Nascia, naquele ano, a Albrás.

A controvérsia do alumínio remete a um período imediatamente anterior, o da consolidação do setor siderúrgico nacional. Conhecido como “Banco Nacional do Aço” na década de 1960, o BNDE, sem a intermediação das suas futuras subsidiárias, era controlador da Usiminas e da Cosipa – duas das maiores companhias siderúrgicas nacionais, ao lado da CSN – controlada diretamente pela União, e havia alocado aproximadamente 60 por cento dos seus recursos financeiros no setor no período, tornando-se ator-chave nas tratativas para

¹¹⁸ “De acordo com as especificações, a Albrás não teria um retorno adequado; iria vender alumínio para o Japão a preços menores que os pagos pelos consumidores brasileiros; a proposta estava incompleta e velha; e o acordo dos acionistas deu aos parceiros minoritários japoneses o controle efetivo da *joint venture* (carta do presidente do BNDE Vianna ao presidente da CVRD Rennó, 6 de novembro de 1978). (...) Em algumas de suas objeções, o banco estava simplesmente seguindo procedimentos padrões (por exemplo, rejeitando pedidos a que faltavam dados necessários); porém a objeção central referia-se ao controle. Na metade da década de 1970, o BNDE não financiava *joint ventures* que não fossem controladas pelos parceiros brasileiros e não estava contente com a simples propriedade majoritária. Certas cláusulas do acordo entre acionistas da Albrás davam aos sócios japoneses o poder de veto em questões cruciais como os aumentos de capital e expansão futura. Outras provisões, da perspectiva do BNDE, davam aos parceiros japoneses a oportunidade indevida de paralisar o projeto no meio do caminho se mudassem de ideia. Os diretores do BNDE também estavam preocupados com o banco como instituição. Em certa carta, Vianna escreveu que estava particularmente temeroso de embarcar em um projeto amorfo que absorveria recursos equivalentes aos do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Comprometer esses recursos tornaria o BNDE extremamente vulnerável (enquanto banco) aos riscos do projeto e diminuiria os fundos disponíveis para outros programas. Dessa forma, os técnicos do banco se opuseram à Albrás por motivos institucionais e de procedimento” (SCHNEIDER, 1994, p. 267).

¹¹⁹ Para Schneider (1994, p. 270), a mudança de postura do BNDE foi um sinal de que o banco se tornou mais passível de captura no governo do Presidente Figueiredo.

que os ativos estatais na siderurgia fossem reorganizados em uma *holding* (TREBAT, 1983, pp. 95-102; SCHNEIDER, 1994, pp. 155-170). A Cosipa era uma companhia, de fato, estatal, controlada pelo então BNDE. Já a Usiminas era uma *joint venture* firmada entre o banco e a Nippon Steel, consórcio japonês de companhias voltadas ao setor siderúrgico.¹²⁰

Para consolidar a propriedade estatal na siderurgia brasileira, o governo federal do regime militar empreendeu longas negociações com os dirigentes do BNDE para a compensação pela entrega das suas participações e logrou a criação de uma *holding* para os investimentos estatais no setor em 1973, a Siderbrás, cujas decisões estratégicas cabiam ao Conselho Nacional da Indústria Siderúrgica (Consider). O órgão foi criado em 1968, e nele tinham assento o ministro da Indústria e Comércio, na qualidade de presidente, os presidentes da CSN, do BNDE, do Banco do Brasil e da CVRD, e representantes dos ministérios do Planejamento e de Minas e Energia (TREBAT, 1983, pp. 95-102; SCHNEIDER, 1994, pp. 155-170).

O processo de negociação acabou prolongado pela falta de estrutura institucional para acomodar e equilibrar os interesses envolvidos, principalmente diante da diversidade dos recursos e da dispersão dos capitais públicos nacionais em diferentes *locus* de poder. O setor realmente necessitava de uma organização otimizada, uma vez que as companhias siderúrgicas nacionais, controladas pelo Estado, passavam por restrições financeiras severas em função dos controles de preços impostos na década de 60 (TREBAT, 1983, p. 227). No entanto, mesmo com a reorganização, o Consider – por meio da Siderbrás – continuava a ditar restrições tarifárias impositivas. Ademais, cada subsidiária (principalmente a Cosipa, a Usiminas e a CSN) possuía arranjo próprio de tomada de decisões interno para assuntos como tecnologia, funcionários, administração de caixa e publicidade.¹²¹ No âmbito das três principais subsidiárias de siderurgia, Trebat (1983, p. 239) e Schneider (1994, pp. 168-169) avaliam que a Usiminas, a única conduzida por associação de capitais nacionais e estrangeiros, era a mais bem administrada do ponto de vista das decisões de investimento e de condução diária dos negócios.

Foi na experiência de implantação do Polo Petroquímico de Camaçari que, aliado à futura edição da Lei das S.A., em 1976, e à criação de subsidiárias vocacionadas para

¹²⁰ Estrutura acionária encontrada em Schneider (1994, pp. 149-178). A Usiminas é exemplo de associação entre capitais brasileiros (exclusivamente estatal, no caso) e estrangeiros para o desenvolvimento da indústria de base nacional anterior à Lei das S.A. de 1976. Seus contratos de divisão de poder foram regidos pela lei do país do parceiro estrangeiro.

¹²¹ “The firms receive government instructions regarding pricing and expansion goals, for example, only after these have been filtered through several intermediate decision levels. And the operating firms remain relatively autonomous in matters relating to technology, personnel, cash management, and marketing” (TREBAT, 1983, p. 98).

atuação como investidoras estratégicas, o BNDE iniciou sua experiência com um modelo de instrumentalização jurídica das suas participações societárias que norteia esse tipo de investimento até hoje. A parceria com a Petroquisa foi importante para simplificar o processo de barganha por poder dentro das *joint ventures* que exploraram o polo, uma vez que à Petrobrás não eram impostos os mesmo tipos de restrições governamentais de preços que recaíam sobre a Siderbrás. A Petrobrás detinha considerável grau de autonomia para tomada de decisões de investimento e expansão, ao menos no tocante aos constrangimentos financeiros que a obediência de diretrizes governamentais de viés macroeconômico seria capaz de gerar, como se notava no setor siderúrgico.¹²²

Borges (2007, pp. 64-72) indica que, a partir do investimento no Polo Petroquímico de Camaçari, as subsidiárias do BNDE passaram a firmar acordos de acionistas para atender dois tipos diferentes de necessidades. Uma delas era compor seus interesses econômicos¹²³ com os dos demais acionistas ao participar do capital de risco de um projeto. Para isso, as subsidiárias do banco passaram a participar estrategicamente de decisões societárias de certos empreendimentos, por meio da detenção de prerrogativas de veto nas deliberações de acionistas das companhias-alvo – compartilhadas por todos os membros no Sistema Tripartite – que envolviam: reformas estatutárias em geral¹²⁴; fusões, incorporações, cisões, dissoluções e liquidações; resgate ou conversão de ações, debêntures ou quaisquer obrigações; participação da investida em outras sociedades, salvo em caso de incentivos fiscais¹²⁵; alienação e oneração de bens do ativo permanente acima de valores predeterminados (salvo para garantir empréstimos necessários à execução de projetos ou de planos de expansão); aprovação e modificações em contratos entre a empresa e seus

¹²² Para Trebat (1982, p. 102): “*While the economic and political environment in Brazil encouraged greater autonomy for most state companies in the 1960s and the 1970s, few of the public firms could match the degree of autonomy attained by CVRD, the state-owned iron ore company, and PETROBRÁS. Profitability was the key to a high degree of autonomy in both cases*”. No caso específico da Petrobrás, o autor afirma que “*The company is, technically, subject to the jurisdiction of the Ministry of Mines and Energy and the National Petroleum Council, but in practice the control links have been very loose. PETROBRÁS’s historical ties to the army, its high profits, and its good management reputation have meant over the years that government intervention into the affairs of the company has only been possible with the direct involvement of the Office of the President*” (TREBAT, 1983, p. 105).

¹²³ Nessa época, os interesses econômicos do então Sistema BNDE estavam alinhados com os objetivos do II PND (BORGES, 2007, p. 62; PAIVA, 2012, pp. 61-69).

¹²⁴ As reformas estatutárias incluem a modificação do objeto social da companhia e do seu capital social, já que, nos termos dos artigos 1º, §2º, e 6º da Lei das S.A., cujo conteúdo encontra-se inalterado desde a promulgação da lei, em 1976, tais matérias devem ser previstas no estatuto social e somente podem ser modificadas diante de sua alteração.

¹²⁵ Os incentivos fiscais eram uma política comum no âmbito dos grandes planos nacionais do período desenvolvimentista brasileiro, especialmente nos governos militares (PAIVA, 2012, p. 62; MATTOS FILHO; PRADO, 2012, pp. 191-235; PARGENDLER, 2013, p. 104).

acionistas; aprovação de projetos novos; e transferência de tecnologia a concorrentes¹²⁶ (BORGES, 2007, pp. 71-72).

A composição de interesses empreendida nos acordos de acionistas também cumpria a função de garantir o controle nacional, pois impedia modificações ao capital social, à divisão de poder decisório e à composição dos grupos que o dividiam sem a concordância das subsidiárias do BNDE e dos demais agentes estatais eventualmente envolvidos (BORGES, 2007, pp. 67-76).¹²⁷ Desde aquela época, a lei exige que as empresas que recebem investimento do banco tenham controle nacional, salvo algumas exceções.¹²⁸ Nas palavras de Borges (2007, p. 75):

Enfoca-se aqui o controle do poder de decisão, tomando-se por base a intenção declarada de que a maioria do capital (exigência estrita da lei) deveria pertencer sempre a capitais nacionais (privado e estatal), embora não se devesse subentender que tais capitais constituiriam sempre um mesmo bloco de interesse. As empresas do polo foram constituídas sob a forma de *joint ventures* em que nenhum dos

¹²⁶ Algumas dessas matérias são próximas daquelas que vieram enumeradas no artigo 136 da Lei das S.A., como de aprovação por quórum qualificado nas assembleias gerais, e a reunião de todas elas foi resultado de consenso entre a Petrobrás e o Sistema BNDES após a larga experiência com o Sistema Tripartite (BORGES, 2007, p. 71). Na redação original, de 1976, o artigo 136 dispunha que: “é necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III - criação de partes beneficiárias; IV - alteração do dividendo obrigatório; V - mudança do objeto da companhia; VI - incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão; VII - dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação; e VIII - participação em grupo de sociedades”. Posteriormente, as Leis nº 4.957/1997 e 10.303/2001 alteraram e restabeleceram em medida pouco substancial o teor desse artigo e seus incisos, mas a existência dessa previsão legal, desde a sua redação original e mesmo depois das modificações ocorridas em 1997 e 2001, dá-se em função da necessidade de se enumerar assuntos societários ligados às bases essenciais da organização de uma sociedade anônima, os quais, modificados, podem prejudicar acionistas minoritários ou detentores de ações preferenciais, que têm inclusive o direito de se retirar do quadro social caso a deliberação final dessas matérias, aprovada em assembleia geral de acionistas, seja contrária ao voto que pronunciaram (CARVALHOSA, 2008, pp. 852-857). Trata-se do direito de retirada, previsto no artigo 137 da Lei das S.A. No caso do Polo Petroquímico de Camaçari, todas as partes poderiam vetar esse tipo de deliberação, a qual deveria ocorrer por unanimidade de votos (BORGES, 2007, pp. 73-75).

¹²⁷ No caso das *joint ventures* contratadas para o Polo Petroquímico de Camaçari, ficou estabelecido que a Petroquisa deveria ter sempre ao menos a mesma participação que o acionista ou grupo de acionistas detentor de mais ações com direito a voto (BORGES, 2007, p. 74).

¹²⁸ De acordo com os artigos 37 a 39 da Lei nº 4.131/1962: “Art. 37. O Tesouro Nacional e as entidades oficiais de crédito público da União e dos Estados, inclusive sociedades de economia mista por eles controladas, só poderão garantir empréstimos, créditos ou financiamentos obtidos no exterior, por empresas cuja maioria de capital com direito a voto pertença a pessoas não residentes no País, mediante autorização em decreto do Poder Executivo. Art. 38. As empresas com maioria de capital estrangeiro, ou filiais de empresas sediadas no exterior, não terão acesso ao crédito das entidades e estabelecimentos mencionados no artigo anterior até o início comprovado de suas operações, excetuados projetos considerados de alto interesse para a economia nacional, mediante autorização especial do Conselho de Ministros. Art. 39. As entidades, estabelecimentos de crédito, a que se refere o artigo 37, só poderão conceder empréstimos, créditos ou financiamentos para novas inversões a serem realizadas no ativo fixo de empresa cuja maioria de capital, com direito a voto, pertença a pessoas não residentes no País, quando elas estiverem aplicadas em setores de atividades e regiões econômicas de alto interesse nacional, definidos e enumerados em decreto do Poder Executivo, mediante audiência do Conselho Nacional de Economia.”. Os setores de atividades e regiões econômicas de alto interesse nacional são enumerados pelo Decreto nº 2.233/1997.

sócios possui o poder de decisão isoladamente, resguardando-se a qualquer membro do sistema do terço, entretanto, o poder de veto sobre as decisões com as quais estivesse em desacordo. Tendo em vista o impasse entre essa situação e a orientação interna do BNDE para a concessão de financiamentos, que vetava limitações como essa, vieram a fazer parte dos contratos condições especiais para operação que obrigavam as empresas acionistas a promover oportunamente negociações para reformular o acordo de acionistas e os estatutos sociais das beneficiárias de financiamento, de forma a suprimir quaisquer limitações ao poder de decisão dos sócios nacionais.¹²⁹

O outro tipo de necessidade a ser protegida pelas então subsidiárias do BNDE por meio de acordos de acionistas na lógica do Sistema Tripartite dizia respeito à garantia do poder de fiscalização do banco sobre a empresa que recebeu seu investimento via participação societária, o que ocorria mediante a detenção de prerrogativas de indicação de membros ao seu conselho de administração (BORGES, 2007, pp. 64-72).

Luiz Souto (informação verbal, 2014) é enfático ao afirmar que a reflexão sobre as ferramentas jurídicas societárias já se iniciou com a criação das subsidiárias, salientando que cada uma tinha uma preocupação peculiar, ao mesmo tempo que todas deveriam estar atentas para a estruturação de alternativas de saída, ou desinvestimento, além das regras voltadas à facilitar o relacionamento com os controladores. Ou seja, se o Sistema do Terço era a lógica econômica por trás dos vultosos investimentos alocados na indústria de base – viabilizados especialmente no âmbito da Fibase, em que todas as partes tinham poder de barganha considerável, havendo ainda a questão da transferência de tecnologia para ser pactuada –, outros aportes das subsidiárias, notadamente da Ibrasa, implicavam uma estruturação jurídica menos complexa e um tanto diferente.

Para isso, a utilização de ações preferenciais era – e até hoje, especialmente em companhias fechadas, ainda é – particularmente útil. São basicamente duas as maneiras pelas quais alguém pode adquirir uma participação minoritária em uma sociedade anônima: pela subscrição, ou aquisição por outro meio, de ações ordinárias ou de ações preferenciais.

A participação minoritária pela obtenção de ações ordinárias, sem acordo de acionistas vinculado, não envolve muitas complexidades. Nela, por mais que o acionista possua direitos políticos – já que sua propriedade acionária lhe confere poder de voto –, sua participação societária é muito insignificante diante do quadro total de acionistas para que ele consiga influenciar as decisões da companhia. De todo modo, a Lei das S.A. exige, além

¹²⁹ Borges (2007, p. 75), no entanto, faz a ressalva de que esse tipo de disposição contratual nunca chegou a ser executada nos empreendimentos financiados por participação pelo BNDES no Polo.

da obrigatoriedade da participação deles na distribuição de lucros¹³⁰, alguns direitos voltados à preservação do valor da sua propriedade acionária e ao monitoramento da companhia.

Especificamente às companhias que têm suas ações negociadas no mercado de capitais brasileiro, a Lei das S.A. de 1974 sempre exigiu que fosse realizada oferta pública de aquisição de todos os papéis com direito a voto dos acionistas minoritários, hoje ao menos pelo valor equivalente a 80% daquele pago por cada ação com direito a voto adquirida, em caso de alienação de participação acionária que integre o bloco de controle.¹³¹ Há ainda, tanto em companhias abertas como em fechadas, o direito de retirada¹³² dos acionistas minoritários dissidentes caso tenham manifestado voto contrário a deliberação aprovada relativa a alguma das matérias enumeradas no artigo 136 da Lei das S.A.¹³³ Além disso, para preservar a proporção de suas participações societárias, os titulares de ações em sociedades anônimas fechadas necessariamente têm direito de preferência na subscrição de aumento de capital, o que é facultativo para companhias de capital autorizado que negociam ações no mercado de capitais.¹³⁴

Detentores de ao menos 10% das ações ordinárias de uma companhia também sempre puderam requerer a eleição dos membros do conselho de administração por voto múltiplo e indicar um membro e respectivo suplente ao conselho fiscal.¹³⁵ Pelo voto múltiplo, cada ação tem quantos votos quantas forem as vagas para o conselho, podendo o acionista concentrar todos os seus votos em um único candidato ou distribuí-los entre vários,

¹³⁰ O artigo 202 da Lei das S.A. determina ser obrigatória a distribuição de dividendos a todos os acionistas nos exercícios sociais em que a companhia tiver obtido lucro.

¹³¹ Trata-se do direito dos acionistas minoritários amplamente conhecido na literatura como *tag along* (NENOVA, 2005, pp. 1-37; SCHAPIRO, 2010a; GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, 2011; PARGENDLER, 2013), previsto no artigo 254-A da Lei das S.A. Originalmente, a oferta pública de aquisição das ações dos minoritários em caso de alienação de controle deveria ocorrer pelo mesmo valor oferecido pelas ações dos controladores. Durante o período das privatizações brasileiras, a Lei nº 9.457/1997 suprimiu esse direito dos minoritários para facilitar o processo de venda dos blocos de controle pertencentes ao Estado (NENOVA, 2005, pp. 5-9; SCHAPIRO, 2010a; GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, 2011; PARGENDLER, 2013, pp. 201-214). Posteriormente, a Lei nº 10.303/2001 reestabeleceu o direito de *tag along* legal dos minoritários, mas por oferta de ao menos 80% do valor oferecido pelas ações de controle.

¹³² Também chamado de “direito de recesso” na literatura, como em Carvalhosa (2008, pp. 876-912).

¹³³ As matérias previstas como bases essenciais da sociedade anônima e de modificação por quórum qualificado enumeradas no artigo 136 da Lei das S.A. constam da nota *supra* 126. A retirada do acionista dissidente dá-se pelo reembolso, pela sociedade, do valor da sua propriedade acionária, que ocorre nos termos do artigo 45 e parágrafos da Lei das S.A. – calculado pelo valor patrimonial ou econômico de cada ação. De qualquer maneira, o direito de recesso não se aplica a ações de minoritários com liquidez ou dispersão no mercado (artigo 137, inciso II, da Lei das S.A.).

¹³⁴ Nos termos dos artigos 171 e 172 da Lei das S.A. O direito de preferência legal para a subscrição de ações no aumento de capital não se confunde com aquele estabelecido em acordo de acionistas para que uma parte tenha prioridade para adquirir as ações já subscritas e pertencentes aos outros acionistas contratantes, observado em alguns acordos de acionistas firmados pela BNDESPAR.

¹³⁵ Nos termos do art. 161, § 4º, alínea “a”, da Lei das S.A.

o que facilita a eleição de conselheiros por parte dos minoritários que possuam ações com direito a voto.¹³⁶

Já as ações preferenciais, da maneira que são reguladas na legislação brasileira, não são hoje vistas na literatura como uma boa forma de proteger a propriedade acionária dos minoritários.¹³⁷ Não possuem os seus titulares direito de voto e nem de *tag along*, podendo indicar um membro e seu suplente ao conselho fiscal apenas se forem detentores de ao menos 10% desses papéis em uma companhia¹³⁸, além do direito de deliberar sobre a criação de ações preferenciais novas ou sobre a modificação dos direitos daquelas de que são titulares.¹³⁹

Mas é certo que, em relação à atuação societária do BNDES, o papel de preferencialista sempre foi relevante, principalmente para o investimento em empresas menores, do setor de bens de consumo em geral.¹⁴⁰

Para sanar a falta de direitos políticos das ações preferenciais subscritas pelas subsidiárias do banco, a Lei das S.A. estabeleceu que o estatuto social das companhias emissoras desse tipo de papel poderiam “assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração”¹⁴¹ e “subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais”¹⁴², previsões em vigor nesses exatos termos até hoje e nomeadamente atribuíveis às práticas costumeiras do então BNDE na exposição de motivos da Lei.¹⁴³ Também não é proibido aos

¹³⁶ Nos termos do art. 141 da Lei das S.A.

¹³⁷ De acordo com o artigo 17, incisos e parágrafos, da Lei das S.A., as ações preferenciais não possuem direito a voto, mas têm, cumulativamente ou não, preferência na distribuição de dividendos e no reembolso do capital social, se for o caso. No sentido de não serem uma boa forma de proteger a propriedade acionária de seus titulares, ver Nenova (2005, pp. 1-37) sobre o aumento no valor do controle diante da existência de ações preferencias em uma companhia, a partir da expropriação dos titulares destas pelos controladores. Gilson, Hansmann e Pardendler (2011, pp. 475-537) também são críticos a essa prática societária no Brasil, que permite que o controlador detenha amplos poderes sobre as decisões societárias sem possuir uma parcela significativa da propriedade acionária em contrapartida, o que faz com que tenha maior facilidade para obter benefícios privados às custas dos demais acionistas. No mesmo sentido, Pargendler (2013, pp. 201-214).

¹³⁸ Nos termos do art. 161, §4º, da Lei das S.A.

¹³⁹ Nos termos do art. 136, §1º, da Lei das S.A.

¹⁴⁰ Hoje, a BNDESPAR conserva participações com ações preferenciais em várias empresas da amostra e da sua carteira completa, como se mostra na Tabela 1.

¹⁴¹ Artigo 18, *caput*, da Lei das S.A..

¹⁴² Artigo 19, parágrafo único, da Lei das S.A..

¹⁴³ Nos termos da exposição de motivos da Lei das S.A. (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976): “o artigo 18, sancionando práticas usuais, inclusive nas participações do BNDE, autoriza a atribuição, a determinada classe de ações preferenciais, do direito de eleger representante nos órgãos de administração e do poder de veto em modificações estatutárias”. Desde a constituição das suas subsidiárias, o banco nunca teve intenção de participar das empresas que financiava pela aquisição do controle majoritário. Pelo contrário, a ideia era que os empreendedores que iriam executar o projeto fossem aqueles a tomar as decisões estratégicas de suas empresas (VELASCO JR., 2010, pp. 311-319; PAIVA, 2012, p. 76).

detentores de ações preferenciais firmar acordos de acionistas com o grupo controlador para garantir, consensualmente, o direito de *tag along* do qual a regulação oficial os exclui, além de outras prerrogativas sobre a circulação da propriedade acionária para proporcionar alternativas de desinvestimento, ou mesmo prerrogativas de veto em decisões estratégicas da companhia.

As ações preferenciais, portanto, podem realmente, sem as vantagens políticas previstas no artigo 18 da Lei das S.A. ou decorrentes do estabelecimento de acordos de acionistas, não ser tão responsivas à proteção da propriedade dos acionistas minoritários que as detêm. Mas se sua subscrição ou aquisição se der atrelada à obtenção de direitos políticos e patrimoniais além dos protegidos em Lei, como ocorre na atuação societária do BNDES, podem constituir um veículo adequado para a proteção não apenas do valor da propriedade acionária, mas também de outros interesses pessoalmente atribuíveis à atuação de um banco público de fomento.

Na amostra de companhias examinadas, a Mangels Industrial S.A. era exemplo de investimento da então Ibrasa que se iniciou em 1975 e cuja participação era articulada exclusivamente mediante ações preferenciais, com acordo de acionistas atrelado, assinado em 1979, e que previa prerrogativas de veto amplas para a Ibrasa no que dizia respeito (i) à modificação das regras de governança, (ii) aos direitos concedidos às ações da companhia e (iii) aos níveis de endividamento que poderiam ser assumidos, (iv) a indicação de membro ao conselho de administração pela então subsidiária, (v) a impossibilidade de alienação das ações dos controladores sem autorização (*stand still*) e (vi) direito de preferência para a Ibrasa, (vi) além de *tag along* pelo mesmo valor a ser pago pelas ações de controle. O acordo permaneceria em vigor enquanto a Ibrasa – e, posteriormente, a BNDESPAR, sua sucessora – detivesse ao menos 5% do capital social, sem prazo de resolução. Encontrou-se no formulário de referência da companhia declaração de que o acordo teve sua vigência encerrada em 28 de dezembro de 2012, tendo a BNDESPAR alienado sua participação.

Além da Mangels Industrial S.A., a BNDESPAR ainda mantinha, no período recente pesquisado, participações nas seguintes companhias que remetem à lógica setorial do II PND:

Quadro 1 – Companhias pesquisadas que remetem à lógica setorial do II PND

Companhia	Acordo de acionistas	Setor/ramo de atividade	Posição atual BNDESPAR
-----------	----------------------	-------------------------	------------------------

BRASKEM S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativa de veto para a modificação dos direitos das ações dos minoritários; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%), <i>put option</i> e <i>stand still</i> . Tem vigência enquanto a BNDESPAR for detentora de 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	Produção de produtos químicos e petroquímicos básicos, resinas termoplásticas, utilidades e energia elétrica; prestação de serviços industriais; e participação em outras sociedades.	Influência significativa
COMPANHIA DE RECUPERAÇÃO SECUNDÁRIA	Concedia prerrogativas de veto para todos os controladores, mediante deliberação por unanimidade; indicação de membro ao conselho de administração; e direito de preferência. O acordo de acionistas entre a BNDESPAR e os demais controladores, firmado em 2001, perdeu a vigência quando a Petrobrás adquiriu a totalidade das ações da companhia, em 2011. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	Locação de bens à Petrobrás.	Controle compartilhado
COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL	Acordo de acionistas firmado com o controlador permitia a indicação, pela BNDESPAR, de membro ao conselho de administração da CSN.	Setores de mineração, siderurgia, logística, cimento e energia.	Passiva
FIBRIA CELULOSE S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; e exige período de <i>lock up</i> para ambas as partes a partir da assinatura do acordo de 2009, que antecedia a adesão ao NM. Perde a validade passados 5 anos da sua assinatura. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	Papel e celulose.	Controle compartilhado
GERDAU S.A.	Não há.	Metalurgia e siderurgia.	Passiva
KLABIN S.A.	Não há, mas há participação significativa mediante ações preferenciais.	Empresa brasileira de base florestal. Produtora de papéis e cartões para embalagens, embalagens de papelão ondulado e sacos industriais, além de ser recicladora e produtora de toras para serrarias.	Influência significativa
MAGNESITA REFRATÁRIOS S.A.	Não há.	Mineração, produção e comercialização de extensa linha de materiais refratários.	Passiva
METALÚRGICA GERDAU S.A.	Não há.	Participação e administração no setor de metalurgia e siderurgia.	Passiva
METANOR S.A. METANOL DO NORDESTE	Não há.	Produção, comercialização, importação e exportação de metanol e seus derivados.	Passiva
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	Não há.	Extração mineral.	Passiva
OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A. (ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL)	Não há.	Empresa de administração de participações no setor de petróleo e gás.	Passiva
PARANAPANEMA S.A	Houve acordo para reestruturação de dívida em 2006, do qual eram partes a BNDESPAR, os controladores – fundos de pensão brasileiros – e outros credores, pelo qual prerrogativas de veto eram estruturadas para os credores subscritores de novas ações e o ingresso da companhia ao menos no N1 era exigido (prospecto).	Metalurgia do cobre e suas ligas.	Influência significativa
PETRÓLEO BRASILEIRO S/A PETROBRAS	Não há, mas há controle compartilhado, pois a companhia também é controlada pela União.	Petróleo, gás e energia.	Controle compartilhado

SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Primeiramente firmado em 2004, o acordo de acionistas concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>put option</i> , <i>tag along</i> (100%), obrigação de <i>stand still</i> para os controladores e previa obrigação de adesão ao N1. Esse acordo tinha vigência enquanto a BNDESPAR detivesse ao menos 5% do capital social. Em 2011, quando da subscrição de debêntures conversíveis, as partes firmaram um novo acordo, pelo qual a BNDESPAR obteve prerrogativas de veto e <i>tag along</i> (100%). Convertidas as ações, o acordo vale enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social ou até que a companhia se liste no NM. Primeiramente, adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> , que passaram a ser <i>shareholder-oriented</i> na última versão do acordo.	Indústria e comércio de papel e celulose.	Influência significativa
TUPY S.A.	Trata-se de acordo de acionistas de compartilhamento de controle entre BNDESPAR e PREVI, que determina serem os votos oferecidos em assembleia uniformes entre as partes, podendo cada qual indicar membros de sua escolha ao conselho de administração e fiscal; ambos têm direito de venda conjunta, inclusive em oferta pública de ações, que deve ser realizada pelas partes para a dispersão do controle. Até então, ambos também possuem direito de preferência e obrigação de <i>stand still</i> em caso de não aderência da outra parte à iniciativa de dispersão ou alienação do controle. O acordo é válido até que a oferta pública ocorra ou por prazos prorrogáveis de 5 anos. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	Produtos fundidos para a indústria automobilística, conexões em ferro fundido para aplicações em redes hidráulicas e de gás, granelhas e perfis.	Controle compartilhado
USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	Não há.	Venda de produtos siderúrgicos, como chapas grossas, laminados a quente, a frio, placas, galvanizados, entre outros.	Passiva
VALE S.A.	Acordo da controladora prevê para a BNDESPAR indicação de membro ao conselho de administração; direito de preferência e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores, tratando-se de acordo no qual todas as partes são consideradas controladoras. O acordo é válido por 20 anos, prorrogável por prazos de 10 anos conforme acordado entre as partes. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> . Existe <i>golden share</i> para a União Federal.	Extração mineral.	Controle compartilhado
VALEPAR S.A.	Concede à BNDESPAR indicação de membro ao conselho de administração; direito de preferência e traz obrigação de <i>stand still</i> , tratando-se de acordo no qual todas as partes são consideradas controladoras. O acordo é válido por 20 anos, prorrogável por prazos de 10 anos conforme acordado entre as partes. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .	Holding de instituição não financeira.	Controle compartilhado

Elaboração própria.

As ferramentas jurídicas societárias atreladas à participação nessas companhias no período mais recente mostram uma estruturação jurídica que garante, no mínimo, o monitoramento de decisões estratégicas somente na Braskem, na CRS, na Fibria, na Klabin, na Paranapanema, na Petrobrás, na Suzano, na Tupy, na Vale e na Valepar. Nas demais, mantém-se hoje participações de caráter mais passivo, como será explorado mais profundamente no próximo capítulo.

Quadro 2 - Dispositivos presentes da Lei das S.A. por influência das subsidiárias do então BNDE

Art. 18	Ações preferenciais com vantagens políticas
Art. 118	Acordo de acionistas

Elaboração própria.

Quadro 3 - Direitos resguardados pelas subsidiárias do então BNDE em acordos de acionistas

Fibase	<ul style="list-style-type: none"> - Prerrogativas de veto para reformas estatutárias; realização de fusões, incorporações, cisões, dissoluções e liquidações; resgate ou conversão de ações, debêntures ou quaisquer obrigações; participação da investida em outras sociedades, salvo em caso de incentivos fiscais; alienação e oneração de bens do ativo permanente acima de valores predeterminados, salvo para garantir empréstimos necessários à execução de projetos ou de planos de expansão; aprovação e modificações em contratos entre a empresa e seus acionistas; aprovação de projetos novos; e transferência de tecnologia a concorrentes; - Direito de indicar ao menos um membro ao conselho de administração; - Direito de preferência para adquirir a participação dos demais controladores.
Ibrasa e Embramec	<ul style="list-style-type: none"> - Prerrogativas de veto na modificação das regras de governança; dos direitos concedidos às ações da companhia; e dos níveis de endividamento que poderiam ser assumidos pela companhia; - Direito de indicar membro ao conselho de administração; - Impossibilidade de alienação das ações dos controladores sem autorização prévia; direito de preferência para adquirir a participação dos controladores; e <i>tag along</i> pelo mesmo valor a ser pago pelas ações de controle.

Elaboração própria.

4.3 A crise fiscal, as privatizações e os novos paradigmas do apoio financeiro estatal à atividade econômica

Em 1982, o chamado Sistema BNDES¹⁴⁴ foi reestruturado, tendo ocorrido a unificação da Embramec com a Fibase e a Ibrasa para a criação da BNDESPAR, que passou a ser a única subsidiária integral de participações do banco de fomento (PAIVA, 2012, p.

¹⁴⁴ Conforme informações obtidas no sítio eletrônico do banco, o Sistema BNDES é hoje composto pelo BNDES, pela BNDESPAR e pela Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/>. Acesso em: 7 de março de 2015.

76), tornando-se responsável pela gestão de todos os investimentos de renda variável a partir de então.

A constituição de três subsidiárias de participações societárias diferentes na década de 1970 deu-se em função das prioridades setoriais determinadas pela lógica do II PND. No início dos anos 1980, no contexto de transição lenta e gradual do Governo Figueiredo para a redemocratização do país, ter três estruturas organizacionais diferentes para atuação em renda variável, funcionando autonomamente, já não fazia mais sentido.¹⁴⁵

Esse foi um período de transição política e de profunda crise fiscal no Brasil. Em 1984, chegou a informação, ao público, de que o BNDES havia desenvolvido, com inspiração na experiência deixada pelo seu relacionamento com multinacionais estrangeiras na década anterior, um Modelo de Geração de Cenários em Planejamento Estratégico (PROSPEC) para o futuro. Ao longo da década de 1980 e com o apoio técnico de outras estatais – como a Eletrobrás e a Petrobrás – o banco avaliou que o Brasil buscava o equilíbrio entre um cenário de “Retomada” e um outro de “Ajustamento”.

O primeiro decorria de uma margem de liberdade para a formulação da política econômica interna. Já o segundo implicava a manutenção da contenção salarial e das restrições ao investimento público e à expansão do crédito, além do relaxamento dos controles das importações em função das metas macroeconômicas exigidas pelo FMI.

Ao final da década de 1980, dentro dessa lógica de balanceamento entre a postura tradicional brasileira de fazer política industrial e a necessidade de realizar um ajuste nas contas públicas, emergiram duas diretrizes de política econômica¹⁴⁶ que, ao lado das iniciativas de desestatização e do apoio à melhoria das condições sociais¹⁴⁷, conduziram a alocação dos financiamentos do BNDES até o final do Governo FHC.¹⁴⁸

Uma dessas diretrizes foi chamada de Integração Competitiva e consistia no diagnóstico de que havia condições estruturais favoráveis para a retomada do crescimento no Brasil, em função, em primeiro lugar, da disponibilidade de capacidade ociosa no parque industrial desenvolvido pelas políticas de substituições de importações e, em segundo lugar, do ganho de poder competitivo do setor manufatureiro. Isso permitiria um ritmo razoável de exportações e impulsionaria a gradual recuperação do poder de compra dos salários

¹⁴⁵ Essa informação é salientada principalmente na entrevista com Luiz Souto (informação verbal, 2014).

¹⁴⁶ O desenvolvimento do PROSPEC e os cenários gerados pelo esforço de avaliação do banco são explicados em detalhes por Marques (1988, pp. 293-330).

¹⁴⁷ Foi nesse período que o “S” foi acrescentado ao nome do banco, que passou a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), pelo qual atende até hoje (PAIVA, 2012, pp. 82-88).

¹⁴⁸ Ao avaliarem a competitividade da indústria brasileira no início da década de 1990, Coutinho e Ferraz (1995, pp. 337-340) elaboraram proposta de política econômica sob as mesmas diretrizes a seguir delineadas.

(MARQUES, 1988, pp. 320-330). A outra diretriz consistia no investimento nos setores de informática, microeletrônica, comunicações, biotecnologia e novos materiais, intensivos em tecnologia, mas que não seriam capazes de gerar sozinhos um novo ciclo de expansão na economia global, induzindo, por outro lado, transformações importantes nos setores manufatureiros (MARQUES, 1988, p. 322).¹⁴⁹

Nesse contexto de ajuste fiscal e de mudança de padrões de atuação para o apoio à indústria nacional, a Fibase, que possuía os ativos de maior valor entre as três subsidiárias, incorporou as demais, fazendo nascer a BNDESPAR. As estruturas organizacionais, que tinham culturas de operação diferentes, acabaram intencionalmente consolidadas em uma diretoria única, com corpo próprio, formado pelos funcionários das três antecessoras. A diretoria era própria, mas o presidente sempre foi o mesmo do BNDES, e um dos diretores do BNDES era o seu diretor-superintendente, que depois passou a se chamar diretor vice-presidente. As subsidiárias antecessoras eram ligadas apenas pela presidência do banco e a BNDESPAR desse período também (SOLEDADE, informação verbal, 2014; SOUTO, informação verbal, 2014).

Essas iniciativas de redefinição de escopo e de reorganização interna no BNDES ilustram como o cenário brasileiro reagiu às tendências de reformas neoliberais. A partir da década de 1980, foram adotadas diversas medidas de transformação institucional inspiradas no Consenso de Washington, conhecidas como Reforma do Estado, e que tinham como principal foco o protagonismo das relações de mercado e a estabilização macroeconômica¹⁵⁰ (PIETRO, 2006, pp. 1-25). A crise fiscal que assolou o Brasil a partir do início dos anos 1980, período imediatamente subsequente ao dos grandes planos nacionais de desenvolvimento, trouxe a impressão de que o Estado seria incompetente para a função de protagonista na busca por desenvolvimento econômico (SCHAPIRO; TRUBEK, 2012, pp. 34-40).

Como um dos precursores dessa tendência no país, o BNDES foi pioneiro na experiência de desestatização brasileira, levando sua subsidiária a colocar em prática os pressupostos de financiamento transitório e minoritário nas participações acionárias (VELASCO JR., 2010, pp. 313-315). Não obstante o caráter que se esperava imprimir aos

¹⁴⁹ Essa diretriz de financiamento foi estudada em profundidade por Schapiro (2010a, pp. 160-256), que aponta para o aperfeiçoamento dos instrumentos jurídicos societários utilizados pela BNDESPAR para os investimentos em setores intensivos em tecnologia, tendo cunhado como apoio à Economia Baseada no Conhecimento essa iniciativa de atuação do banco.

¹⁵⁰ Desde esse momento, a política econômica do país volta-se a esforços permanentes para sustentar o chamado “tripé macroeconômico”, formado pelo cumprimento das metas inflacionárias preestabelecidas, pela adoção de taxa de câmbio flutuante e pela geração de superávit primário (ARIDA et al., 2004, p. 1).

investimentos de renda variável, a BNDESPAR encontrava-se no controle acionário de boa parte das empresas financiadas em meados da década de 1980, uma vez que tinha adotado a prática de apoiar empreendimentos em crise, convertendo dívidas de empresas públicas e empresas privadas inadimplentes com o BNDES em participação no seu quadro acionário (PINHEIRO; BONELLI; SCHNEIDER, 2004; VELASCO JR., 2010; PAIVA, 2012). Esses eventos ficaram conhecidos como “operações hospital”, e consistiram no resgate de seis companhias que estavam à beira da falência no início da década de 1980¹⁵¹ (PINHEIRO; BONELLI; SCHNEIDER, 2004, p. 18).

Ocorre que a subsidiária não possuía estrutura jurídica para exercer o controle das financiadas e, além disso, sua situação econômica não permitia qualquer intervenção financeira em porte suficiente para que as empresas revertissem o quadro de crise (VELASCO JR., 2010, p. 313). O desinvestimento, dessa forma, foi a única saída encontrada pelo corpo técnico do banco naquele momento (MOURÃO, 1994, pp. 415-430; VELASCO JR., 2010, pp. 316-320). Luiz Souto (informação verbal, 2014) utiliza o exemplo da Cosinor para ilustrar como a BNDESPAR acabou como desenvolvedora do processo de privatização no Brasil:

Fizemos algumas participações acionárias no passado, lá atrás, ainda na década de 1970, quando surgem essas empresas de participação... A gente não conseguia entender – as pessoas que gerenciavam isso na época – que as empresas poderiam simplesmente quebrar (...). Você tinha um sócio capitalista, digamos assim, e ele não tinha mais condições de fazer aportes na empresa, mas a gente continuou fazendo aportes na empresa... por isso, [a companhia] virou uma estatal (...) a Cosinor é um exemplo clássico, lá em Recife, certo? Era uma pequena siderúrgica, da qual a gente acabou virando dono. E aí não tinha nenhum sentido você ter uma siderúrgica controlada pelo BNDES que não conseguia apresentar resultados, com uma pressão, um conjunto de trabalhadores enorme, principalmente naquele período, etc.(...). Então, o processo de privatização (...) começa pelo BNDES com as suas próprias empresas.

A BNDESPAR encontrava-se em situação financeira deficitária desde a fusão das suas antecessoras, em 1982, e sem condições de investir de maneira eficiente nem em empresas promissoras novas nem nas já financiadas, que também se encontravam em quadro agudo de crise. De 1987 a 1989, ainda no governo Sarney, 17¹⁵² empresas estatais das quais a subsidiária participava foram privatizadas, o que lhe rendeu situação financeira

¹⁵¹ Luiz Souto (informação verbal, 2014) esclareceu que as companhias “estatizadas” estavam na carteira de participações da Embramec. De qualquer forma, as companhias da carteira da Ibrasa também eram problemáticas, incluindo empresas de bens de consumo de porte muito pequeno, que geralmente eram abertas em um mercado de capitais marcado por incentivos fiscais de investimento controversos na década de 1970 (ver nota *supra* 94).

¹⁵² Das 17 empresas estatais privatizadas nesse período, 11 eram controladas pela BNDESPAR e, para duas delas, a Covafi e a Usiba, a subsidiária atuou, na realidade, como agente de privatização da Sidebrás, pois não detinha participação nessas companhias, não obstante o BNDES fosse importante credor de ambas (VELASCO JR., 2010, pp. 313-322).

superavitária em 1988, pela primeira vez em seis anos. A partir desse ano, a BNDESPAR passou a investir preponderantemente em projetos novos, sendo os aportes a empresas já financiadas um percentual mínimo dos valores despendidos, o que caracterizou uma renovação na carteira de clientes do Sistema BNDES e viabilizou a continuidade não apenas do seu modelo de financiamento industrial mediante participação societária, mas também um equilíbrio financeiro que favorecia a atuação do BNDES como prestador (VELASCO JR., 2010, pp. 320-326).

A experiência da BNDESPAR com as privatizações empreendidas no final da década de 1980 influenciou os planos nacionais de desestatização que marcaram o cenário brasileiro na década de 1990¹⁵³ e a regulação a eles atrelada, tendo ocorrido a privatização de 36 outros grupos empresariais estatais brasileiros de 1991 a 2000 (SCHAPIRO; TRUBEK, 2012, pp. 36-37). O BNDES atuou como agente de privatização nesse processo a partir do governo Collor, com o apoio técnico da sua subsidiária, que havia adquirido expertise única no Brasil para empreender processos de desestatização de empresas (VELASCO JR., 2010, p. 324).

No Governo Figueiredo, havia sido instituída uma Comissão Especial de Desestatização, mas nenhuma operação de lançamento de estatais no mercado privado chegou a ocorrer. Já no governo Sarney, os eventos de privatização empreendidos consistiram, na realidade, na devolução ao mercado de companhias que haviam sido “estatizadas” pela BNDESPAR. Ainda em 1985, a administração Sarney criara um Conselho Interministerial de Privatização e editara o Decreto nº 91.991/85 para dispor sobre o processo de privatização das companhias sob o controle direto ou indireto do governo federal. A regulação da desestatização acabou se consolidando em 1988, com a edição do Decreto nº 95.886/88, pelo qual foi estabelecido um Programa Nacional de Desestatização. O presidente do BNDES e o presidente da CVM tinham assento, para fins de acompanhamento das atividades, no Conselho Federal de Desestatização previsto pelo Decreto e as atividades da BNDESPAR de privatização já haviam se iniciado no ano anterior (VELASCO JR., 2010, pp. 314-326).

A BNDESPAR empreendia os seguintes passos para viabilizar o processo de devolução de estatais ao mercado. Primeiramente, eram identificados os pontos críticos da companhia-alvo. Em praticamente todos os casos, desde o Governo Sarney até o Governo

¹⁵³ Para mais detalhes acerca da participação do BNDES nas privatizações brasileiras ver Mantega (2001) e Velasco Jr. (2010).

FHC, era necessária alguma reorganização financeira de dívida.¹⁵⁴ Além disso, podiam existir acordos de acionistas ou cláusulas estatutárias restritivas à circulação de ações ou outros ativos, ou até mesmo que, por seu teor, prejudicassem a atratividade da aquisição da companhia pelo público. Assim, os direitos de preferência costumavam ser respeitados, especialmente na primeira fase do processo de privatização, mas as regras internas e os acordos de acionistas poderiam ser repactuados para tornar a venda mais atrativa.¹⁵⁵ A subsidiária refletia ainda sobre a conveniência de criar uma “classe de ações com poderes e direitos especiais, sem correlação com o percentual detido em relação ao capital votante ou ao capital da empresa, com o objetivo de assegurar determinados compromissos por parte do novo acionista controlador” (VELASCO JR., 2010, p. 327), como hoje é conhecida a *golden share*.¹⁵⁶ Verificava-se também a existência e possibilidade de demandas judiciais movidas pelos antigos controladores das companhias em função da alienação da empresa, o que foi uma questão relevante na primeira fase de privatizações, com as companhias que haviam sido resgatadas pela BNDESPAR.¹⁵⁷

Identificados os pontos críticos, estruturava-se uma comunicação ao público e refletia-se sobre o melhor modelo para a venda do controle acionário em cada caso. O comunicado visava a justificar a operação de privatização e foi uma experiência pioneira de conferir transparência a uma atividade conduzida pelo Sistema BNDES:

Em uma linha de aprendizado, ocorreu uma substancial evolução, quantitativa e qualitativa, do material publicado pela BNDESPAR na imprensa nacional, a partir do edital da Caraíba Metais, com a introdução do que se denominou “Informação ao Público”, que passou a constar de todos os processos subsequentes. Essa informação, publicada na imprensa em linguagem menos técnica, junto com os editais, continha a visão da BNDESPAR sobre os motivos e benefícios da privatização da empresa, uma completa explicação sobre as regras contidas nos editais e, ainda, uma indicação da eventual perda do Sistema BNDES no

¹⁵⁴ “A reorganização financeira envolvia aporte de capital, conversão de créditos detidos em conta capital, consolidação de dívidas de curto prazo em empréstimos de longo prazo etc. A BNDESPAR se deparou com essa questão em quase todos os seus casos de privatização (VELASCO JR., 2010, p. 327).

¹⁵⁵ Segundo Velasco Jr. (2010, p. 328), “a BNDESPAR enfrentou essa questão, de forma mais marcante, nos casos das alienações das ações da Aracruz Celulose, da Sibra e da Cia. de Celulose da Bahia (CCB).

¹⁵⁶ Hoje, essa possibilidade de cláusula estatutária está prevista na Lei das S.A. Trata-se da ação preferencial especial, ou *golden share*. Conforme previsão do artigo 17, § 7º, inserido pela Lei nº 10.303/2001: “nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar”. Há quem a considere uma forma de o Estado efetivamente exercer influência sobre as companhias privatizadas (SCHNEIDER, 2013a, p. 28). No entanto, em duas empresas da amostra (Vale e Embraer) essa modalidade de ação foi encontrada no estatuto, mas não há relatos de que o Estado já tenha se utilizado dessa prerrogativa de influência societária direta. Velasco Jr. (2010, p. 328) afirma que essa ação preferencial especial foi prevista no estatuto da Caraíba Metais “objetivando garantir aos pequenos consumidores de cobre metálico do país, independentemente de serem ou não titulares dessas ações, o recebimento de parte da produção da companhia”.

¹⁵⁷ Velasco Jr. (2010, p. 328) indica que houve questões problemáticas nesse sentido com a Cimetal Siderurgia, com a CCB e com a Cosinor.

empreendimento, por meio da discriminação dos aportes de capital realizados, o que permitia a comparação com o valor do preço mínimo estabelecido. Como forma de ampliar o acesso da sociedade às informações das empresas em alienação, os editais em sua forma completa também passaram a ser colocados, sem ônus, à disposição de todos os interessados (VELASCO JR., 2010, pp. 328-329).

No primeiro período de privatizações, prevaleceu o modelo de venda das ações detidas pelo Estado em bloco único, mediante leilões em viva voz realizados em bolsa de valores¹⁵⁸, nos quais os adquirentes dos lotes poderiam realizar o pagamento com créditos securitizados que detinham contra a União. Era normalmente exigido que um percentual minoritário fosse oferecido aos funcionários da companhia. Além disso, finalizado o processo de venda do controle, o edital de privatização geralmente previa a realização de novos leilões para livre distribuição secundária de participações minoritárias e sobras de ações não subscritas quando o processo previa aumento de capital. Da mesma maneira, ocorriam distribuições secundárias de participações minoritárias da própria BNDESPAR, que acabava acontecendo em lotes com limites máximos de aquisição por cada investidor, objetivando incentivar a dispersão (VELASCO JR., 2010, pp. 334-336).

Se a subsidiária permanecesse no quadro societário, exigia-se dos novos controladores a adesão a acordo de acionistas, cujas condições já constavam do edital de privatização. Além das cláusulas com previsão de prerrogativas de veto e indicação de membro ao conselho de administração pela subsidiária, passou-se a exigir também a abertura das companhias fechadas à negociação de ações no mercado de capitais, para buscar liquidez às ações dos minoritários (VELASCO JR., 2010, pp. 329-333).

Até o Governo Sarney, o processo de desestatização empreendido pela BNDESPAR no âmbito da sua própria carteira voltou-se a uma lógica de saneamento interno, em função da sua política de auto-sustentabilidade financeira, que vinha sendo consolidada como diretriz prioritária do Sistema BNDES desde 1984 (VELASCO JR., 2010, pp. 314-326; SCHNEIDER, 1991).¹⁵⁹ A partir do governo Collor, por sua vez, o Sistema BNDES já havia reestabelecido sua viabilidade financeira e auxiliou não apenas na elaboração da Medida Provisória nº 155/90, que se converteria na Lei nº 8.031/90,

¹⁵⁸ Em casos mais raros ocorriam mediante lances entregues em data especificada, em envelope fechado (VELASCO JR., 2010, pp. 320-355).

¹⁵⁹ Nas palavras de Schneider (1991, p. 315): “As privatizações tiveram pouco a ver com o Conselho de Desestatização criado pelo governo Sarney, mas sim por conta da atuação do BNDES. Tratava-se de uma orientação pragmática do Banco, que entendia a privatização com um meio de fortalecer uma intervenção desenvolvimentista em setores outros situados na ponta do desenvolvimento tecnológico. Em outras palavras, o BNDES estaria buscando uma reciclagem alocativa dos seus recursos. Assim, dada a posição pouco privatizante do governo, o surpreendente é que o seu programa de desestatizações tenha ido tão longe. E, se isso ocorreu, devia-se, fundamentalmente, à preocupação de funcionários de escalão intermediário em racionalizar o Estado desenvolvimentista”.

instituindo o Programa Nacional de Desestatização, como também ajudou a conferir aceitação social ao processo de privatização, que se intensificaria daí em diante até a sua fase final, no Governo FHC.

Velasco Jr. (2010, pp. 340-357) explica que havia uma rede de apoio mais óbvia no setor privado à intensificação do processo de privatização. Dentre os atores envolvidos, estariam empresas de consultoria, de auditoria, escritórios de advocacia, bancos de investimento e instituições financeiras em geral.¹⁶⁰ Mas Collor não teria base aliada no governo, além do próprio BNDES, para aprovar a legislação das privatizações, e os líderes da indústria privada não manifestavam simpatia pelo processo, já que eram atores que se beneficiavam do *status quo*. Havia também a oposição esperada dos sindicatos e dos segmentos de esquerda e estatistas, mas aquela era mitigada pela participação dos funcionários nos leilões de ações das estatais e esta, pela participação das próprias companhias controladas pelo Estado e dos fundos de pensão de servidores públicos no processo de aquisição de ações.

A primeira operação de privatização do Governo Collor serviu para legitimar o processo que se aprofundaria ao longo do restante da década e marcaria o início de um período em que a BNDESPAR se consolidou como indutora do mercado de capitais.

Trata-se da privatização da Usiminas, que ocorreu com esforços de dispersão acionária, sem venda em bloco que ensejasse a formação de um grupo controlador. Ao final do processo, a companhia concretizou a seguinte composição acionária: BNDES (0,6%); Nippon-Usiminas (13,8%); outros acionistas já existentes (0,3%); empregados (9,6%); CVRD (15%); Previ (15%); Fundo de Pensão dos Funcionários da Vale do Rio Doce (Valia) (7,7%); 17 outras entidades de previdência privada (3,4%); Banco Bozano Simonsen (7,6%); Banco Econômico (5,7%); outras instituições financeiras (14,9%); empresas distribuidoras de aço (4,4%); e outros acionistas adquirentes (2,0%). Posteriormente, esses adquirentes empreenderam outras compras e vendas de ações e surgiu um grupo de controle, ligado por acordo de acionistas. No entanto, as privatizações dos governos Collor e Itamar Franco seguiram esse modelo de venda com esforços de dispersão, eventualmente havendo a reestruturação de grupo de controle posterior (VELASCO JR., 2010, pp. 340-361).

¹⁶⁰ Nesse período, todas as instituições reguladas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), nomeadamente entidades privadas de previdência privada, sociedades seguradoras e de capitalização, além das instituições financeiras, deveriam adquirir compulsoriamente Certificados de Privatização, que eram títulos de dívida contra a União a ser utilizados como moeda de troca em leilões de privatização (VELASCO JR., 2010, p. 341).

Especificamente no governo Itamar Franco, preocupações com o meio ambiente, realocação de funcionários e defesa da concorrência apareceram na regulamentação do PND (VELASCO JR., 2010, p. 359). Paralelamente, em algumas companhias pesquisadas (Tabela 2) – aquelas decorrentes de processos de privatização e outras, típicas da Economia Baseada no Conhecimento –, encontraram-se acordos de acionistas que apresentavam cláusulas gerais segundo as quais, além da maximização de valor da empresa e enquanto a BNDESPAR fosse acionista, deveriam ser adotadas políticas especiais de capacitação para realocação de empregados demitidos no mercado, de cumprimento estrito da legislação ambiental e de inclusão de pessoas com deficiência, bem como conduta responsável perante os consumidores, órgãos públicos, comunidade em geral e respeito às diretrizes da livre-concorrência. Essas cláusulas gerais foram classificadas como *stakeholder-oriented*.

Ainda em meados da década de 1990, a BNDESPAR foi reconhecida em duas ocasiões por ter utilizado estratégias inovadoras no mercado de capitais em operações de privatização. Uma delas foi a colocação de *depository receipts* com lastro em sobras de ações do leilão de privatização da Usiminas para venda em bolsa de valores no exterior, iniciativa premiada pela *International Financing Review* como operação do ano de 1994 (*The Deal of the Year*) no Brasil. Até então, ainda não haviam sido lançadas sobras de ações de companhias privatizadas no exterior.

A outra ocasião foi a operação especial de venda de títulos da Eletrobrás, que recebeu o prêmio Criatividade do Ano de 1994 da então Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ). Tais títulos (designados como *units*) consistiam no oferecimento conjugado de ações, opções de venda (*put option*) e opções de compra (*call option*) desses papéis da companhia, estratégia de lançamento de valores no mercado também inédita até então. Ambas as operações ocorreram no âmbito do processo de venda de participações minoritárias pertencentes a empresas estatais e órgãos da administração pública, no qual a BNDESPAR, por delegação do seu controlador, figurava como gestora.¹⁶¹

Além disso, o BNDES também era normalmente contratado como gestor das privatizações de companhias elétricas estaduais. Como essas companhias estaduais, que eram submetidas a processos de privatização por iniciativa local, enfrentavam situação financeira deficitária, o banco articulou a sua posição de gestor com a de financiador da seguinte maneira:

¹⁶¹ Ambas as informações foram encontradas no Relatório Anual de 1994 do BNDES (BNDES, 1995). O processo de venda de participações minoritárias pertencentes a empresas estatais e órgãos da Administração Pública foi instituído pelo Decreto nº 1.068/94.

O estado interessado criava uma sociedade de propósito específico (SPE) e transferia para esta, como bens para a formação do capital social, as ações da empresa distribuidora de que não necessitava para exercer o controle. Como consequência, tais ações passavam a fazer parte do ativo dessa nova empresa. Esta, então, emitia debêntures cujo pagamento, por opção do debenturista, poderia ser em dinheiro ou por entrega, pela empresa emissora, de ações que compunham seu ativo (SANTOS, 2006, p. 48).

Com isso, a dívida das companhias estaduais era reestruturada e as ações de controle eram submetidas a processo de privatização. Se interessasse financeiramente à BNDESPAR, suas debêntures, emitidas pela SPE, poderiam ser utilizadas como pagamento por ações da companhia privatizada. Essa estratégia foi utilizada na privatização parcial da Cemig, por exemplo e, embora sem tipificação legal, as debêntures com essa possibilidade de remuneração ficaram conhecidas como debêntures permutáveis ou transformáveis e sua utilização culminou na inserção do §2º no artigo 54 da Lei das S.A. em 2001 (SOLEDADE, informação verbal, 2014).¹⁶²

No contexto das privatizações, a BNDESPAR era uma investidora muito ativa no mercado de capitais, e provavelmente a mais sofisticada.¹⁶³ Desde o início da década de 1990 a subsidiária supria recorrentemente os meios de pagamento nas privatizações, uma vez que o BNDES era detentor de dívidas securitizadas contra o Tesouro Nacional, decorrentes dos empréstimos que realizara para as estatais da União submetidas ao processo de desestatização (VELASCO JR. 2010, p. 342). Mesmo sem isso, no entanto, os Relatórios Anuais do BNDES de 1994 a 1999 (BNDES, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000) demonstram que a subsidiária procurava aproveitar oportunidades de aquisição e desinvestimento no mercado de capitais em torno de situações que parecessem lucrativas.

Já no Governo FHC, quando foram empreendidas as privatizações mais complexas e controversas do programa, a BNDESPAR chegou a participar do grupo adquirente de algumas das *holdings* criadas para a privatização do Sistema Telebrás.¹⁶⁴ Tanto nesse caso,

¹⁶² Esse artigo, inserido na Lei das S.A. pela Lei nº 10.101/2003, tem o seguinte teor: “A escritura de debênture poderá assegurar ao debenturista a opção de escolher receber o pagamento do principal e acessórios, quando do vencimento, amortização ou resgate, em moeda ou em bens avaliados nos termos do art. 8º”. Enquadra-se na definição de “bens” ações ou outros valores mobiliários.

¹⁶³ Nos termos do Relatório Anual de 1994: “Com a recuperação do nível da atividade econômica no país – notadamente a partir da implementação do Plano Real – e as perspectivas de retomada dos investimentos, a BNDESPAR, atenta às mudanças verificadas no cenário macroeconômico, adotou diferenciadas alternativas de atuação, desenvolvendo novos produtos financeiros (com ênfase em operações inovadoras voltadas para o mercado de capitais), tanto relacionadas às aplicações quanto às monetizações de ativos. Utilizaram-se, sistematicamente, técnicas de engenharia financeira, inclusive com uso de derivativos, nas operações de desinvestimento. Foi também aprovada uma operação de *swaption* (opção de troca), produto pioneiro no mercado de capitais, destinado a permitir o rebalanceamento de grandes carteiras sem, contudo, exercer pressões de oferta e demanda junto ao mercado de capitais.” (BNDES, 1995, p. 56).

¹⁶⁴ Velasco Jr. (2010, pp. 371-376) relata em detalhes como o processo de privatização ocorreu nos dois mandatos do governo FHC. Sabe-se que a BNDESPAR participou do consórcio adquirente de algumas das

como no da privatização da CVRD, o bloco de controle foi vendido em leilão público em bolsa de valores, mas mediante propostas fechadas de grupos adquirentes (VELASCO JR., 2010, pp. 371-376). No caso da CVRD, os adquirentes tiveram de constituir uma SPE para controlá-la, a Valepar S.A., da qual a BNDESPAR veio a adquirir participação posteriormente. De qualquer maneira, a subsidiária já detinha participação minoritária na Vale, adquirida em leilão de privatização.¹⁶⁵

Como nem todas as companhias estatais privatizadas eram abertas, mas os processos de venda das ações eram sempre realizados em bolsa de valores, por muito tempo os procedimentos adotados foram sendo pautados exclusivamente pela regras estabelecidas caso a caso nos editais (VELASCO JR, 2010, pp. 315-371). Até que, em 1998, foi editada a Instrução CVM nº 286, que regula a alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público (SOLEDADE, informação verbal, 2014).

A preocupação em desinvestir também foi enfatizada. Na mensagem de apresentação do Relatório Anual de 1994 do BNDES, por exemplo, seu então presidente Pêrsio Arida afirma que

“Através da BNDESPAR, também fomos muito ativos nos mercados de capitais: durante o ano diversificamos a carteira de ações e vendemos mais de US\$ 350 milhões em participações acionárias, aproveitando o bom momento das bolsas de valores e aumentando os recursos em moeda à disposição do Banco.” (BNDES, 1995, p. 4).

O BNDES vinha igualmente se utilizando da sua subsidiária para fortalecer sua estrutura de capital por meio da captação de recursos no mercado nesse período. Segundo Prochnik e Machado (2008, pp. 3-34), entre os anos de 1997 e 2001, o retorno líquido sobre as próprias operações não deixou de ser a maior fonte de recursos do Sistema BNDES, mas as captações em mercado ficaram em segundo lugar. A representatividade das captações em mercado foram particularmente expressivas entre 1997 e 1999, período no qual a BNDESPAR tornou-se uma companhia aberta e passou a emitir debêntures e outros títulos de dívida no mercado de capitais para autofinanciar o sistema BNDES.¹⁶⁶

holdings constituídas para a privatização do Sistema Telebrás, segundo os acordos de acionistas relacionados à Telemar Participações S.A. e companhias do mesmo grupo econômico.

¹⁶⁵ Ambas as companhias fazem parte da amostra e essas informações foram obtidas no levantamento de dados. A participação da BNDESPAR na Vale e na Valepar será abordada em maiores detalhes no Capítulo 5.

¹⁶⁶ Durval Soledade (informação verbal, 2014) explicou que a BNDESPAR emitiu títulos de dívida primeiramente na bolsa de valores de Nova Iorque. Para que isso ocorresse, a *Securities Exchange Commission* (SEC), autoridade regulatória do mercado de capitais nos Estados Unidos, exigiu que a subsidiária se registrasse como companhia aberta na CVM também.

Os processos de privatização, assim, não modificaram a intervenção direta do Estado brasileiro na economia tão profundamente. Apesar dos esforços empreendidos pelo governo nacional para se adequar à agenda internacional de reformas neoliberais, o resultado das privatizações brasileiras serve para demonstrar que as instituições realmente estão inseridas em um contexto específico. O padrão de propriedade das grandes empresas nacionais se modificou, mas a participação dos agentes ligados ao Estado nesse processo, a exemplo da BNDESPAR, apenas se renovou.

No que diz respeito às transformações internas ocorridas na estrutura de propriedade das maiores empresas brasileiras, em contraposição à concentração de propriedade e ao controle nacional característico do Sistema Tripartite, a pesquisa de Siffert Filho e Silva (1999, pp. 375-410)¹⁶⁷ apresenta achados relevantes. Apesar das forças de dependência da trajetória¹⁶⁸, as maiores empresas brasileiras passaram a ter, no cenário pós-privatizações, a estrutura de propriedade explicitada a seguir.

Em uma tipologia de propriedade acionária com cinco outros tipos, o modelo designado por propriedade minoritária dominante, no qual um acionista, ou conjuntos deles¹⁶⁹, possui entre 20% e 50% das ações com direito a voto, em que também há controle compartilhado, cresceu significativamente entre as 100 maiores empresas não-financeiras brasileiras de 1991 a 1998¹⁷⁰, passando de apenas 5 empresas no ano inicial para 23 no ano final. Ao mesmo tempo, o modelo identificado como de propriedade governamental, no qual “o governo (local ou nacional) possui a maioria das ações com direito a voto”, diminuiu significativamente na mesma amostra, passando de 38 empresas no ano inicial de coleta de dados para 12 no ano final (SIFFERT FILHO; SILVA, 1999, pp. 401-402).

Há ainda outros tipos identificados. O da propriedade dispersa, na qual “nenhuma entidade ou pessoa possui mais de 20% das ações com direito a voto”, permaneceu

¹⁶⁷ Siffert Filho e Silva (1999, pp. 375-410) avaliaram as transformações ocorridas nas maiores empresas não-financeiras da economia brasileira durante os anos 90 a partir dos processos de fusões e aquisições ocorridos entre 1991 e 1998 e da mudança de controle das 100 maiores empresas brasileiras no mesmo período.

¹⁶⁸ Segundo Borges (2007, pp. 83-86), o modelo do Sistema Tripartite, formalizado por acordos de acionistas, condicionou os meios e os resultados das privatizações ocorridas no período posterior no setor petroquímico, fazendo com que a aquisição das antigas participações estatais fosse realizada pelos demais controladores das empresas, que tinham o direito de preferência. Paradoxalmente, em um contexto em que se procurava implantar o *rule of law*, não era aceitável que contratos realizados pelo Estado fossem quebrados para a realização de um modelo de privatização aberto a uma estrutura de propriedade mais dispersa. A conclusão do autor tem um forte tom de dependência da trajetória, pois ele considera que o nosso capitalismo tomou as feições atuais por conta das escolhas que foram realizadas no passado.

¹⁶⁹ De acordo com os autores, esses acionistas podem ser pessoas físicas ou jurídicas, nacionais ou estrangeiras, privadas ou públicas (SIFFERT FILHO; SILVA, 1999, p. 401).

¹⁷⁰ A amostra da pesquisa foi composta pelas “100 maiores empresas não-financeiras da economia brasileira de acordo com o critério da receita operacional líquida nos anos de 1990, 1995, 1997 e 1998” (SIFFERT FILHO; SILVA, 1999, p. 401).

insignificante na amostra e períodos pesquisados. Já o da propriedade familiar, na qual “uma pessoa ou família detém a maioria – ou seja, mais de 50% – das ações com direito a voto”, incluindo-se também “nessa categoria as fundações, pois elas refletem o desejo pessoal do fundador de transferir para a família algum grau de controle”, permaneceu estável e significativo na amostra, passando de 27 empresas em 1991 para 26 em 1998. O modelo da propriedade estrangeira, “quando uma multinacional estrangeira detém a maioria das ações com direito a voto”, também cresceu na amostra, embora de maneira menos significativa, passando de 27 empresas em 1991 para 34 em 1998. Por fim, o modelo designado como das cooperativas, no qual a “companhia está registrada como uma cooperativa ou, em alguns casos, a maioria das ações com direito a voto pertence a um grupo de cooperativas”, também se mostrou insignificante na amostra (SIFFERT FILHO; SILVA, 1999, pp. 401-402).¹⁷¹

Por outro lado, além dessas transformações nas estruturas de propriedade e controle das maiores empresas brasileiras¹⁷², surge o fenômeno do Capitalismo de Laços. Ao analisar a estrutura societária de um total de 804 das maiores empresas brasileiras, dentre as quais constam várias resultantes das privatizações, Lazzarini (2011, pp. 17-40) constata que, na complexa pirâmide de acionistas que caracteriza as empresas nacionais, o Estado brasileiro consta como um dos principais proprietários últimos, diretamente, através da BNDESPAR e da própria União e, mais indiretamente, por meio de fundos de pensão de funcionários de estatais.

Lazzarini (2011, pp. 17-40) relata que a execução dos planos nacionais de desestatização ocasionou críticas baseadas em dois grandes sentidos comuns. Um deles é de que a economia nacional estaria sofrendo um processo de desnacionalização, uma vez que mais da metade das receitas de vendas das empresas estatais advieram de agentes estrangeiros, o que significaria uma perda do poder de influência dos grupos domésticos nas decisões empresariais locais. O outro é que a diminuição da participação do Estado na economia poderia ter um efeito negativo, pois os interesses dos acionistas privados que passaram, em tese, a ter o controle das empresas privatizadas não necessariamente estariam alinhados às políticas governamentais.

¹⁷¹ A tipologia de estruturas de propriedade acionária e controle foram elaboradas com base em Thomsen e Pedersen (1997, pp 19-21 *apud* SIFFERT FILHO; SILVA, 1999, pp. 375-410).

¹⁷² Demonstradas não apenas em Siffert Filho e Silva (1999, pp. 375-410), mas também na obra “Capitalismo de Laços” de Lazzarini (2011, pp. 17-40).

O autor resolveu então construir redes corporativas para revelar as ligações entre as 804 maiores empresas brasileiras¹⁷³ – cujas estruturas acionárias adotavam uma feição piramidal complexa – e seus proprietários, com inspiração na Teoria dos Mundos Pequenos.¹⁷⁴ A rede corporativa é composta pela aglomeração de acionistas que participam das mesmas empresas, em relações diretas, e também por atores de ligação, que participam e têm participações em várias empresas diferentes, proporcionando a comunicação entre atores não diretamente conectados (LAZZARINI, 2011, pp. 17-40).

Para revelar o quão aglomeradas eram as redes corporativas das empresas analisadas, Lazzarini (2011, pp. 17-40) elaborou um coeficiente de agrupamento a partir da proporção de ligações diretas entre quartetos de dois acionistas que tivessem ambos participações em duas empresas diferentes – diante do número total de quartetos conectados por proprietários e firmas encontrados na amostra, mas não necessariamente com participações cruzadas. Foi calculada ainda a distância média existente entre os diferentes atores – donos e empresas –, considerando que nem todos eles estão conectados diretamente, mas têm contato indireto uns com os outros mediante os atores de ligação. Por fim, calculou-se também o grau de centralidade média dos diversos atores da rede em conjunto e separadamente, para demonstrar o nível de conexão tanto da rede como um todo como dos diferentes tipos de atores que nela se encontram, com base na sequência de laços diretos e indiretos encontrados.

Lazzarini (2011, pp. 17-40) calcula, a partir daí, um índice de mundo pequeno das maiores empresas brasileiras, que é o resultado da divisão do coeficiente de agrupamento pela distância média entre os atores – diante do valor que seria esperado a partir de uma rede formada ao acaso, com o mesmo número de laços, mas sem um perfil lógico de interligação entre seus atores. Em 1996, período intermediário dos planos de desestatização, o índice mostrou que as empresas brasileiras eram quase 30 vezes mais aglomeradas que uma rede com número igual de laços, mas formados ao acaso. Em 2003, passado o período das privatizações, o índice praticamente se manteve e, em 2009, subiu para 40. Os atores das principais empresas brasileiras, portanto, parecem atuar em redes cada vez mais aglomeradas.

¹⁷³ Nas palavras de Lazzarini (2011, p. 144), as análises do seu trabalho “se valem de uma base de dados de grandes empresas no Brasil, observadas em três anos distintos (1996, 2003 e 2009). A base incluiu todas as empresas de capital aberto listadas na Bovespa e as maiores empresas de capital fechado estabelecidas no país (especificamente, firmas de capital fechado que figuravam, em cada ano, entre as 200 maiores empresas brasileiras segundo a série *Maiores e Melhores* da revista *Exame*)” (grifos constantes no texto original).

¹⁷⁴ Atribuída à Stanley Milgram (1967 *apud* LAZZARINI, 2011, p. 22), a teoria dos mundos pequenos sustenta que “embora muitas pessoas não sejam diretamente conectadas entre si, elas são indiretamente interligadas por meio de poucos intermediários”.

Por outro lado, o cálculo dos graus de centralidade média dos atores das redes demonstrou que o nível de capilaridade das entidades governamentais – entre as quais a BNDESPAR – e dos fundos de pensão de funcionários públicos da União aumentou significativamente entre 1996 e 2009, enquanto a centralidade média de atores como investidores institucionais e fundos privados; indivíduos, famílias e empresas locais; e firmas e investidores estrangeiros, se não diminuiu, permaneceu estável (LAZZARINI, 2011, pp. 17-40).

Lazzarini (2011, p. 17-40) não apenas desestabilizou um senso comum contido nas críticas frequentemente dirigidas às privatizações, como demonstrou que houve um efeito reverso. O potencial de influência do Estado e de alguns grupos domésticos excepcionalmente conectados em maior grau¹⁷⁵ teria aumentado nas empresas brasileiras, sendo a influência estatal nas redes corporativas potencialmente maior pelo nível de centralidade dos atores ligados ao governo, como a própria União, o BNDES e os fundos de pensão de funcionários públicos. Diante dos seus achados e das características históricas do processo de industrialização brasileiro, o autor designou a estrutura de organização econômica das empresas nacionais “Capitalismo de Laços”.¹⁷⁶

Como ocorre essa influência estatal na nossa organização empresarial, por sua vez, apresenta-se como uma questão. A intensificação e o enraizamento desse fenômeno na economia brasileira decorre (i) do achado quantitativo do elevado grau de centralidade dos atores ligados ao Estado nas redes corporativas formadas pelas maiores empresas nacionais; (ii) da inspiração na Teoria dos Mundos Pequenos, que revela o potencial de influência dos agentes, mas não os seus veículos de exercício; e (iii) da análise qualitativa de alguns casos de efetiva influência governamental nas decisões de empresas privatizadas.¹⁷⁷ Por outro lado, Lazzarini (2011, p. 17-40) afirma identificar laços baseados em relações de controle sempre que possível na sua amostra, mas deixa claro que a construção das redes corporativas e os achados quantitativos são baseados na estrutura de propriedade em si,

¹⁷⁵ Em noção convergente com a definição da Instrução CVM nº 480/2009, Lazzarini (2011, p. 57) concebe grupo econômico como “aglomerações de firmas sob um guarda-chuva controlador comum”. Os donos últimos domésticos com maior potencial de influência nas suas redes corporativas fora os agentes ligados ao Estado estão conectados aos grupos econômicos controlados pelas famílias Camargo Correa, Moreira Salles, Villela/Setúbal e Ermírio de Moraes, assim como ao banqueiro Daniel Dantas (LAZZARINI, 2011, p. 39).

¹⁷⁶ As empresas estrangeiras ocasionaram um grande influxo de capital nesse processo de reorganização do meio empresarial brasileiro, mas não conseguiram se inserir na economia de forma central, segundo a análise de Lazzarini (2011, pp. 17-40).

¹⁷⁷ O apoio do governo à aquisição da Brasil Telecom pelo grupo Oi, com o envolvimento tanto dos fundos de pensão quanto do BNDES, é um exemplo desse tipo de ocasião (LAZZARINI, 2011, p. 37).

sendo o grau de influência dos atores ligados ao Estado concluído a partir do potencial proporcionado pelo seu nível de centralidade nas redes.

O fenômeno do Capitalismo de Laços serve para elucidar que as reformas inspiradas no Consenso de Washington não foram capazes de atingir um dos seus principais desígnios no Brasil, que seria extirpar a intervenção direta do Estado em assuntos econômicos.¹⁷⁸ Isso mostra que o processo de desestatização ocorreu aqui de forma contextualizada, não se alcançando o objetivo exato que à época convergiu internacionalmente.¹⁷⁹

Dessa forma, pode-se dizer que foram promovidas privatizações no âmbito das reformas neoliberais no Brasil, mas nem por isso os atores privados passaram a ser os protagonistas exclusivos das decisões econômicas.

Tanto é que, ao final da década de 1980, algumas políticas de investimento importantes foram instrumentalizadas pelo BNDES, além da gestão e financiamento das privatizações. A política de apoio às exportações brasileiras, por exemplo, primeiramente de bens de capital e posteriormente dos demais setores engajados em atividades exportadoras, foi relevante para a alocação de crédito do BNDES a partir de 1990 (CARTEMOL, 2005, pp. 3-30).

Mas foram as iniciativas de fomento às pequenas e médias empresas características da Economia Baseada no Conhecimento que marcaram as atividades da BNDESPAR de maneira relevante no período, além do processo de desestatização. A política de apoio a companhias nascentes vocacionadas a setores intensos em inovação tecnológica foi importante para criar experiência voltada ao mercado de investimento de risco no Brasil, além de servir ao aprimoramento das ferramentas societárias utilizadas pela subsidiária para implantar sua atividade enquanto investidora estratégica – especialmente no que diz respeito à sofisticação dos mecanismos voltados a estruturar prerrogativas de monitoramento e estratégias de desinvestimento (SCHAPIRO, 2010a, pp. 160-256).

A partir de 1991, com o lançamento do Condomínio para Capitalização de Empresas de Risco (CONTEC), o BNDES começou, por meio da sua subsidiária, a induzir

¹⁷⁸ Para Carothers (2006, p. 19), de uma forma mais ampla, “*rule-of-law aid providers seem confident that they know what the rule of law looks like in practice. Stated in shorthand form, they want to see law applied fairly, uniformly, and efficiently throughout the society in question, to both public officials as well as ordinary citizens, and to have law protect various rights that ensure the autonomy of the individual in the face of state power in both the political and economic spheres*”.

¹⁷⁹ Isso se coaduna com a observação de Carothers (2006, p. 21), para o qual “*aid providers know what endpoint they would like to help countries achieve – the Western-style, rule-oriented systems they know from their own countries. Yet, they do not really know how countries that do not have such systems attain them. That is to say they do not know what the process of change consists of and how it might be brought about*”.

o mercado de investimento de risco em companhias nascentes e com potencial inovador. O financiamento era normalmente instrumentalizado mediante a subscrição de ações preferenciais e debêntures conversíveis em ações ou atreladas a bônus de subscrição¹⁸⁰ pela BNDESPAR (SCHAPIRO, 2010a, pp. 216-256; SANTOS, 2006, p. 39).

Segundo Schapiro (2010a, pp. 216-256), para aperfeiçoar o monitoramento, além de exigir que a companhia se transformasse em sociedade anônima e articular os direitos já normalmente previstos nos acordos de acionistas até então, a BNDESPAR exigia acompanhamento periódico intenso e obrigação de publicação das demonstrações financeiras da companhia – nos mesmos moldes que a regulação determina para companhias abertas –, chegando a articular prerrogativas de veto em relação ao mérito de decisões dos administradores. Os desembolsos ocorriam paulatinamente e poderiam chegar a 40% do capital social. Para adequar suas estratégias de desinvestimento aos projetos de risco, passou-se a prever alternativas que mitigassem as perdas dos eventuais insucessos.

Assim, a BNDESPAR passou a impor a esse tipo de companhia, além (i) da obrigação de abrir o capital dentro de um período adequado de maturação e (ii) do direito de *tag along* para aderir a eventos de alienação de controle – que sempre deveriam ser previamente autorizados pela subsidiária –, (iii) o estabelecimento de um fundo de resgate para a sua participação, e (iv) opções de venda contra o controlador (*put option*). Tratam-se de alternativas de recuperação do valor investido pela BNDESPAR caso o cenário desejável não ocorresse – que seria a abertura para negociação no mercado de capitais, podendo a subsidiária vender sua participação com um retorno maior.

Conforme observado nas companhias da Economia Baseada no Conhecimento da amostra, as opções de venda poderiam ser punitivas, obrigando o controlador a adquirir a participação da BNDESPAR pelo descumprimento de alguma cláusula contratual, ou condicionadas a eventos que demonstrassem a inviabilidade do empreendimento. Os fundos de resgate também poderiam ser utilizados pela subsidiária mediante a verificação de eventos desse gênero.

Em primeiro lugar, o investimento iniciava-se já com participação societária atrelada a acordo de acionistas. Posteriormente, para mitigar os entraves que as companhias muito incipientes apresentavam em relação aos limites de participação, e para facilitar a adição gradual de recursos, começou-se a utilizar debêntures conversíveis em ações ou atreladas a bônus de subscrição, conjugadas com remunerações intercalares em renda fixa,

¹⁸⁰ A debênture atrelada a bônus de subscrição também é viabilizada pelo art. 54, § 2º, da Lei das S.A., visto que a utilização do bônus pelo debenturista é uma alternativa de remuneração pela subscrição da debênture.

para que a BNDESPAR as convertesse em participação societária apenas quando a companhia atingisse um grau de maturidade interessante (SCHAPIRO, 2010a, pp. 216-256).

Segundo informações obtidas em entrevista com Durval Soledade (informação verbal, 2014), no caso do investimento inicial por debêntures conversíveis ou atreladas a bônus de subscrição, os direitos geralmente articulados nos acordos de acionistas eram replicados nas escrituras de emissão de debêntures. Estas já vinham, por sua vez, com um modelo de acordo anexo, de assinatura compulsória por parte dos controladores – nos casos em que a BNDESPAR convertia as debêntures em participação.

Fazia sentido ter prerrogativas que proporcionassem um monitoramento mais ativo nessas companhias nascentes, pois elas apresentavam um déficit de governança interna, na acepção de Schapiro (2010a, p. 214), que as companhias do Sistema Tripartite, com sócio estrangeiro experiente e consolidado no mercado internacional, não apresentavam. Geralmente eram companhias familiares, sem administração profissional, no tipo ideal de governança corporativa que Schneider (2008a, 2008b, 2009) teoriza para as economias latino-americanas. Por outro lado, o aperfeiçoamento das alternativas de desinvestimento coaduna-se com a política financeira de auto-sustentação do BNDES – que tem como base a sua subsidiária – e os esforços de abertura para negociação pública das companhias que se demonstrarem viáveis com um outro objetivo seu, que é fomentar o mercado de capitais nacional.

A atuação da BNDESPAR na Economia Baseada no Conhecimento ainda comportou outras iniciativas de apoio ao mercado de investimento em risco ao longo dos anos 1990 e 2000, até sua consolidação em uma superintendência autônoma do banco, a Área de Capital Empreendedor (ACE), estruturada em 2007¹⁸¹, e acabou influenciando a edição de duas instruções normativas pela CVM (SCHAPIRO, 2010a, pp. 216-254). Uma delas é a Instrução CVM nº 209, editada em 1994, que prevê os fundos de investimento em empresas emergentes. A outra é a Instrução CVM nº 391, editada apenas em 2003, que passou a regular o registro de fundos de investimento em participações acionárias, sem restrições de porte da companhia investida. Ambas são hoje amplamente utilizadas nas atividades da ACE com companhias incipientes (SCHAPIRO, 2012b, pp. 259-301).¹⁸²

¹⁸¹ Ainda em 1999, por exemplo, foram lançados o Contec Simplificado, o Programa de Fundos de Investimentos em Empresas de Base Tecnológica e o Programa Piloto Co-Gestão. A partir de 2005, o programa de Capital Semente (Criatec) tem exercido importante papel no apoio a pequenas e médias empresas (BNDES, 2000, 2006).

¹⁸² Essa informação também apareceu na entrevista com Durval Soledade (informação verbal, 2014). A lista de fundos de investimentos em que a BNDESPAR hoje detém cotas consta da Tabela 3.

No período mais atual, com a ACE, as companhias da Economia Baseada no Conhecimento voltaram a receber participações societárias com mais frequência. Além disso, o BNDES articulou vários programas com condições adaptadas para facilitar o acesso desse tipo de companhia ao financiamento por dívida a partir de 2004, assim como as debêntures conversíveis e atreladas a bônus de subscrição passaram a ser articuladas de maneira mais relevante às companhias tradicionais.¹⁸³

Por fim, apontou Durval Soledade (informação verbal, 2014) uma outra modificação legislativa influenciada pela BNDESPAR, em decorrência da sua participação em acordos de acionistas com os controladores das companhias investidas. A subsidiária tinha por hábito negociar a vigência desses contratos enquanto detivesse percentual relevante do capital social, normalmente superior ou igual a 5%. No entanto, alguns controladores começaram a rescindir os acordos unilateralmente, já que eles eram, na prática, contratos por prazo indeterminado.¹⁸⁴ Como solução desse problema, a Lei nº 10.303/2001 determina que “o acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutive somente pode ser denunciado segundo suas estipulações”.

Quadro 4 – Modificações regulatórias influenciadas pelas atividades da BNDESPAR entre 1987 e 2004

Art. 54, § 2º, da Lei das S.A.	dispõe poder a remuneração das debêntures ocorrer mediante a entrega de bens.
Art. 118, § 6º, da Lei das S.A.	dispõe que “o acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutive somente pode ser denunciado segundo suas estipulações”.
Art. 17, § 7º, da Lei das S.A.	institui ação preferencial de classe especial (<i>golden share</i>).
Instrução CVM nº 286/98	dispõe sobre a alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público.
Instrução CVM nº 209/94	Regula os fundos de investimento em empresas emergentes.
Instrução CVM nº 391/03	Regula os fundos de investimento em participações.

¹⁸³ Essa inferência é realizada por Schapiro (2010a, pp. 216-254) para as companhias da Economia Baseada no Conhecimento. Segundo a Tabela 2, é possível indicar que 28 das 52 companhias geridas pela ACE receberam apoio do BNDES também por dívida após 2002, mas que apenas uma delas recebeu aporte mediante debêntures atreladas a renda variável. Enquanto isso, 61 das 124 companhias geridas pela AMC também receberam apoio por dívida e 14 por subscrição de debêntures atreladas a renda variável. Não foi possível estabelecer uma relação lógica entre a decisão de apoio do banco por meio de financiamento e por meio de participação em uma mesma companhia. Segundo Leandro Ravache (informação verbal, 2014) e Caio Melo (informação verbal, 2014), essa é uma decisão de portfólio empreendida no momento de estruturar o apoio financeiro – que depende de circunstâncias como as características do empreendimento fomentado e a capacidade de endividamento da empresa-alvo do apoio. Assim, uma mesma companhia pode receber apoio por participação e dívida ao mesmo tempo ou não, a depender mais das características do projeto a ser apoiado e da qualidade dos seus ativos do que da política de investimento do banco que conduziu à decisão de financiar.

¹⁸⁴ Os controladores tinham sua conduta amparada pelo artigo 473 do Código Civil.

Elaboração própria.

Quadro 5 – Direitos resguardados pela BNDESPAR em participações societárias e aquisição de debêntures

Em função da participação em leilões de privatização	<ul style="list-style-type: none">- Exigência de abertura para negociação de ações no mercado de capitais;- Inserção de cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i>.
Com foco na Economia Baseada no Conhecimento	<ul style="list-style-type: none">- Aperfeiçoamento das prerrogativas de veto para monitoramento ativo da administração da companhia;- Exigência de apresentação e publicação de demonstrações contábeis no mesmo padrão de companhias abertas;- Exigência de abertura para negociação no mercado de capitais verificado o prazo adequado de maturação da companhia;- Articulação de fundos de resgate e opções de venda contra os controladores (<i>put option</i>) como alternativas para o desinvestimento.

Elaboração própria.

4.4 O aperfeiçoamento do apoio às pequenas e médias empresas voltadas à inovação, do fomento ao mercado de capitais e os campeões nacionais

As informações articuladas no tópico anterior permitem concluir que o Estado Desenvolvimentista do período da década de 1950 a 1980 perdeu seu protagonismo como dirigista da economia brasileira, mas ainda exerce influência como prestador e acionista minoritário. Pode-se dizer, então, que os agentes se diversificaram, mas o mesmo não ocorreu de maneira profunda com o modo de financiamento industrial.

Atualmente, o banco continua a ter importância inegável para a economia nacional, consistindo na segunda maior fonte de financiamento das empresas brasileiras desde 2001, ficando atrás somente dos lucros retidos (COUTINHO, 2013, p. 39). Até recentemente, a sua subsidiária era considerada a maior investidora institucional em renda variável do país (SCHNEIDER, 2013a, pp. 27-31).¹⁸⁵ Acrescente-se a isso a circunstância de que os valores dos desembolsos realizados pelo Sistema BNDES têm crescido vertiginosamente desde o ano 2000, demonstrando que sua relevância no cenário nacional encontra-se hoje em plena ascensão (COUTINHO, 2013, p. 15). A participação do BNDES na concessão de crédito no

¹⁸⁵ Nesse ponto, em entrevista, Durval Soledade (informação verbal, 2014) afirma que hoje a BNDESPAR já não é mais a principal subscritora de debêntures no mercado de capitais brasileiro. De todo modo, desde a adesão da prestação de contas do banco ao modelo do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), em 2010, a carteira de títulos de renda fixa e variável do Sistema BNDES não está sendo divulgada por completo, por não se desejar divulgar o seu valor justo.

Brasil, com suas taxas de juros normalmente subsidiadas¹⁸⁶ e preferências de liquidez voltadas ao retorno financeiro no longo prazo, torna-o a principal fonte de crédito ao setor industrial no país, tendo sido sua atuação anticíclica de extrema relevância a partir da crise econômica mundial de 2008.^{187 188}

Ao final da década de 1990, a BNDESPAR consolidava-se como promotora da governança corporativa voltada para a liquidez do mercado de capitais no Brasil. No Relatório Anual de 1999 do BNDES já se mencionava que a subsidiária, em conjunto com a CVM, mostrava-se muito empenhada em exigir das suas companhias regras de governança corporativa que ajudassem a impulsionar a circulação de ações no mercado (BNDES, 2000). Mas, ainda assim, as bolsas de valores nacionais não apresentavam altos níveis de liquidez, e os investidores potenciais sentiam-se desconfortáveis, especialmente em função da mitigação dos direitos dos acionistas minoritários que foram empreendidas no contexto das privatizações (NENOVA, 2005, pp. 5-9; SCHAPIRO, 2010a; GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, 2011, pp. 475-537; PARGENDLER, 2013, pp. 201-214) .

Passado o auge do processo de desestatização, a partir dos anos 2000, mesmo as companhias que não aderiram aos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa passaram a oferecer maior proteção à propriedade dos acionistas minoritários. Tanto o direito de *tag along* quanto o de recesso, que chegaram a ser suprimidos¹⁸⁹ pela Lei nº 9.457/1997 para facilitar o processo de privatizações que se desenrolava na década de 1990,

¹⁸⁶ A composição dos custos dos financiamentos do BNDES pode variar a depender da forma de apoio financeiro, mas geralmente ela é baseada na Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a qual adota a metodologia de cálculo instituída na Lei nº 10.183/2001 e é fixada em patamares bem inferiores aos praticados nos empréstimos do sistema financeiro privado. Em 2012, por exemplo, a TJLP atingiu a média de 5,75% ao ano (informação obtida no sítio eletrônico do BNDES. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Ferramentas_e_Normas/Custos_Financeiros/Taxa_de_Juros_de_Longo_Prazo_TJLP/>. Acesso em: 7 de março de 2015). No mesmo período, as taxas de juros praticadas pelos bancos privados para empréstimos a pessoas jurídicas atingiram a média de 13,9% ao ano (LOPES, 2013).

¹⁸⁷ De acordo com comunicado do IPEA de 2011: “A composição do *funding* das diferentes instituições que atuam na concessão de crédito ao setor industrial coloca o BNDES no topo das instituições fundamentais para a retomada do ciclo recente de crescimento. Como sugerido, o passivo do BNDES conta com recursos oriundos do FAT, permitindo a realização de operações de financiamento de longo prazo, associadas às decisões de investimento, ao passo que os bancos privados tendem a ficar restritos às operações de capital de giro, associadas às decisões de produção – dada a estrutura financeira eminentemente de curto prazo –, exceto quando se utilizam de recursos repassados pelo próprio BNDES e/ou captados nos mercados internacionais. Isso explica a forte relação entre o expressivo crescimento real dos desembolsos do BNDES ao setor industrial no ano de 2005 e a retomada econômica de 2006” (IPEA, 2011, p. 9).

¹⁸⁸ Apesar disso, argumenta-se que os efeitos dos dispêndios do banco na taxa de investimento do país são limitados: “*While disbursements nearly doubled between 2007 and 2010, the country’s investment rate only increased by 2 percentage points of GDP. This suggests that while the bank does support investment in the country, its effects are limited*” (COLBY, 2012, p. 21).

¹⁸⁹ No caso do direito de recesso, ocorreu supressão apenas parcial, mas de forma significativa, pois em muitas das situações em que era possível a retirada, como a dissidência em relação à realização de operação de cisão, dissolução da companhia ou modificação do seu objeto social, ela deixou de ser possível.

foram reestabelecidos com a Lei nº 10.303/2001¹⁹⁰, embora de forma diversa da anteriormente prevista, uma vez que, na fase pré-1997 da Lei das S.A., o direito de *tag along* valia para todos os minoritários e ocorria pela oferta pública de aquisição de suas ações por preço equivalente a pelo menos 100% do valor pago por aquelas relativas ao bloco de controle.¹⁹¹ O direito de recesso também voltou modificado, mas para oferecer uma proteção maior aos minoritários, que passaram a ter a opção de reembolso de suas ações caso o controlador aumentasse sua participação societária via oferta pública de aquisição que reduzisse a liquidez de mercado das ações remanescentes ou se optasse por cancelar o registro de companhia aberta.¹⁹²

Além disso, a Lei das S.A. passou a garantir a titulares de ao menos 15% das ações com direito a voto ou de ao menos 10% das ações preferenciais o direito de indicação direta de membro ao conselho de administração, por votação em separado dos minoritários. Caso nenhuma das classes venha a atingir o limite mínimo, preferencialistas e detentores de ações ordinárias em caráter minoritário que juntos representem 15% do capital social podem eleger um membro do conselho de administração pelo mesmo procedimento.¹⁹³

A lei de 2001 também proporcionou modificações legislativas voltadas a tornar mais intensa a prestação de informações pelas companhias abertas no Brasil e, assim, aumentar a capacidade de monitoramento dos acionistas minoritários.¹⁹⁴ Nesse sentido, dentre os direitos desses investidores que detenham ao menos 5% do capital social, estão o de requerer o exame dos livros sociais¹⁹⁵, propor ação de responsabilidade contra os

¹⁹⁰ Nas palavras de Carvalhosa (2008, p. 889): “As modificações verificadas no direito de recesso (...) constituem um reflexo da sua indevida utilização como instrumento de política governamental: ora é enfraquecido, para viabilizar ou reduzir os custos da privatização, ora é fortalecido, como ocorre com a Lei nº 10.303/2001, para aumentar o valor de posições acionárias minoritárias, principalmente as do próprio Estado, que passou a essa condição após as privatizações ocorridas, notadamente, a partir de 1997”. No mesmo sentido, de acordo com Pargendler (2013, p. 38): “sugere-se que os interesses do Estado-acionista no Brasil desempenharam um papel decisivo nas reformas do Direito Societário ao longo do tempo. De fato, o próprio governo federal, com a aquiescência das famílias controladoras, foi responsável pela reforma possivelmente mais lesiva aos acionistas minoritários de toda a história brasileira. O objetivo principal da Lei nº 9.457, de 1997, que alterou a Lei das S.A., foi retirar as proteções legais disponíveis anteriormente para os acionistas minoritários, em caso de transferência de controle, a fim de maximizar a receita do Estado com as privatizações”.

¹⁹¹ Anteriormente à modificação de 1997, a redação do artigo 254 da Lei das S.A. era: “a alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários. § 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações”.

¹⁹² Nos termos do artigo 4º, §§ 4º e 6º, da Lei das S.A.

¹⁹³ Nos termos do art. 141, §§ 4º e 5º da Lei das S.A.

¹⁹⁴ Compilações mais detalhadas das modificações legislativas descritas até esse momento podem ser encontradas em Nenova (2005, pp. 1-37), Schapiro (2010a), Gilson, Hansmann e Pargendler (2011) e, principalmente, Pargendler (2013, pp. 201-222).

¹⁹⁵ Artigo 105 da Lei das S.A.

administradores¹⁹⁶, convocar a assembleia geral para pedir informações específicas da companhia¹⁹⁷, e requerer informações do conselho fiscal¹⁹⁸, bem como fiscalizar o funcionamento desse órgão nas filiadas do grupo econômico da companhia.¹⁹⁹

Nesse ínterim, em conjunto com a CVM, um grupo de discussão composto por atores interessados – no qual a BNDESPAR estava inclusa – concluiu que os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa seriam relevantes para fazer deslanchar o mercado de capitais no Brasil.

Trata-se da autorregulação ocorrida na então Bovespa²⁰⁰ em 2000. Paralelamente à manutenção do seu segmento de listagem tradicional, submetido à regulação estatal comum, a bolsa de valores lançou naquele ano três segmentos especiais, o Novo Mercado, o Nível 2 e o Nível 1, aos quais as companhias já abertas ou aquelas que pretendessem realizar ofertas iniciais poderiam aderir voluntariamente.²⁰¹

As grandes diferenças regulatórias dos segmentos especiais em relação ao tradicional estão na exigência da adoção de regras de governança corporativa voltadas a uma maior proteção dos acionistas minoritários pelas empresas aderentes, que fazem com que o controlador ou grupo de controle perca parcela do seu poder decisório e possa ser mais bem monitorado pelos demais investidores.²⁰²

O Novo Mercado é o nível mais rigoroso. Para aderir a ele, a companhia aberta deve ter apenas ações ordinárias, com direito a voto, além de obrigatoriamente (i) conceder *tag along* de 100% na alienação de controle, (ii) realizar oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou saída do segmento, (iii) manter ao menos 25% do seu capital social em circulação no mercado, (iv) adequar seu estatuto social às cláusulas mínimas exigidas no regulamento de listagem, (v) obedecer

¹⁹⁶ Artigo 154, § 4º, da Lei das S.A.

¹⁹⁷ Artigo 157, § 1º, da Lei das S.A.

¹⁹⁸ Artigo 163, § 6º, da Lei das S.A.

¹⁹⁹ Artigo 277 da Lei das S.A. Franco e Sztajn (2009, pp. 200-217) realizam compilação bastante completa dos direitos de monitoramento dos acionistas minoritários consolidados após as reformas legislativas de 1997 e 2001.

²⁰⁰ A antiga Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que negociava ações, fundiu-se com a BM&F, bolsa de derivativos, em 2008, dando origem à BM&FBovespa S.A. A Bovespa já era a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil antes da fusão. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

²⁰¹ Uma descrição em detalhes da emergência dessa autorregulação da Bovespa pode ser encontrada em Santana (2008).

²⁰² Estiveram envolvidos na autorregulação da BM&FBovespa atores como o próprio BNDES, a Secretaria de Previdência Complementar e investidores institucionais estrangeiros (GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, 2011, pp. 475-537; SCHAPIRO, 2012b, p. 288; FIOCCA, 2005, p. 24; SANTANA, 2008).

regras de divulgação de informações acionais²⁰³ e (vi) submeter-se à Câmara de Arbitragem do Mercado.²⁰⁴

O Nível 1 é o segmento especial de listagem menos rigoroso. As únicas diferenças que possui em relação à regulação tradicional são a exigência de um percentual mínimo de ações que deve estar em circulação no mercado – também 25% do capital social – e regras de divulgação adicionais.²⁰⁵

Já o Nível 2 só permite a existência de ações preferenciais com direitos adicionais²⁰⁶ e exige um *tag along* de 100% na alienação de controle, assim como oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou saída do segmento, tanto para ordinárias quanto para preferenciais, sendo suas demais regras idênticas às do Novo Mercado.²⁰⁷

Posteriormente, em 2005, foi criado um novo segmento especial e voluntário de listagem, o Bovespa Mais, em 2015 desdobrado para oferecer também o Bovespa Mais Nível 2. Ambos são voltados para pequenas e médias empresas que desejem ingressar no mercado de capitais de forma gradual. O Bovespa Mais Nível 2 permite a emissão de ações ordinárias e preferenciais, enquanto o Bovespa Mais admite apenas ordinárias. Além disso, neste último, é necessária a realização de oferta pública de aquisição ao menos pelo valor econômico de cada ação em caso de cancelamento de registro ou migração para outro nível, a não ser que o destino seja o Novo Mercado, enquanto a exceção se aplica tanto em caso de migração para o Novo Mercado quanto para o Nível 2 no que diz respeito às companhias do Bovespa Mais Nível 2.

²⁰³ Consistentes na divulgação da política de negociação de valores mobiliários, do código de conduta e do calendário de eventos corporativos, o qual deve prever ao menos uma reunião pública anual.

²⁰⁴ Nos termos do regulamento de listagem do Novo Mercado. O estatuto social das companhias desse segmento não pode prever “disposições que limitem o número de votos de acionista ou Grupo de Acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social” (item 3.1.1) nem estabelecer quórum qualificado para deliberações na assembleia de acionistas ou cláusulas péticas (item 3.1.2). Além disso, o conselho de administração dessas sociedades deve ter no mínimo 5 membros, dos quais pelo menos 20% necessitam ser independentes, devendo este órgão se manifestar previamente sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações. O cargo de presidente do conselho de administração não pode ser exercido por pessoa que acumule a função de principal executivo da empresa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

²⁰⁵ Nos termos do regulamento de listagem do Nível 1. Nas companhias desse segmento, o cargo de presidente do conselho de administração também não pode ser exercido por pessoa que acumule a função de principal executivo. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-1.pdf>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

²⁰⁶ Trata-se do direito de voto na deliberação de fusão, incorporação e celebração de contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas matérias estiverem sujeitas à aprovação na assembleia geral de acionistas.

²⁰⁷ Nos termos do regulamento de listagem do Nível 2. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

As companhias que elegem ambos os segmentos de acesso como ambiente de negociação possuem um período de carência de 7 anos para atingir o percentual mínimo de ações em circulação no mercado. Há, ainda, direito de *tag along* de 100% para as ações ordinárias e preferenciais na alienação de controle e é necessário aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado.²⁰⁸ A não ser pelo desconto nas taxas de adesão e possibilidade de atingimento gradual dos níveis mínimos de dispersão, o Bovespa Mais adota as mesmas regras do Novo Mercado.

Em entrevista, Patrícia Pellini (informação verbal, 2014) explica que os níveis intermediários – principalmente o Nível 1 – são vistos como alternativas de transição para companhias que ainda não estão preparadas para aderir ao Novo Mercado. Assim, eles foram perdendo sua importância ao longo dos anos 2000. Logo no início dessa década, as suas regras especiais de divulgação de informações – como a obrigação de divulgação de contratos com partes relacionadas e de valores mobiliários detidos pelos administradores, por exemplo – acabaram sendo incorporadas pela regulação da CVM.²⁰⁹

As inovações em torno do que se considerava boas práticas de governança corporativa tiveram como maior expoente o Novo Mercado e a sua autorregulação foi empreendida em torno de um trinômio, formado por direitos, transparência e liquidez. Os direitos são aqueles assegurados ao acionista minoritário diante do seu conflito de agência com os controladores, como forma de mitigar as possibilidades de que estes venham a expropriar seus rendimentos. A transparência é um dos pilares do Novo Mercado exatamente para que os minoritários tenham custos menores com o monitoramento. Por fim, a liquidez é o resultado que se espera desse arranjo autorregulatório, de modo que os empreendedores encontrem adquirentes para os papéis da sua companhia e, os demais participantes, um ambiente propício para investir e desinvestir obtendo retorno financeiro.

Não houve uma tendência de migração das companhias já listadas no segmento tradicional para os especiais, mas, em contrapartida, diante de um cenário macroeconômico favorável, ocorreu um *boom* de novas ofertas públicas iniciais a partir do ano de 2004 até 2007, preponderantemente no Novo Mercado.²¹⁰ Além disso, o volume das captações

²⁰⁸ Nos termos dos regulamentos de listagem do Bovespa Mais (Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Bovespa-Mais-vigente-a-partir-de-22-01-2014.pdf>>. Acesso em: 3 março 2015) e do Bovespa Mais Nível 2 (Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-Bovespa-Mais-Nivel2.pdf>>. Acesso em: 7 março 2015). Este último ainda não obteve nenhuma adesão..

²⁰⁹ Principalmente no âmbito das Instruções CVM nº 358/2002 e 400/2003.

²¹⁰ Gorga (2009, pp. 439-554) aponta que 85% das companhias que fizeram ofertas públicas no Novo Mercado até 2007 eram iniciantes na bolsa, enquanto as integrantes dos outros 15% migraram do mercado tradicional para esse segmento especial.

aumentou consideravelmente em relação ao desempenho observado na década anterior, não obstante o mercado de capitais do Brasil ainda ser considerado pouco desenvolvido, se comparado a outros países (GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, 2011, pp. 475-537; SCHAPIRO, 2010a, pp. 257-305; 2012b, pp. 277-280; GORGA, 2009, pp. 439-554).

Em relação ao Bovespa Mais, ainda são poucas as companhias listadas, não havendo nenhuma no Bovespa Mais Nível 2. De forma a incentivar adesões, a ACE tem listado todas suas companhias nesse segmento, somando-se a isso o lançamento do Programa BNDES Apoio a Ofertas Públicas em Mercados de Acesso (SOUTO, informação verbal, 2014). No âmbito do programa, a BNDESPAR atuará como investidora e garantidora de ofertas públicas de empresas emergentes que venham a ocorrer no Bovespa Mais ou em outro segmento correlato, visando a desenvolver o mercado de capitais nacional enquanto fonte de captação de recursos de longo prazo para essas companhias.²¹¹

De 2000 a 2004, a BNDESPAR passou por reestruturações importantes. No início da década, a sua estrutura organizacional foi completamente absorvida pelo BNDES, que passou a ser o contratante direto do seu corpo técnico.²¹² A diretoria do banco foi replicada na BNDESPAR, que antes funcionava como uma superintendência. Nesse momento de reorganização, o presidente Lula venceu as eleições de 2002, tendo indicado como primeiro presidente do BNDES no seu governo Carlos Lessa, que interrompeu as atividades de investimento da BNDESPAR em 2003 (SOLEDADE, informação verbal, 2014).

Segundo Caio Melo (informação verbal, 2014), no entanto, esse momento, que coincidiu com o *boom* do Novo Mercado, foi aproveitado para a realização de desinvestimentos em série. De fato, o Relatório Anual de 2004 mostra que o banco lançou nesse ano o fundo de investimento Papeis Índice Brasil Bovespa (PIBB), composto por ações das 50 companhias mais negociadas na Bovespa – todas parte da carteira da BNDESPAR. Como resultado, o banco relata que

²¹¹ Mais informações sobre o Programa BNDES Apoio a Ofertas Públicas em Mercados de Acesso podem ser encontradas em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Renda_Variavel/BNDES_Ofertas_Mercado_Acesso/index.html. Acesso em: 7 de março de 2015.

²¹² Segundo Durval Soledade (informação verbal, 2014), havia dúvida, e inclusive houve funcionários que ingressaram com demandas judiciais para resolver a questão, a respeito de os empregados da BNDESPAR – que não é tecnicamente instituição financeira – poderem ou não ser considerados bancários, cuja jornada de trabalho se resumiria a 6 horas diárias, em contraposição à jornada de 8 horas dos trabalhadores em geral. Ao final da década de 1990, inúmeras ações trabalhistas haviam sido movidas por funcionários da subsidiária requerendo o pagamento de horas extras, e a BNDESPAR foi recorrentemente condenada. Para resolver a questão, a Associação de Funcionários do BNDES assinou com o banco e suas subsidiárias, em 2001, acordo coletivo que determinou uma carga horária de 35 horas semanais de trabalho, tornando-se o próprio BNDES contratante de todos os novos funcionários a partir de então.

O PIBB, produto inédito no mercado brasileiro, foi lançado em julho do ano passado, com alto nível de aceitação. A oferta de varejo atingiu 25 mil pequenos investidores, que subscreveram R\$ 304 milhões do total oferecido. O restante da oferta foi adquirido por investidores institucionais que são grandes aplicadores no mercado de capitais (BNDES, 2005, p. 40).

O PIBB recebeu o prêmio Novos Produtos da Bovespa em 2004 e voltou a realizar lançamentos em 2005 (BNDES, 2006, pp. 66-79), com volume mais significativo de recursos e articulação de uma opção de venda (*put option*) para os investidores contra a BNDESPAR até o valor individual de 50 mil reais no período entre o 366º dia da liquidação da oferta e o dia 29 de dezembro de 2006. Patrícia Pellini (informação verbal, 2004) avalia a BNDESPAR como uma desinvestidora estratégica que costuma encontrar liquidez junto aos investidores no mercado, caracterizando-a não apenas como uma indutora de boas práticas de governança corporativa, mas também como incentivadora das negociações no mercado ao nível de ofertas secundárias.

Em 2011 foi lançado também o Fundo Índice Carbono Eficiente na BM&FBovespa. Ele é formado por ações da carteira da BNDESPAR pertencentes a companhias que compõem o Índice de Carbono Eficiente (ICO2) (BNDES, 2012).²¹³

Em 2007, ocorreu no banco uma outra reorganização importante envolvendo a BNDESPAR. As atividades da subsidiária foram segregadas em duas superintendências diferentes, a Área de Mercado de Capitais (AMC) e a Área de Capital Empreendedor (ACE).²¹⁴

A primeira cuida das companhias em estágio maduro, negociadas no mercado de capitais, enquanto a segunda concentra as atividades de participação em companhias incipientes e em fundos de investimento (BNDES, 2009, 2010). A ideia da reorganização é que todas as companhias abertas da carteira sejam geridas pela AMC, enquanto as fechadas fiquem sob a administração da ACE, mas isso ainda não foi completamente implantado no banco, e a ACE encontra-se fortemente envolvida com as companhias da carteira que aderiram ao Bovespa Mais. A AMC e a ACE mantêm diálogo próximo com as outras áreas do banco, que eventualmente encaminham projetos mais adequados para receber apoio por alguma alternativa com renda variável (BNDES, 2008, 2009; SOUTO, informação verbal, 2014; RAVACHE, informação verbal, 2014).

²¹³ Tais fundos de índice – a exemplo do PIBB e o do ICO2 – são conhecidos internacionalmente como Exchange Traded Funds (ETF).

²¹⁴ Hoje, o BNDES é dividido entre a Presidência, oito Diretorias e vinte e três Superintendências, que são conhecidas como as Áreas do banco.

As diretrizes de política industrial dos governos Lula e Dilma também dialogam com as atividades da BNDESPAR a partir de 2004. No que diz respeito aos planos de desenvolvimento lançados nos últimos anos, o primeiro foi a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE), nesse mesmo ano, seguida da Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), em 2008, e, mais recentemente, do Plano Brasil Maior (PBM), em 2011. Embora sem autonomia, pois carentes de dotação orçamentária própria e independência decisória, aliados a problemas de representatividade, o formato de governança desses planos de desenvolvimento, especialmente a partir da PDP, procurou envolver o setor empresarial, o governo e outros grupos sociais relacionados aos assuntos de política industrial (ALMEIDA, 2009, pp. 17-18; COUTINHO et al., 2012, pp. 100-133; SCHAPIRO, 2013, pp. 34-40).

Desde o lançamento da PDP, o BNDES integra o grupo executivo e tem assento no conselho superior²¹⁵ dos planos, órgão de cúpula da estrutura de governança do agora PBM (SCHAPIRO, 2013, pp. 26-27). Os Relatórios Anuais do banco lançados entre 2008 e 2010 fazem menção expressa a investimentos realizados, pelo BNDES e pela BNDESPAR, dentro dos macro temas desses planos (BNDES, 2009, 2010, 2011).²¹⁶

A PITCE procurava apoiar principalmente os setores de software e serviços, microeletrônica e indústria farmacêutica, com foco em atividades de alto teor tecnológico e potencial inovador (ALMEIDA, 2009, pp. 16-17). A PDP, por sua vez, alargou esse escopo de política industrial, incluindo também uma ampla gama de setores da economia já consolidados em maior ou menor grau no Brasil, como o automotivo; de bens de capital; têxtil e de vestuário; de madeira e móveis; de higiene e cosméticos; de construção civil; da indústria naval; da agroindústria; de papel e celulose; de óleo, gás e petroquímica; de aço; da aeronáutica; de proteína animal; e de mineração, entre outros, tendo o PBM seguido a mesma abrangência setorial (COUTINHO et al., 2012, pp. 100-133; SCHAPIRO, 2013, pp. 24-34).

²¹⁵ Trata-se do Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial (CNDI), instituído pela Lei nº 11.080/2004, cujo objetivo principal era criar a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), ente do Serviço Social Autônomo voltado a dar suporte técnico à política industrial nacional.

²¹⁶ Há estudos no sentido de que a representatividade do setor privado nos processos de decisão desses planos é problemática por ser grande a inserção de grupos consolidados que compõem a elite empresarial brasileira, e pequena a participação de outros setores ou grupos sociais interessados (ALMEIDA, 2009, pp. 45-53; SCHAPIRO, 2013, pp. 40-49). O processo de decisão acerca das diretrizes de política industrial no Brasil, portanto, parece ser pouco legítimo. Por outro lado, os setores e atividades beneficiados são recorrentemente encontrados na amostra de empresas analisadas, segundo o Quadro 6, o que demonstra que a atuação da BNDESPAR pode ser efetiva diante dos objetivos traçados na recente política industrial nacional, não obstante o seu déficit democrático. De todo modo, a agenda setorial dos últimos planos de desenvolvimento é bastante ampla.

De 2004 a 2007, o BNDES lançou dois programas²¹⁷ de financiamento, o Prosoft Empresa²¹⁸ e o Profarma²¹⁹, que atendiam à lógica setorial da PITCE. Algumas companhias pesquisadas chegaram a receber participação societária no âmbito desses programas (Tabela 4). Mas, de acordo com os Relatórios Anuais encontrados a partir de 2004, as atividades da BNDESPAR voltadas a estes programas, e a pequenas e médias empresas em geral, passaram a ser articuladas preferencialmente mediante o lançamento ou aquisição de cotas de fundos de investimento (BNDES, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013).

Leandro Ravache (informação verbal, 2014) relatou que a ACE pretende realizar investimentos em empresas incipientes exclusivamente mediante fundos de investimento no futuro. Os fundos de investimento têm, de fato, mais capilaridade que a BNDESPAR. Enquanto a carteira da subsidiária tem aproximadamente 30 companhias administradas pela ACE, a última carteira de fundos realizava investimentos em 138 companhias.²²⁰ Da mesma forma, selecionar previamente um gestor profissional que administre apropriadamente o fundo pode reduzir custos de transação em relação ao acompanhamento de companhias individualmente.

Desde 1999 a BNDESPAR já vinha empreendendo esforços para profissionalizar gestores para a administração de carteiras de fundos de investimentos. Nesse ano, foi lançado o Programa Piloto de Co-Gestão, com o objetivo de formar novos administradores de carteiras especializados em empresas emergentes, por meio do lançamento de dois fundos exclusivos da BNDESPAR: o Fire e o Brasil 21 (BNDES, 2000). Desde então, a subsidiária,

²¹⁷ Os programas são políticas transitórias do banco que, além de programas disponíveis por prazos determinados para setores específicos, também possui linhas de crédito permanentes, como a própria BNDES Subscrição de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/s/>. Acesso em: 7 de março de 2015.

²¹⁸ Trata-se do Programa BNDES para o Desenvolvimento da Indústria Nacional de Software e Serviços de Tecnologia da Informação (BNDES Prosoft). Segundo informações obtidas no sítio eletrônico do banco, esse programa tem como objetivo fomentar “o desenvolvimento da indústria nacional de software e serviços de Tecnologia da Informação (TI), por meio do fortalecimento de empresas nacionais – apoio a investimentos produtivos, inovação, processos de consolidação e internacionalização empresarial; e atração de empresas multinacionais que posicionem o Brasil em suas estratégias globais de desenvolvimento, com agregação significativa de valor local e/ou exportação a partir do País”. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/s/Prosoft/index.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

²¹⁹ Trata-se do Programa BNDES de Apoio ao Desenvolvimento do Complexo Industrial da Saúde (BNDES Profarma), que tem como diretrizes estratégicas elevar a competitividade do Complexo Industrial da Saúde (CIS), contribuir para a sustentabilidade do Sistema Único de Saúde (SUS) e articular a Política Industrial e a Política Nacional de Saúde vigentes. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/s/Profarma/index.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

²²⁰ A Tabela 3 relata a composição da carteira de cotas em fundos de investimento da BNDESPAR em 31 de setembro de 2014.

hoje por meio da ACE, tem sido criteriosa na seleção e formação de gestores, que devem exercer monitoramento ainda mais ativo que a própria BNDESPAR nas companhias das suas carteiras, chegando a indicar o seu diretor financeiro para tomada de decisões diárias e execução dos planos de investimentos das empresas investidas (RAVACHE, informação verbal, 2014).²²¹

As linhas de ação dos planos de desenvolvimento brasileiros recentes a partir da PDP são resumidas por Coutinho et al. (2012, pp. 100-133)²²²: (i) expandir e consolidar lideranças nos setores consolidados à beira da competição internacional por meio de fusões e aquisições, internacionalizar empresas e fortalecer suas estruturas de governança; (ii) aumentar a competitividade para exportação e expansão interna de outros setores latentes como vantagens comparativas, de modo a proporcionar externalidades positivas ao longo das cadeias de fornecimento; e (iii) criar competências com alto teor tecnológico, que possam levar o país à fronteira internacional da competição.^{223 224} É um escopo de atuação bastante amplo, mas a alocação de recursos das últimas três carteiras da BNDESPAR parece estar direcionada a esses macro temas.

Quadro 6 – Alocação setorial das companhias na política industrial brasileira recente

Ação setorial da política industrial brasileira/ quantidade de empresas da amostra
--

²²¹ No último edital de chamada do BNDES para gestor de fundo voltado ao mercado de acesso, eram requisitos relevantes para a seleção final: (i) a estratégia de formação de portfólio – estratégia de carteira, capacidade do Gestor em originar oportunidades, empresas em prospecção para potenciais investimentos – com peso 4; (ii) a estratégia de acompanhamento – atuação do Gestor na agregação de valor nas empresas do Fundo e sua atuação no desinvestimento – com peso 3; (iii) o modelo de governança do Gestor e do Fundo – estrutura decisória do Fundo, conflitos de interesse na origem, acompanhamento e desinvestimento, entre outros – com peso 2; e (iv) estrutura, tempo de dedicação e alinhamento da equipe com as metas e prazos do Fundo proposto – com peso 3. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/dital_fundo_mercado_acesso.pdf>. Acesso em 7 de março de 2015. A ênfase na maior intensidade do monitoramento ativo por parte do fundo de investimento foi relatada por Leandro Ravache (informação verbal, 2014).

²²² O trabalho de Coutinho et al. (2012, pp. 100-133) tem por objetivo avaliar apenas a PDP mas, diante da avaliação de Schapiro (2013, pp. 7-50), voltada ao PBM, considera-se que essas linhas de ação se aplicam também a este plano mais recente. Em trabalho anterior, Coutinho e Ferraz (1995, pp. 335-340) avaliaram os setores que eram ou não competitivos na economia brasileira e fizeram prescrições de política pública com metodologia similar.

²²³ Os planos abarcam também escolhas estratégicas mais horizontais, como o agrupamento de pequenas e médias empresas em arranjos produtivos locais (APLs), o aumento da meta de exportações, além de uma maior integração com a América Latina e África (COUTINHO et al., 2012, pp. 100-133), estratégias essas difíceis de observar na ação individual da BNDESPAR por empresa.

²²⁴ Justificativas de apoio em termos próximos aos utilizados nessas linhas de ação são recorrentes nos relatórios de operações diretas do BNDES, divulgados ao público a partir do ano de 2002. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Consulta_as_operacoes_do_BNDES/operacoes_diretas.html>. Acesso em: 7 de março de 2015. Uma parte dessas justificativas, voltadas ao investimento em empresas que compõem a amostra, está compilada na Tabela 4.

Desafio: expandir e consolidar lideranças nos setores consolidados à beira da competição internacional / Empresas (39)							
Aeronáutica (1)	Óleo, gás e petroquímica (6)	Bioetanol (2)	Proteína animal (3)	Mineração (6)	Metalurgia e siderurgia (5)	Energias renováveis (12)	Papel e celulose (4)
Desafio: aumentar a competitividade para exportação e expansão interna de setores latentes como vantagens comparativas / Empresas (93)							
Automotivo	Bens de capital (9)	Têxtil e vestuário (4)	Madeira e móveis	Higiene e cosméticos (2)	Construção civil (5)	Eletrônica de consumo (10)	Couro, calçados e artefatos (1)
Serviços de apoio (56)	Indústria marítima	Agroindústria (5)	Biodiesel	Plásticos (1)	Trigo	Brinquedos	
Desafio: criar competências com alto teor tecnológico / Empresas (39)							
Biotecnologia (3)	Complexo industrial da saúde (8)	Complexo industrial de defesa	Energia nuclear (1)		Nanotecnologia	Tecnologia da informação e comunicação (17)	

Fonte: CVM, Coutinho et. al (2012).

Elaboração própria.

Foi na toada dos macro temas reunidos a partir da PDP, então, que a AMC implantou a política que ficou conhecida como fomento aos “campeões nacionais”. Em entrevista concedida ao jornal Estado de São Paulo em 22 de abril de 2013, Luciano Coutinho (2013, pp. 1-4), atual presidente do BNDES, declarou que a expressão “campeões nacionais” não seria a forma mais adequada de tratar a política que ele considera ter consistido na “promoção da competitividade de grandes empresas de expressão internacional”. De qualquer forma, Coutinho (2013, p. 1-4) declarou, na mesma ocasião, que tal política do BNDES teria chegado ao fim naquele ano e que agora restaria esperar os resultados dos investimentos, que foram de longo prazo de maturação. Em entrevista mais recente, o presidente afirmou que os setores apoiados por essa política de promoção de competitividade são os de

proteínas e agronegócio, petroquímica, celulose e papel, software. A configuração de competitividade da economia brasileira está concentrada nesses setores. Nesses casos, o jogo competitivo é global. O preço é formado no mercado internacional. A capacidade de competir demanda presença nos mercados internacionais, com *'market share'* [participação no mercado] relevante. O BNDES está associado a esses setores via BNDESPAR. Mas as operações da BNDESPAR são feitas a custo e com recursos do mercado. Não há subsídios nessas operações²²⁵ (COUTINHO, 2014, p. 4).

A não ser pelos de software e proteínas, os setores de petroquímica e papel e celulose são apoiados desde o II PND, no período desenvolvimentista. A BNDESPAR costuma manter participações com veículos de influência societária nas companhias desses setores (Quadro 1 / Tabela 2) que, exceto pelas de software, normalmente já são negociadas em bolsa. Em função disso, os acordos articulam prerrogativas de veto mais sofisticadas, com a possibilidade de monitoramento intenso de questões financeiras e indicação de

²²⁵ Conferir nota *infra* n° 292.

membros ao conselho de administração e ao conselho fiscal.²²⁶ Não foi comum observar alternativas especiais de mitigação de perdas, como *put option* e fundos de regate, a não ser também nas companhias de software e tecnologia, que devem ser geridas primeiramente pela ACE.

De qualquer forma, o mercado de capitais é visto, na lógica da atividade do banco, como um objetivo de fomento em si e a alternativa mais rentável para o desinvestimento, tendo-se observado a exigência de as companhias permanecerem listadas no Novo Mercado ou aderirem ao menos ao Nível 1.²²⁷

Infere-se, de uma produção acadêmica que avalia a política industrial no Brasil, que é difícil determinar o que se espera do BNDES ou das empresas que dele recebem investimento²²⁸ (ALMEIDA, 2009, pp. 7-55; SCHAPIRO, 2013, pp. 7-50). Há inclusive um certo desconforto em atribuir a designação de “política industrial” para caracterizar a atuação do banco, já que seus critérios de alocação de crédito não são considerados transparentes.²²⁹ De fato, o BNDES não possui um mandato preestabelecido para pôr em prática sua política de investimento (SCHAPIRO, 2012a, pp. 1-36). Embora a PITCE tenha trazido macro-temas mais específicos, a PDP e o PBM apresentam escopo setorial amplo demais e todos esses planos de desenvolvimento deixaram a desejar no estabelecimento das metas esperadas como resultado.²³⁰ Isso significa que, realizada a avaliação de risco e

²²⁶ A relação da BNDESPAR com os controladores da JBS S.A. é ilustrativa dessa lógica de estruturar participações e será relatada em detalhes no Capítulo 5.

²²⁷ Caio Melo (informação verbal, 2014) esclareceu que a exigência de acordo de acionistas para possibilitar monitoramento mais ativo nas companhias abertas dependia, principalmente, do percentual de participação no capital social de que o investimento era resultado. Já Leandro Ravache (informação verbal, 2014) e Luiz Souto (informação verbal, 2014) esclareceram que o mercado de capitais é a via preferível para o desinvestimento quando da maturação do investimento, tanto pela política de apoio como pelas perspectivas de rentabilidade geradas.

²²⁸ Na linha de Peres e Primi (2009, p. 14), concebe-se política industrial como “*the set of instruments (essentially incentives, regulations and forms of direct participation in economic activity) through which the State promotes the development of specific economic activities or economic agents (or a group thereof) based on national development priorities*”. Esses instrumentos podem ser implantados pelo Estado por meio da sua ação como agente financeiro ou investidor. No Capítulo 5, procurar-se-á avaliar se a atuação societária da BNDESPAR reflete em alguma medida conduta adaptada a objetivos de política industrial mediante as ferramentas jurídicas encontradas.

²²⁹ O desconforto em designar a política de alocação de crédito do BNDES como “política industrial” decorre de estudos como o de Lazzarini et al. (2012) e Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013) e Musacchio e Lazzarini (2014), que realizaram análises empíricas das escolhas de financiamento do banco em período recente e avaliaram que a alocação de crédito observada não poderia ser assim caracterizada em algumas ocasiões (conferir item 5.2 do Capítulo 5).

²³⁰ Tanto a PITCE como a PDP e a PBM têm sido consideradas pouco efetivas e legítimas em estudos recentes, seja por problemas institucionais nas estruturas de governança montadas para sua implantação, monitoramento e escolha das diretrizes a figurar como foco de política (ALMEIDA, 2009, pp. 7-55; SCHAPIRO, 2013, pp. 7-50), pela adoção de metas macroeconômicas como resultado que não refletem os objetivos de política preestabelecidos (ALMEIDA, 2009, pp. 18-21), ou pela distância entre as prescrições observadas no papel e a política de financiamento real observada a partir dos desembolsos do BNDES em uma perspectiva global (ALMEIDA, 2009, pp. 18-45; SCHAPIRO, 2013, pp. 24-34).

retorno de um pedido de crédito, não existem grandes restrições legais ou regulamentares a que o BNDES alocue recursos para qualquer tipo de empreendimento ²³¹, independentemente do seu retorno social (SCHAPIRO, 2010b, pp. 24-31, 2012a, pp. 1-36; LAZZARINI, 2011, pp. 49-52).

Por outro lado, apesar do recuo do Estado brasileiro em relação ao papel de protagonista que exerceu no passado, sua intenção de fazer política industrial não deixou de permear sua intervenção econômica em momento algum. Na verdade, ela só perdeu os contornos que a caracterizaram no período desenvolvimentista, passando a se realizar no âmbito de uma parceria de maior cooperação entre Estado e particulares, em contraposição ao dirigismo estatal de outrora.

Nesse sentido, o próprio movimento de apoio do BNDES às privatizações pode ser considerado política industrial²³², uma vez que os aportes do banco que as financiaram não deixam de ser uma forma de intervenção do Estado de caráter institucional baseada em uma prioridade nacional na época – reduzir o endividamento público e privilegiar as relações privadas, com o objetivo de desencadear benefícios sociais com o saneamento das contas públicas.²³³

Dessa forma, considera-se que, toda vez que o BNDES decide realizar um investimento, deveria fazê-lo a partir de uma motivação de política industrial (SCHAPIRO,

²³¹ Fora as restrições ao financiamento de empresas formadas com capital estrangeiro (conferir nota *supra* 128), o BNDES não financia segmentos como “comércio de armas; motéis, saunas e termas; jogos de prognósticos e assemelhados; e atividade bancária/financeira, ressalvado o apoio ao microcrédito”, assim como outros empreendimentos não apoiáveis nos setores imobiliário e de mineração, entre outros, informações obtidas no seu sítio eletrônico. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/itens_apoio.html>.

Acesso em: 7 de março de 2015.

²³² Como visto no tópico anterior, além do financiamento das privatizações, o BNDES também atuou no desenvolvimento de um setor exportador de produtos de maior valor agregado no Brasil a partir da década de 1990, o que foi bastante significativo para a economia nacional mesmo no período em que a liberalização econômica chegou ao seu ápice (CARTEMOL, 2005, pp. 3-30; SCHAPIRO, 2010b, pp. 31-34), assim como no fomento a fundos setoriais voltados à inovação (TRUBEK; COUTINHO; SCHAPIRO., 2013, p. 287).

²³³ Nos termos do artigo 1º da Lei nº 8.031/1990, que instituiu o Programa Nacional de Desestatização do Governo Federal naquele ano, os objetivos dessa política econômica eram: “reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integram o Programa”.

2010b, pp. 31-34). Não fosse assim, o artigo 3º do seu estatuto social não o consideraria o “principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal”.²³⁴

Se no período desenvolvimentista o governo nacional estabelecia diretamente quais projetos seriam financiados pelo BNDES (MONTEIRO FILHA, 1994, pp. 415-430), hoje o corpo técnico do banco tem mais liberdade na escolha dos projetos que serão financiados. Não obstante seus funcionários serem reconhecidos pelo profissionalismo e especialização nas funções que exercem²³⁵, essa discricionariedade pode acabar abrindo espaço para uma imposição governamental capturada por interesses particulares nas escolhas de financiamento (LAZZARINI, 2011, pp. 49-52).

O caráter discricionário da alocação de crédito do BNDES pode ser reflexo, em primeiro lugar, da imprecisão das orientações de política econômica dos atuais planos de desenvolvimento nacionais. Em segundo lugar, da abrangência do próprio escopo de atuação do banco, assim como, em terceiro lugar, da ausência de uma instância de prestação de contas substancial da sua atuação.

Além disso, se no período do desenvolvimentismo brasileiro o banco foi criado com base em recursos advindos de tributos e fundos governamentais, tendo gastos vinculados aos setores da economia preestabelecidos em lei, a partir da década de 1990 o retorno líquido sobre suas próprias operações e as captações em mercado passaram a ser suas principais fontes de recursos. Esses recursos não são legalmente vinculados a nenhum setor econômico específico (PROCHNIK; MACHADO, 2008, pp. 3-34). A partir de 2008, aportes extraordinários do Tesouro Nacional tornaram-se outra importante fonte de recursos do BNDES, os quais, em princípio, também não têm vinculação legal para investimento do crédito decorrente.²³⁶

²³⁴ A expressão “política de investimento do Governo Federal” é outra maneira de chamar aquilo que se tem tratado como “política industrial” no presente trabalho. Aqui, acolhe-se a proposta de Rodrik (2009, pp. 1-29), para o qual assumir as estratégias econômicas veladas como verdadeiras políticas industriais pode ocasionar não apenas um ganho analítico para os acadêmicos, mas um parâmetro de atuação e prestação de contas mais claro para os Estados.

²³⁵ A Área de Crédito do BNDES tem expertise reconhecida para realizar análises de risco/retorno, mas, como já se afirmou em outro momento, a escolha de que tipos de atividades econômicas serão financiadas não adota parâmetros substanciais preestabelecidos (SCHAPIRO, 2010b, pp. 24-31, 2012a, pp. 1-19).

²³⁶ Essa informação foi obtida nos relatórios anuais do BNDES entre os anos 2008 e 2012. Disponível em: <[<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anuar/>](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anuar/)>. Acesso em: 7 de março de 2015. Apenas os aportes extraordinários do Tesouro Nacional ocorridos nos anos 2011 e 2012, em decorrência da Lei nº 12.453/2011, foram vinculados a empreendimentos que envolvessem: aquisição e produção de bens de capital, incluídos componentes e serviços tecnológicos relacionados; produção de bens de consumo para exportação; o setor de energia elétrica; estruturas para exportação de graneis líquidos; projetos de engenharia; inovação tecnológica; e a Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP, exclusivamente na modalidade de inovação tecnológica (artigo 1º).

É possível dizer que o BNDES fomenta o desenvolvimento nacional por meio de uma parceria entre Estado e particulares. A imbricação da atuação pública e privada que caracteriza as operações do banco, no entanto, torna bastante complexo compreender que papel cabe a cada agente na implantação da sua política de investimento por participação societária.

Embora o BNDES seja um banco público, a parceria entre a BNDESPAR e os demais acionistas das empresas financiadas por participação societária está submetida a regras de direito privado quanto à sua estruturação jurídica.²³⁷ Da mesma maneira, não há mandato governamental vinculante para sua atuação em setores ou atividades específicos – já que a PDP e o PBM têm o escopo muito amplo. Os retornos sobre as suas operações e as captações em mercado – únicas fontes possíveis para seus investimentos – são desvinculadas no dispêndio, o que não deixa de abrir uma possibilidade para captura.²³⁸

Considerando assim que, (i) independentemente da intenção dos formuladores de política, as instituições já existentes e o contexto social local dialogam com as reformas empreendidas; e (ii) a intervenção do Estado por meio da atuação do BNDES com foco em renda variável faz parte da trajetória brasileira, não tendo se tornado irrelevante mesmo diante das reformas institucionais que transcorreram nos últimos trinta anos, resta compreender melhor que papel coube à BNDESPAR em um contexto em que a implementação de políticas industriais está cada vez mais inserida em uma lógica similar à de alocação de recursos no mercado.

Quadro 7 - Direitos resguardados pela BNDESPAR em participações societárias e aquisição de debêntures

Por intermédio de fundos de investimento	- Monitoramento mais intenso, com acompanhamento das atividades do conselho de administração, do conselho fiscal e da diretoria.
Participações voltadas aos “campeões nacionais”	- Monitoramento mais intenso para acompanhamento das decisões de investimento dentro dos limites de

²³⁷ Os únicos regimes especiais existentes na legislação brasileira para a atuação empresarial do Estado são os da empresa pública e da sociedade de economia mista. Previstas diretamente no texto da Constituição Federal de 1988 (artigos 37, inciso XIX, e 173, dentre outros) e reguladas pelo Decreto-lei nº 200/1967, a empresa pública possui capital composto exclusivamente por ativos públicos e a sociedade de economia mista tem seu patrimônio formado tanto por capital público como privado, mas a maioria de suas ações com direito a voto devem pertencer ao ente estatal vinculado. Portanto, em nenhuma dessas modalidades de atuação empresarial do Estado encaixar-se-ia a linha de financiamento do BNDES em análise, que ocorre mediante participações preferencialmente minoritárias e sem controle acionário absoluto.

²³⁸ Em trabalho de avaliação acerca da PITCE e da PDP, Almeida (2009, p. 54) chega a afirmar que “da mesma forma que nos anos 1960 e 1970, a relação entre Estado e empresários no Brasil ainda se dá preponderantemente por meio de canais diretos entre a elite empresarial e o governo”.

	endividamento que a BNDESPAR considera viáveis.
--	---

Elaboração própria.

4.5 Conclusão

A imbricação de arranjos jurídicos públicos e privados que o Direito e Desenvolvimento aponta como característica marcante do seu terceiro momento de reflexão já existia no Brasil desde o Estado Desenvolvimentista. A diferença é que, após o processo de privatizações, mais atores privados passaram a participar da tomada de decisões econômicas em um ambiente institucional em que o Estado não deixou de ser forte, mas adotou a postura de dar mais espaço ao mercado. O Capitalismo de Laços serve para demonstrar que, nesse processo, o Estado continuou sendo um investidor central na economia brasileira.

Essa constatação abre a reflexão: o que leva o Estado a permanecer como um ator essencial na estrutura de propriedade das maiores companhias brasileiras? No próximo capítulo, com base nas ferramentas jurídicas societárias estruturadas para proteger os interesses da BNDESPAR enquanto acionista das companhias abertas investigadas, serão avaliados, considerando a trajetória do banco com renda variável e mercado de capitais, os objetivos de atuação aos quais esses instrumentos jurídicos seriam mais adequados.

- Capítulo 5 -

Qual a economia política dos interesses protegidos pela BNDESPAR?

O presente capítulo apresenta uma reflexão acerca dos objetivos que conduziram a participação societária da BNDESPAR nas suas últimas carteiras divulgadas. Procurou-se deixar claro, no capítulo anterior, que diferentes políticas advindas de orientação do governo federal ou mesmo da experiência da burocracia do BNDES serviram como propósito alocador dos recursos da subsidiária. Mas é possível conceber a política extraída da atuação da BNDESPAR como uma verdadeira política industrial?

No próximo tópico, as ferramentas jurídicas societárias encontradas para proteger os interesses da subsidiária em um período mais recente serão expostas com maiores detalhes. Em seguida, a partir de literatura reunida sobre bancos públicos e política industrial, bem como das informações coletadas nas entrevistas realizadas com funcionários de carreira do BNDES ligados à BNDESPAR e outros atores, procurar-se-á esclarecer que tais ferramentas societárias coincidem com aquelas tipicamente utilizadas por investidores privados – muito embora possam funcionar como veículos interessantes para que a subsidiária execute uma política de apoio ao mercado de capitais própria.

5.1 Os direitos da BNDESPAR diante do controle societário no período atual

As participações societárias da BNDESPAR podem ser consideradas preponderantemente minoritárias, estando atreladas a acordos de acionistas ou simplesmente amparadas pelos direitos proporcionados pela legislação brasileira e pela autorregulação da BM&FBovespa. No entanto, é possível que a subsidiária realize participações juridicamente minoritárias e, mesmo assim, mantenha veículos para exercer influência sobre as decisões societárias das companhias em que investe. Afinal, com a reorganização dos proprietários das maiores empresas brasileiras ocorrida ao longo da década de 1990, algumas questões ligadas ao controle societário também se renovaram.

A partir da lógica de investimento estratégico característica das participações da BNDESPAR²³⁹, a ideia de controle compartilhado passou a não ser mais tão operacional para identificar os vetores de influência societária nas atividades de uma empresa, e tampouco os agentes que a exercem.

Para compreender melhor os efeitos que os atos de concentração²⁴⁰ têm no campo antitruste, por exemplo, o direito brasileiro tem superado os parâmetros legais de controle da lei societária no âmbito do Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE)²⁴¹, que tem observado modalidades de controle e influência societária específicos para explicar o impacto, do ponto de vista concorrencial, que determinados *players* de uma empresa têm sobre o mercado (MACEDO, 2004; OECD, 2008, pp. 189-195²⁴²; RAGAZZO, 2010, pp. 14-19).²⁴³

Ao analisar a realidade do sistema antitruste brasileiro, a OECD concluiu que, além do controle societário, compartilhado ou não, existe na nossa organização jurídica empresarial um fenômeno designado como influência relevante²⁴⁴, que se dá “*in situations in which a company possesses mechanisms of control over strategic variables of another company, even when it holds only minority participation in that company*” (OECD, 2008, p. 190).

²³⁹ Essa lógica é utilizada também por outros atores, como mostra a Tabela 5. Com respaldo em Vitols (2001, pp. 341-342), considera-se investidor estratégico aquele que não parece interessado apenas em maximizar a rentabilidade sobre o seu investimento – por assumir os custos de influenciar ativamente a construção da estratégia empresarial. A motivação que extrapola a maximização de retorno sobre a participação pode consistir, por exemplo, em um investimento voltado a uma estratégia empresarial específica – que seria realizado por uma companhia em outra –, uma iniciativa de monitoramento mais próximo dos empréstimos e intensificação da relação com os clientes – o que normalmente é feito pelos grandes bancos alemães – ou a execução de alguma política pública por parte do governo – viabilizada por participações estatais.

²⁴⁰ De acordo com o artigo 90 da Lei nº 12.529/2011, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, atos de concentração ocorrem quando: “I - 2 (duas) ou mais empresas anteriormente independentes se fundem; II - 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas; III - 1 (uma) ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou IV - 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou joint venture. Parágrafo único. Não serão considerados atos de concentração, para os efeitos do disposto no art. 88 desta Lei, os descritos no inciso IV do caput, quando destinados às licitações promovidas pela administração pública direta e indireta e aos contratos delas decorrentes.”

²⁴¹ O CADE é uma autarquia federal que, conforme as atribuições instituídas na Lei nº 12.529/2011, é a autoridade judicante brasileira de defesa da livre concorrência.

²⁴² Trata-se do *Minority Shareholding – Competition Committee Policy Roundtables* da OECD, que compilou, em 2008, as práticas antitruste das regulações e órgãos reguladores de vários países, entre os quais se encontra o Brasil (OECD, 2008, pp. 189-195).

²⁴³ Trata-se de voto proferido pelo Ministro Carlos Ragazzo no processo administrativo para julgar o ato de concentração nº 53500.012487/2007, no qual são consolidados muitos conceitos tradutores da organização jurídica das empresas brasileiras no que diz respeito ao controle empresarial, os quais decorrem, por sua vez, da utilização reiterada no âmbito de vários julgamentos do CADE.

²⁴⁴ Tradução livre de *relevant influence*, do original. Ragazzo (2010, p. 15) afirma que o conceito está consolidado no âmbito do CADE há muitos anos.

Na prática, o CADE procura identificar a existência de influência relevante na análise de atos de concentração a partir da avaliação “do interesse do sócio em intervir na atuação da empresa no mercado e da possibilidade e efetividade dessa intervenção” (RAGAZZO, 2010, p. 15). Essa influência relevante pode ocorrer quando um determinado acionista tem (i) poder de decisão sobre matérias societárias específicas, (ii) possibilidades especiais de monitoramento por meio de prerrogativas de indicação de membros a órgãos sociais, ou (iii) na ocasião em que este controla, sem autonomia suficiente para impor sua vontade, a deliberação de variáveis societárias estratégicas nas assembleias de acionistas, mediante poder de veto e/ou quóruns diferenciados de votação.²⁴⁵

Considera-se participações societárias ativas aquelas em que há controle ou influência relevante por parte do acionista e, participações societárias passivas, aquelas em que há um mero investimento que possibilite o acesso aos lucros da companhia (OECD, 2008, pp. 20-42; RAGAZZO, 2010, pp. 15-16).²⁴⁶

Na literatura norte-americana, não é novo se falar em ativismo por parte de acionistas minoritários.²⁴⁷ No contexto da intensa dispersão acionária que caracteriza a companhia aberta moderna de Berle e Means (1932), não se fala em controle societário exercido por acionistas, mas em controle gerencial. Entretanto, a partir da década de 1980,

²⁴⁵ Salomão Filho (2002, pp. 281-293) parece ter identificado primeiro as noções de “influência dominante” e “influência relevante do ponto de vista concorrencial” para fins antitrustes no Brasil, conceitos cujos conteúdos são equivalentes, respectivamente, à “influência dominante” e à “influência relativa” utilizadas pela OECD (2008, p. 190) como subclassificações da noção de “influência relevante”. Segundo Salomão Filho (2002, p. 283), “para caracterizar a influência sobre o planejamento societário não é preciso que haja domínio sobre todos os órgãos ou todas as decisões sociais. Suficiente é que haja controle sobre os órgãos ou cargos diretamente relacionados à produção e atuação no mercado da empresa. (...) Assim, um acordo de acionistas que atribua ao acionista minoritário direito de deliberar sobre essas áreas ou, então, direito de escolher e destituir os diretores por elas responsáveis (diretores esses que devem ter competência para deliberar e decidir com ampla liberdade sobre a respectiva área), sem dúvida cria uma influência dominante do ponto de vista concorrencial”. Da mesma forma, o autor (SALOMÃO FILHO, 2002, p. 289) afirma que “a ‘influência relevante’ pode assumir várias formas diferentes. Em primeiro lugar, é possível que a influência relevante decorra de um poder de veto na sociedade. (...) O que ocorre é que nesses casos não é razoável supor que a empresa participada possa desenvolver pacificamente suas atividades, sem chegar a algum tipo de acordo com o acionista minoritário. (...) Note-se que o poder de veto pode decorrer tanto de participação acionária quanto de contrato (influência externa). Em ambos os casos caracteriza-se a ‘influência relevante do ponto de vista concorrencial’”. Na prática do CADE, fala-se indistintamente em “influência relevante” para fins concorrenciais, em noção que engloba os conceitos de ambas as subclassificações de Salomão Filho (2002) e da OECD (2008) (RAGAZZO, 2010, pp. 14-19).

²⁴⁶ Para fins concorrenciais, Ragazzo (2010, p. 16) subdivide as participações societárias passivas naquelas em que há possibilidade de acesso a informações sensíveis e naquelas sem possibilidade de acesso a informações sensíveis, que correspondem, por sua vez, a informações estratégicas sobre uma empresa rival. Essa classificação, no entanto, não parece operacional aos fins da presente pesquisa, que não se preocupa diretamente com questões concorrenciais.

²⁴⁷ Tradução livre de “*shareholder activism*”, dos originais (BLACK, 1990, pp. 520-608, 1998, pp. 459-465; COFFEE JR.; BLACK, 1994, pp. 1997-2087; BAINBRIDGE, 2005, pp. 5-20; ROMANO, 2001, pp. 174-252). Existe literatura mais recente sobre o tema, mas, para os fins deste trabalho, focou-se nas circunstâncias que nortearam sua ascensão.

muito embora sem mecanismos de voz significativos e longe do efetivo controle, certos investidores das companhias listadas em bolsas de valores americanas, geralmente detentores de participações acionárias mais relevantes – embora minoritárias – passaram a levar ou ameaçar propor modificações substanciais à assembleia anual de acionistas daquelas companhias. O objetivo era buscar meios de negociação com os seus administradores para influenciar mudanças na estratégia de gestão empresarial, como forma de proteger melhor seus interesses (BLACK, 1990, pp. 520-608, 1998, pp. 459-465; COFFEE JR.; BLACK, 1994, pp. 1997-2087; BAINBRIDGE, 2005, pp. 5-20; ROMANO, 2001, pp. 174-252).

De acordo com essa literatura, nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC)²⁴⁸, o congresso e os estados federativos tendem, por convicção ou influência dos executivos poderosos, a insular a administração das companhias abertas de uma influência mais incisiva dos acionistas (BLACK, 1990, pp. 564-566; ROE, 1994, pp. 21-49). Então, fosse para buscar a maximização de valor da sua propriedade acionária, perseguir objetivos sociais, ou mesmo a captura de benefícios privados às custas das demais partes interessadas da empresa, certos investidores institucionais, geralmente fundos de pensão, de investimento ou instituições financeiras com participações mais significativas no capital das companhias-alvo de seu ativismo, viram-se incentivados a tentar ultrapassar as barreiras impostas pela legislação americana à sua influência societária, e buscaram mecanismos de voz para satisfazer seus interesses (BLACK, 1990, pp. 520-608, 1998, pp. 459-465; COFFEE JR.; BLACK, 1994, pp. 1997-2087; BAINBRIDGE, 2005, pp. 5-20).²⁴⁹

A organização jurídica e econômica das sociedades anônimas brasileiras é bem diferente, mas, da mesma forma que os investidores ativistas nos Estados Unidos, certos acionistas minoritários de empresas nacionais, inclusive a subsidiária de participações do BNDES, procuram conservar para si veículos de influência societária sem a manutenção do *status* de controlador.

²⁴⁸ Trata-se da autoridade norte-americana responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais daquele país. Mais informações disponíveis em: <<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

²⁴⁹ De acordo com Pargendler (2014a, pp. 22-29), a edição nos Estados Unidos das leis federais *Sarbanes-Oxley Act*, em 2002, e *Dodd Frank Act*, em 2010, para padronizar práticas de governança corporativa voltadas ao monitoramento da companhia aberta por parte dos acionistas indica que a intensificação do ativismo acionário é uma realidade cada vez mais institucionalizada naquele país. Munhoz (2012, pp. 516-517) argumenta que o ativismo acionário tende a ser positivo para a proteção das partes interessadas de uma companhia em uma perspectiva de governança corporativa *stakeholder-oriented*.

Nesse sentido, a própria Lei das S.A. foi modificada pela Medida Provisória nº 449/2008²⁵⁰ para prever o fenômeno que designou como influência significativa, a fim de dar conta das transformações ocorridas na organização jurídica do meio empresarial nacional a partir da década de 1990.²⁵¹

De acordo com os novos termos legais, “são coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa”²⁵², cujos investimentos e modificações a eles devem constar do relatório anual da companhia.²⁵³ Isso deve ser feito considerando-se que “há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la”²⁵⁴ e presumindo-se esta circunstância se a sociedade investidora detém pelo menos 20% do seu capital social votante.²⁵⁵

A partir daí, a lei societária passou a reconhecer de maneira mais clara que os acordos de acionistas que regulam o direito de voto podem servir não apenas para fins de compartilhamento de controle²⁵⁶, mas também para estabelecer um veículo de influência na vida financeira ou operacional de uma sociedade anônima por um acionista que não é legalmente considerado parte do grupo controlador.²⁵⁷

Diante dessa transformação legal, uma literatura mais recente de Direito Societário tem apontado para a ascensão de uma tipologia de acordos de acionistas adaptada à organização jurídica contemporânea da economia nacional. Assim, existiriam os acordos de controle, que servem para que um grupo de investidores possa comandar a companhia com estabilidade. Haveria também os acordos de voto, pensados para estabelecer (i) as regras de formação do voto do grupo de controle, (ii) prerrogativas de veto a acionistas minoritários

²⁵⁰ Posteriormente convertida na Lei nº 11.941/2009.

²⁵¹ De acordo com Bocater (2012, pp. 833-834), as transformações na estrutura de poder das sociedades anônimas ocorridas com o advento das privatizações e a posterior previsão da influência significativa na Lei das S.A. teriam ocorrido especialmente em função da atuação ativista de fundos de investimento em participações, regulados pela Instrução CVM nº 391/2003. No entanto, as características encontradas para as participações societárias da BNDESPAR sugerem que esse fenômeno também possa ser atribuível à atuação empresarial do Sistema BNDES no Brasil.

²⁵² Artigo 243, § 1º, da Lei das S.A.

²⁵³ Artigo 243 da Lei das S.A.

²⁵⁴ Artigo 243, § 4º, da Lei das S.A.

²⁵⁵ Artigo 243, § 5º, da Lei das S.A.

²⁵⁶ O artigo 118 da Lei das S.A. declara expressamente que os acordos de acionistas podem versar sobre o direito de voto ou sobre o poder de controle, assuntos diferentes, mas não havia reconhecido que pode existir influência parcial ao exercício do controle empresarial antes da modificação de 2008.

²⁵⁷ Já era necessário que as sociedades anônimas prestassem informações no relatório anual sobre suas coligadas antes da modificação operada pela Medida Provisória nº 449/2008, mas a definição de coligada era meramente quantitativa, consistindo em sociedades nas quais a investidora participa com 10% ou mais do seu capital votante, sem deter seu controle. A Lei das S.A. passou a reconhecer mais enfaticamente esse fenômeno com a modificação de 2008, pois foi a partir daí que passou a exigir a prestação de contas em relação aos investimentos que ocorrem com o estabelecimento de influência significativa.

na deliberação de matérias especificadas, ou (iii) procedimentos para voto em conjunto de grupos formados por minoritários. Outra possibilidade ainda são os acordos de bloqueio, que regulam os direitos dos acionistas contratantes no caso de transferências de ações.^{258 259}

Tendo em mente a classificação do Direito Antitruste, a modificação à Lei das S.A., ocorrida em 2008, e o fenômeno do compartilhamento de controle, considera-se que as participações da BNDESPAR podem ser passivas ou ativas, ocorrendo pelo exercício de influência significativa ou pelo controle compartilhado, na forma ativa.

Todas as participações realizadas pela BNDESPAR por contratação prévia, mesmo sem acordo de acionistas, abrem espaço para exercício ao menos de influência significativa. A subsidiária costuma impor uma série de restrições e obrigações aos controladores da companhia investida ao firmar qualquer tipo de contrato de financiamento por subscrição de valores mobiliários, entre as quais está o dever de manter um sistema adequado de gerenciamento e controle de informações e, principalmente, conceder livre acesso aos técnicos indicados pela subsidiária para coletar informações nas empresas investidas como forma de auxiliar estudos e diagnósticos da companhia e/ou do mercado em que ela atua.²⁶⁰

Trata-se de maneiras de exercer influência societária, pois a BNDESPAR age com o objetivo de avaliar o desempenho da companhia, o que pode impactar as decisões futuras sobre a condução dos seus negócios. Tais restrições e obrigações impostas aos controladores são um veículo de influência significativa, portanto, pela possibilidade de que as avaliações

²⁵⁸ Trata-se, por exemplo, do estabelecimento de direito de preferência na aquisição de ações postas à venda ou da utilização de cláusulas de *tag along* ou *drag along*, especialmente adaptadas à situação de um investidor estratégico, que tem o direito de venda conjunta das suas ações (caso outros acionistas predeterminados resolvam alienar seus títulos) ou a prerrogativa de obrigar as outras partes contratantes a vender suas participações em conjunto com ele, se assim for do seu interesse, entre outros entendimentos que dificultam a livre circulação da propriedade acionária (REBELO, 2011, pp. 158-159; BOCATER, 2012, pp. 833-845).

²⁵⁹ Essa classificação, nestes termos e de forma organizada, parece ter sido empregada pela primeira vez em Carvalhosa (2011, pp. 117-129), mas essa possibilidade de variação de conteúdo em acordos de acionistas aparece em diferentes medidas nos estudos de Gorga (2014, pp. 1-33); Druso (2012, pp. 456-466), Kuyven (2012, pp. 783-787), Bocater (2012, pp. 833-845) e Wald (1998, pp. 11-13). A utilização de cláusulas que traduzem os três tipos podem ser empregadas em uma mesma contratação de acordo de acionistas, mas os acordos que tratam do poder de controle e da regulação de voto fazem referência a direitos preponderantemente políticos das partes envolvidas, enquanto os acordos de bloqueio tratam de direitos patrimoniais, voltados mais diretamente à maximização de valor da propriedade acionária dos investidores (DRUSO, 2012, p. 457).

²⁶⁰ Na última apresentação do BNDES sobre governança corporativa, Fingerl (2006, p. 23) indica que as outras restrições e obrigações impostas aos controladores das companhias beneficiadas por participações da BNDESPAR são: não manter participação em empresa concorrente; não celebrar contratos de mútuo com a sociedade que recebeu o investimento; prestar garantias apenas a suas afiliadas e subsidiárias; e celebrar contratos com partes relacionadas somente nas condições de mercado. A Resolução nº 665/87 do BNDES enumera algumas outras restrições e obrigações impostas aos controladores em qualquer contratação de crédito realizada pelo banco ou por sua subsidiária de participações. Talvez devido a esse tipo de interferência societária Carvalhosa (2008, p. 496) fale no exercício de controle externo pelo BNDES sobre as empresas que financia, seja por meio da concessão de crédito ou pela subscrição de valores mobiliários.

da subsidiária venham a causar impacto na elaboração das políticas operacionais e financeiras das companhias monitoradas.

Um outro meio que torna viável o exercício de influência significativa pela BNDESPAR, mesmo sem manutenção de acordo de acionistas, é a possibilidade de eleição de membros do conselho de administração e do conselho fiscal em função de determinados percentuais do capital social. Com 10% do capital votante, um acionista minoritário consegue requerer a eleição dos membros do conselho de administração por voto múltiplo, bem como realizar uma indicação ao conselho fiscal. Da mesma maneira, os detentores de ao menos 10% das ações preferenciais podem indicar membros ao conselho de administração ou ao conselho fiscal de uma sociedade anônima. O acompanhamento das atividades da companhia por conselheiros de confiança da BNDESPAR no conselho de administração também é considerado um veículo para o exercício de influência significativa, pois as avaliações desses representantes pode igualmente acabar por impactar as suas políticas operacionais e financeiras.

Assim, considera-se que a subsidiária pode exercer influência significativa não apenas quando é parte de acordo de acionistas que lhe proporcione participação na definição da política financeira ou operacional ou tenha ao menos 20% do capital votante, mas em qualquer participação não adquirida no mercado primário ou secundário para composição de fundo de índice e/ou apoio à dispersão no mercado de capitais²⁶¹, até o momento em que o investimento representar ao menos 10% das ações ordinárias ou preferenciais da companhia.

As companhias a seguir tinham ações ou debêntures, atreladas a renda variável, adquiridas em ofertas públicas para composição de fundo de índice e/ou apoio à dispersão no mercado de capitais. Nelas, considera-se a participação minoritária da BNDESPAR passiva desde o início, estruturada a partir da regulação comum ou da autorregulação da BM&FBovespa, sem imposição de restrições e obrigações aos controladores ou possibilidade de indicação de membro para o conselho de administração.

Quadro 8 – Companhias com participação originariamente passiva

²⁶¹ Caio Melo (informação verbal, 2014) indicou que as aquisições em ofertas públicas ocorrem para a composição de fundos de índice, como o PIBB e o Fundo Índice Carbono Eficiente. No entanto, encontrou-se também nos relatórios de operações diretas do BNDES a justificativa de apoio à dispersão no mercado de capitais para alguns investimentos em ofertas públicas – que não demandam uma contratação de crédito nos termos da Resolução nº 665/87 do banco.

Companhia	Justificativas
BRF S.A.	Compra de ações em oferta primária para apoio ao mercado de capitais (em 2009) e operações de financiamento (entre 2009 e 2012) para aumento da capacidade de produção.
COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS - AMBEV	Operações de financiamento pela Área Industrial para ampliação da capacidade de produção e modernização e apoio do plano de investimentos de 2010 a 2013. Subscrição de debêntures simples em oferta pública.
CPFL ENERGIA S.A.	Aquisição de ações dos controladores (em 2003) e em oferta primária (em 2004) para incremento da dispersão da companhia no mercado de capitais (prospecto). Entre 2002 e 2011 diversas controladas receberam financiamentos do BNDES, incluindo os concedidos no âmbito do programa emergencial e excepcional de apoio financeiro às concessionárias de energia elétrica. Os demais financiamentos foram vinculados a projetos para ampliação da capacidade de geração e transmissão de energia elétrica.
GERDAU S.A.	Aquisição na oferta pública primária realizada em 2008.
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	Aquisição em oferta pública secundária de ações preferenciais da companhia, decorrente do encerramento do plano de recompra de ações de emissão da companhia.
INDÚSTRIAS ROMI S.A.	Aquisição de ações em oferta primária e secundária (em 2007). Várias operações de financiamento pela Área Industrial (entre 2002 e 2013) para desenvolvimento de produtos novos, implantação de unidades industriais e modernização de instalações.
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Aquisição de ações em oferta pública primária (em 2007).
NUTRIPLANT INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	Apoio ao mercado de capitais, no âmbito do Bovespa Mais, pela compra de ações ordinárias de emissão da empresa, em oferta pública primária de ações.
SÃO MARTINHO S.A.	Subscrição de ações em oferta pública primária (em 2007). Outras operações de financiamento para aumento da capacidade de produção ocorreram entre 2003 e 2013.

Elaboração própria.

Quando uma participação ativa em companhia aberta é desinvestida ou sofre diluição, a BNDESPAR parece abrir mão da influência societária, assumindo a participação um caráter passivo até que o desinvestimento completo ocorra. Na ausência de acordo de acionistas – e não encontrados outros indícios nos documentos pesquisados –, foi considerado que o exercício de influência significativa começa a cessar no momento em que a subsidiária passa a deter menos de 10% das ações ordinárias ou preferenciais de uma companhia aberta. Essa presunção se deu com base no fato de que, abaixo desse percentual de participação no capital social, cessa a possibilidade de eleição de conselheiros de sua confiança.²⁶²

Além daquelas listadas no Quadro 8, há outras companhias abertas presentes na amostra que apresentam percentual de participação menor que 10% das ações ordinárias ou preferenciais – não havendo indícios, nos documentos pesquisados, de que já tenha existido influência significativa ou controle compartilhado pela BNDESPAR. No entanto, como

²⁶² Ao falar sobre o investimento da BNDESPAR na Braskem, por exemplo, Caio Melo (informação verbal, 2014) mencionou que, apesar de já terem sido realizadas algumas vendas das ações de titularidade da subsidiária no mercado secundário, a manutenção do percentual de 5% do capital social dava-se para conservar o acordo de acionistas e a possibilidade de indicação de membro ao conselho de administração.

muitas vezes não se pôde aferir o período inicial e a justificativa oficial do seu financiamento, presume-se, com base nas entrevistas realizadas (MELO; informação verbal, 2014; SOUTO, informação verbal, 2014; RAVACHE, informação verbal, 2014; SOLEDADE, informação verbal, 2014) que elas já tenham sido alvo participações ativas da subsidiária em momento anterior²⁶³, tendo essas participações sido transformadas em participações passivas em função da abertura de capital ou da maturação do empreendimento e do desinvestimento.²⁶⁴

Quando há acordo de acionistas, as suas características encontradas na amostra levantada costumaram ser as seguintes.

As cláusulas gerais obedeceram duas possibilidades de orientação diferentes. Com inspiração na literatura sobre governança corporativa revisada no Capítulo 3, classificaram-se como *shareholder-oriented* as companhias cujos acordos determinavam que os acionistas deveriam sempre votar pela maximização de dividendos e pela adoção de parâmetros de alta eficiência e lucratividade na administração. Por outro lado, classificou-se como *stakeholder-oriented* as companhias cujos acordos apresentavam cláusulas gerais pelas quais, além da maximização de valor da empresa (e enquanto a BNDESPAR fosse acionista), deveriam ser adotadas políticas especiais de (i) capacitação para realocação de empregados demitidos no mercado, (ii) cumprimento estrito da legislação ambiental e (iii) inclusão de pessoas com deficiência, bem como (iv) conduta responsável perante os consumidores, órgãos públicos, comunidade em geral e respeito às diretrizes da livre-concorrência.²⁶⁵

Independentemente da orientação geral do acordo de acionistas, algumas das prerrogativas de veto, especialmente aquelas com conteúdo equivalente aos assuntos enumerados no artigo 136 da Lei das S.A.²⁶⁶, relacionam-se a assuntos operacionais da companhia – como reformas ao seu estatuto social –, com o objetivo de que nem o objeto

²⁶³ Quando eram fechadas, quando a BNDESPAR detinha participação mais relevante ou antes que a CVM exigisse a publicação dos documentos pesquisados na rede mundial de computadores.

²⁶⁴ Pesquisas futuras, com outros levantamentos de dados, devem confirmar se as participações passivas presumidas como decorrentes de ativas realmente podem ser assim caracterizadas.

²⁶⁵ Como visto no Capítulo 4, esse tipo de cláusula geral começou a ser imposto pela BNDESPAR no contexto das privatizações.

²⁶⁶ Conferir nota *supra* 126. Essa é a redação atual do artigo 136 e incisos da Lei das S.A.: “é necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III - redução do dividendo obrigatório; IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V - participação em grupo de sociedades (art. 265); VI - mudança do objeto da companhia; VII - cessação do estado de liquidação da companhia; VIII - criação de partes beneficiárias; IX - cisão da companhia; X - dissolução da companhia”.

social nem a estrutura acionária, ou mesmo os direitos dos valores mobiliários de que é titular, sejam modificados sem a sua anuência.

As últimas apresentações sobre governança corporativa divulgadas pelo BNDES (FIOCCA, 2005, p. 28; FINGERL, 2006, pp. 21-22) sintetizam bem as prerrogativas de veto operacionais da BNDESPAR observadas atualmente. Por elas, a concordância da subsidiária é necessária na deliberação de: alteração da atividade empresarial para atuação em novos negócios não conectados ao objeto social; aquisições e fusões; aumento ou redução do capital social; e emissão de novos títulos, tais como ações e debêntures, ou modificações dos direitos daqueles já existentes.

O objeto social de uma sociedade anônima precisa ser definido de modo preciso e completo, e pode abranger qualquer tipo de atividade econômica lícita.²⁶⁷ A prerrogativa de veto sobre sua modificação condiciona o investimento ao exercício de atividades em setores específicos pelas empresas beneficiadas.

Já as demais prerrogativas de veto operacionais servem para que os direitos políticos especiais da BNDESPAR não sejam perdidos antes da maturação do seu investimento. Esses acordos de acionistas possuem cláusula de vigência, que levam à sua perda de validade após o decurso de prazos determinados – bastante variáveis, podendo ir desde 5 até 40 anos – ou pela diluição da participação societária da subsidiária para percentual pouco significativo do capital social – que também pode variar consideravelmente, indo desde 0,5% até 25% nos documentos de companhias abertas pesquisados.²⁶⁸

Por outro lado, a BNDESPAR também detém, por meio dos acordos de acionistas analisados, prerrogativas de veto sobre a deliberação de matérias preponderantemente financeiras. Trata-se de assuntos ligados à manutenção da liquidez e viabilidade financeira das empresas diante dos seus planos de negócios previamente aprovados²⁶⁹, os quais normalmente também não podem ser modificados sem a anuência prévia da subsidiária.²⁷⁰ A

²⁶⁷ Artigo 2º da Lei das S.A..

²⁶⁸ Em todo caso, a anuência prévia para a viabilização de operações de fusão e aquisição pode estar relacionada a prerrogativas financeiras de veto, ligadas ao plano de negócios que originou o investimento, e a estratégias de desinvestimento.

²⁶⁹ Para obter qualquer tipo de investimento do BNDES, a empresa candidata deve apresentar um plano de negócios, ao qual fica vinculada se vier a ser beneficiada, nos termos do artigo 6º da Resolução nº 665/87 do BNDES.

²⁷⁰ De acordo com Rebelo (2011, p. 159), o controle sobre essas matérias operacionais e financeiras pelos investidores também é comum em contratos de investimento por capital de risco (*private equity* e *venture capital*).

política de distribuição de lucros aos acionistas minoritários também tem sua deliberação controlada pela possibilidade de veto da subsidiária.

As últimas apresentações sobre governança corporativa divulgadas pelo BNDES (FIOCCA, 2005, p. 28; FINGERL, 2006, pp. 21-22) realizam uma boa síntese das prerrogativas de veto financeiras observadas. Dentre elas, a concordância da BNDESPAR é necessária para: a alienação ou oneração de ativos relevantes; a definição da política de distribuição de dividendos da companhia; a celebração de contratos de longo prazo em montantes que superem valores predeterminados²⁷¹; o acordo de *joint ventures* e contratos que tratem de transferência de tecnologia; a definição da remuneração dos administradores; e a celebração de contratos de mútuo entre partes relacionadas e a companhia.

Além de manter o poder de veto sobre a deliberação dessas matérias, a BNDESPAR costuma conservar o direito de indicar pelo menos um membro ao conselho de administração e, eventualmente, ao conselho fiscal das companhias de que participa.²⁷²

O conselho de administração é um órgão de gestão obrigatório em sociedades anônimas abertas. Suas principais atribuições consistem em fixar as orientações gerais dos negócios da sociedade anônima em que funciona, eleger e destituir seus diretores, fixando ou não suas atribuições²⁷³, fiscalizar a gestão deles e aprovar as contas e relatórios da administração²⁷⁴, assim como eleger e destituir auditores independentes para apreciação das contas da sociedade²⁷⁵, se necessário.²⁷⁶ Ter um ou alguns membros de sua confiança no conselho de administração não concede à BNDESPAR um poder de dominação sobre as deliberações deste órgão de gestão, mas permite que a subsidiária mantenha um importante

²⁷¹ Normalmente são utilizados como referência o patrimônio líquido, o ativo total ou a receita líquida (FINGERL, 2006, p. 22).

²⁷² Em uma empresa, a Copel, a BNDESPAR manteve o direito de indicar um membro, sem atribuição específica, à diretoria. Prevista no capítulo XII da Lei das S.A. como obrigatória para qualquer tipo de companhia, a diretoria é o órgão executivo que põe em prática as decisões tomadas pela assembleia de acionistas e pelo conselho de administração, podendo deter alguma autonomia decisória para o dia a dia empresarial. No caso da Copel, seu estatuto social concede considerável independência à diretoria para algumas decisões financeiras.

²⁷³ Os acionistas podem optar por fixar diretamente as atribuições da diretoria no estatuto social da companhia, nos termos do artigo 142, II, da Lei das S.A.

²⁷⁴ Trata-se do relatório anual, que deve ser apresentado junto com as demonstrações financeiras, nos termos dos artigos 243 e seguintes da Lei das S.A. e pela Instrução CVM nº 480/2009, no caso das companhias abertas.

²⁷⁵ De acordo com o artigo 177, § 3º, da Lei das S.A., as demonstrações financeiras das companhias abertas serão sempre apreciadas por auditores independentes registrados na CVM.

²⁷⁶ O artigo 142 da Lei das S.A. faculta aos acionistas concederem outras atribuições ao conselho de administração, como se manifestar previamente sobre atos ou contratos; deliberar sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; e autorizar, por exemplo a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros.

veículo de monitoramento sobre as atividades da empresa e também sobre a elaboração da sua estratégia e a fiscalização das suas contas.²⁷⁷

O conselho fiscal, por sua vez, também é órgão cuja indicação de membro de confiança da BNDESPAR pode proporcionar um bom veículo de monitoramento das atividades da empresa, uma vez que, apesar de suas deliberações muitas vezes possuírem caráter meramente opinativo²⁷⁸, o exercício das suas atribuições leva a uma avaliação profunda de todos os aspectos que envolvem a administração da companhia.²⁷⁹

Em algumas situações, a BNDESPAR pode indicar um observador ou um membro a comitês técnicos voltados a aconselhar os administradores. A Cab Ambiental, por exemplo, prestadora de serviços públicos de água e esgoto, mantém um Comitê de Análise e Planejamento de Riscos Ambientais e Operacionais, órgão consultivo destinado a auxiliar o conselho de administração a mapear os riscos e contingências ambientais que circundam suas atividades. Pelo acordo de acionistas, a BNDESPAR tem liberdade para enviar um

²⁷⁷ O conselho de administração é concebido na exposição de motivos da Lei das S.A. como um órgão importante para a proteção dos interesses dos acionistas minoritários (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976). Segundo Carvalhosa (2009a, pp. 7-9), “nas companhias abertas, a obrigatoriedade do Conselho de Administração fundamenta-se formalmente na necessidade de conciliar os interesses dos acionistas controladores e daqueles que compõem a comunidade minoritária de investidores do mercado”, sendo “o veículo idealizado para a efetiva realização dos interesses de grupos minoritários estratégicos”. Nos casos de aporte de capital de risco por contratos de *venture capital* e *private equity*, Rebelo (2011, p. 144) pontua que a indicação de membros para cargos estratégicos da companhia pelos investidores capitalistas tem o objetivo de monitorar o investimento realizado.

²⁷⁸ “No que respeita aos *atos de vontade*, tais como aumento ou redução do capital social (arts. 166 e 173) e outros atos constitutivos, os pareceres do Conselho Fiscal são opinativos, não vinculando a administração nem a assembleia geral, que poderão contrariá-los. Em se tratando de *atos de verdade*, ou seja, quando o Conselho Fiscal não aprova as contas da administração e respectivas demonstrações financeiras, o seu parecer vincula os demais órgãos sociais. Não pode a assembleia geral desconhecê-lo ou votar favoravelmente à aprovação das contas da administração” (CARVALHOSA, 2009a, p. 425).

²⁷⁹ Nos termos do artigo 163 da Lei das S.A., são atribuições do conselho fiscal de uma sociedade anônima: “I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral; III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias; VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam”.

observador a fim de acompanhar as atividades desse comitê, devendo ser notificada acerca das suas reuniões.²⁸⁰

Os acordos de acionistas também costumam prever, por meio do estabelecimento de cláusulas de bloqueio à livre circulação das ações da companhia, estratégias de desinvestimento consensuais para a BNDESPAR, seja pela livre escolha da subsidiária, para situações de performance insatisfatória, para casos de desrespeito às suas prerrogativas de veto nas deliberações sociais ou ao seu direito de indicação de membros aos órgãos de gestão e fiscalização das empresas.

Essas estratégias de desinvestimento seguem o mesmo modelo aperfeiçoado para a Economia Baseada no Conhecimento, como visto no Capítulo 4, qual seja: (i) o estabelecimento do direito de *tag along* em favor da BNDESPAR, pelo qual o terceiro adquirente das ações dos controladores deve realizar proposta de aquisição dos papéis da subsidiária por valor de ao menos 100% daquele a ser pago pelas ações do bloco de controle²⁸¹; (ii) a contratação de cláusulas de *drag along* para as ocasiões em que a subsidiária encontre terceiro interessado em comprar sua participação e viabilizar seu desinvestimento; (iii) a utilização de cláusulas de *put option*, consistentes na opção de venda que pode ser exercida pela BNDESPAR contra os demais acionistas contratantes em casos predeterminados, que podem se tratar de simples decurso de prazo ou de situações de má performance do acordo de acionistas ou da companhia investida.²⁸² (iv) É possível também, mediante cláusulas estatutárias, a constituição de um fundo de resgate para as ações emitidas pela BNDESPAR, que seriam resgatas após decorrido o lapso temporal ou evento preestabelecido.²⁸³

É recorrente ainda a utilização de outras cláusulas de bloqueio à livre circulação de ações nos acordos de acionistas observados. Um exemplo é a obrigação de permanência para

²⁸⁰ A Biom S.A., empresa da amostra de companhias abertas que lida com o licenciamento de tecnologia para produção de proteínas terapêuticas recombinantes, é a que faz uso mais sofisticado desse tipo de órgão consultivo, prevendo o funcionamento de comitês de estratégia, novos negócios, recursos humanos, finanças, auditoria, fabricação e tecnologia, assuntos corporativos e relações institucionais e de assuntos médicos para aconselhamento do seu conselho de administração. Pelo acordo de acionistas que mantém com a companhia, a BNDESPAR pode enviar observador para acompanhar as atividades de todos esses comitês.

²⁸¹ A exigência desse tipo de cláusula também consta das últimas apresentações sobre governança corporativa divulgadas pelo BNDES (FIOCCA, 2005, p. 28; FINGERL, 2006, pp. 21-22).

²⁸² A definição das cláusulas de *tag along*, *drag along* e *put option* foi realizada pela observação dos acordos de acionistas com o auxílio de Fiocca (2005, p. 28), Fingerl (2006, pp. 21-22); Schapiro (2010a, pp. 150-256) e Rebelo (2011, pp. 158-159).

²⁸³ Leandro Ravache (informação verbal, 2014) explicou que a articulação de fundos de investimento está em desuso, pois as regras de contabilidade da IFRS consideram o fundo de resgate como dívida da companhia. Isso faz com que seu propósito se perca, uma vez que a utilização da alternativa dos fundos serviria para garantir um investimento por renda variável (participação), realizado exatamente para que a empresa não se visse endividada.

os controladores (*stand still*)²⁸⁴, que não podem vender ou diminuir de qualquer maneira seu percentual de participação na empresa por um prazo ou condição determinada, ou sem a anuência da BNDESPAR. Há ainda o direito de preferência da subsidiária para adquirir as ações dos controladores. Esses tipos de cláusulas não podem ser consideradas estratégias de desinvestimento, sendo muito mais táticas para evitar alterações imprevisíveis no quadro de controle antes da maturação do investimento. Há ocasiões, ainda, em que é o controlador quem bloqueia o desinvestimento da BNDESPAR por um período ou condição determinada, geralmente consistente na finalização de um empreendimento específico (período de *lock up*).²⁸⁵

Além disso, observou-se nos acordos de acionistas a exigência de abertura de capital, geralmente com indicação de listagem no Novo Mercado, no Bovespa Mais ou em segmentos especiais de negociação superiores. No caso do Novo Mercado, a exigência de listagem está ligada não apenas à política de incentivo do BNDES ao aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, mas também ao interesse de inserir a companhia em um ambiente de maior liquidez para o desinvestimento futuro. Já no caso do Bovespa Mais, como se trata de segmento de negociação voltado ao acesso de empresas de menor porte ao mercado de capitais, a exigência de listagem fica mais claramente relacionada à política de incentivo do BNDES ao aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa no mercado de capitais nacional.

Quadro 9 – Orientações e veículos jurídicos de proteção de interesses nos acordos de acionistas de que a BNDESPAR é parte

Acordos de acionistas de que a BNDESPAR é parte	
Orientação geral	<i>Shareholder-oriented</i>
	Voltada para eficiência empresarial e maximização da distribuição de dividendos.
	<i>Stakeholder-oriented</i>
	Voltada para outras partes interessadas além dos acionistas da empresa.
Veículos jurídicos de proteção de interesses	Alvo do interesse
Prerrogativas de veto.	Influência sobre a política operacional e/ou financeira da empresa.
Prerrogativas de indicação de membros aos órgãos sociais.	Monitoramento das contas e fiscalização das atividades da empresa.

²⁸⁴ *Stand still* é a nomenclatura utilizada em alguns acordos de acionistas observados para a obrigação de permanência dos controladores até que certo empreendimento ou prazo chegue ao fim.

²⁸⁵ Geralmente é utilizada a terminologia “período de *lock-up*” nos acordos de acionistas para descrever essas situações.

Bloqueio à livre circulação das ações.	Maximização do valor da propriedade acionária, com a obtenção do retorno sobre o investimento, sanção por desrespeito às prerrogativas da BNDESPAR e manutenção do quadro de controladores.
Exigência de listagem no Novo Mercado ou segmento de negociação superior.	Incentivo a melhores práticas de governança corporativa no mercado de capitais e inserção da companhia em um ambiente de maior liquidez para o desinvestimento.
Exigência de listagem no Bovespa Mais ou mercado de acesso superior.	Incentivo a melhores práticas de governança corporativa no mercado de capitais para inserção de companhias de menor porte.

Elaboração própria.

Com algumas variações, as prerrogativas de veto voltadas ao exercício de influência sobre a política financeira das companhias, a exigência de permanência dos controladores no quadro de controle, a articulação de cláusulas gerais *stakeholder-oriented* e a exigência de manutenção da companhia no Novo Mercado ou segmento superior também foram observadas nas escrituras de emissão de debêntures subscritas pela BNDESPAR – encontradas nos registros de três companhias da amostra –, conforme o quadro abaixo.

Quadro 10 - Debêntures BNDESPAR

Hypermarcas S.A.	Subscrição privada de debêntures com bônus de subscrição em 2010, cuja escritura de emissão exige a manutenção de limites de endividamento similares aos garantidos pelas prerrogativas de veto de acordos de acionistas; exige <i>stand still</i> para os controladores; traz cláusulas <i>stakeholder-oriented</i> ; exige a manutenção da companhia no Novo Mercado; e garante o direito de ajuste do preço de subscrição em caso de uso do bônus. A escritura faz remissão expressa às Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES (Resolução nº 665/87).
MPX Energia S.A. (Eneva S.A.)	Subscrição privada de debêntures conversíveis em ações (em 2011). A escritura de emissão de debêntures faz remissão expressa às Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES (Resolução nº 665/87). Exige da emissora obrigações financeiras similares às prerrogativas de veto observadas em acordos de acionistas; exige que a companhia permaneça listada no Novo Mercado ou em segmento superior. Além disso, estabelece a manutenção de <i>covenants</i> de mercado específicos para que as debêntures possam ser liquidadas mediante a entrega de ações.
Marfrig Alimentos S.A.	Subscrição de debêntures conversíveis (em 2010). A escritura de emissão de debêntures faz remissão expressa às Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES (Resolução nº 665/87). Exige da emissora obrigações financeiras similares às prerrogativas de veto observadas em acordos de acionistas; exige que a companhia permaneça listada no Novo Mercado ou em segmento superior.

Elaboração própria.

No caso das debêntures, não é necessária a articulação de estratégias de desinvestimento. Elas já são conversíveis em ações ou bônus de subscrição, permutáveis ou, longe da escolha de conversão, permuta ou exercício do bônus pela BNDESPAR, vêm com a previsão de remuneração fixa alternativamente. As escrituras de emissão, de todo modo, revelaram-se como um outro meio a possibilitar o exercício de influência significativa.

Caio Melo (informação verbal, 2014) e Leandro Ravache (informação verbal, 2014) esclareceram que não era viável investir em uma companhia fechada sem a sua reestruturação, para adotar uma governança mais voltada ao ingresso no mercado de capitais e, além disso, sem a adoção de um acordo de acionistas forte, com prerrogativas de veto,

indicação de conselheiros e estratégias de saída. Já nas companhias abertas, as regras já existentes poderiam atender integralmente as necessidades da BNDESPAR. É razoável supor, portanto, que todas as sociedades anônimas fechadas têm participações ativas da BNDESPAR, ao menos pelo exercício de influência significativa, muito embora não tenha sido possível realizar análise documental para confirmar tal circunstância.

Durval Soledade (informação verbal, 2014) esclareceu que as ações adquiridas pela BNDESPAR em companhias estatais controladas pela União Federal, abertas ou fechadas, são sempre consideradas integrantes do bloco de controle, tendo em vista que a subsidiária é, em última instância, também controlada por esse mesmo ente. As estatais fechadas controladas por estados foram incluídas na regra de presunção ao menos de influência significativa.

Nas companhias abertas, observou-se que os quatro grandes grupos de instrumentos jurídicos do Quadro 9 podem aparecer em conjunto ou separadamente nos acordos de acionistas. Nas companhias abertas geridas pela ACE foi observado um padrão mais estável, com forte articulação de todos os grupos de instrumentos jurídicos encontrados, podendo as cláusulas gerais ser *shareholder* ou *stakeholder-oriented*.

Quadro 11 – Características dos acordos de acionistas das companhias geridas pela ACE

Área de Capital Empreendedor	
Companhia	Acordo de acionistas
ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> , <i>put option</i> , fundo de resgate e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. Há obrigação de adesão ao Bovespa Mais. Tem vigência até que a companhia realize oferta pública inicial. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
BIOMM S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal, de administração e de observador aos comitês consultivos; <i>tag along</i> (100%), <i>put option</i> e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. Há obrigação de não fechar o capital nem aderir a segmento de listagem inferior ao Bovespa Mais. Tem vigência de 20 anos, até a conclusão do empreendimento vinculado ou enquanto a BNDESPAR detiver 2,5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
COMPANHIA DE ÁGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto e possibilidade de aprovação unilateral de algumas matérias; indicação de membros ao conselho de administração, fiscal e de observador ao comitê ambiental; <i>tag along</i> (100%); <i>put option</i> e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. Há obrigação de aderir ao Bovespa Mais. O acordo tem prazo de vigência de 20 anos, até que ocorra um IPO qualificado ou quando a BNDESPAR passar a deter menos de 5% das ações com direito a voto. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
NORTEC QUÍMICA S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> e <i>put option</i> . Há obrigação de aderir ao Bovespa Mais. Tem prazo de vigência de 15 anos ou enquanto a BNDESPAR detiver pelo menos 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
QUALITY SOFTWARE S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> , <i>put option</i> , fundo de resgate e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. Há obrigação de aderir ao Bovespa Mais. O acordo é válido enquanto a BNDESPAR mantiver participação de pelo menos 0,5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .

SENIOR SOLUTION S/A	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%) e <i>drag along</i> , o que também se aplicava a fundo de investimento que era acionista da companhia, cabendo <i>put option</i> e fundo de resgate exclusivamente à BNDESPAR. As famílias controladoras e o fundo de investimento tinham direito de preferência. Havia obrigação de aderir ao Novo Mercado, o que acabou ocorrendo via Bovespa Mais. O acordo de acionistas deixou de vigor em decorrência de realização de oferta pública secundária de ações que ocasionou dispersão acionária. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
---------------------	--

Elaboração própria.

Já nas companhias geridas pela Área de Mercado de Capitais foi encontrada uma variedade mais ampla de combinações de direitos nos acordos de acionistas. Nem sempre são articuladas prerrogativas de veto para a subsidiária no âmbito dessas sociedades, e as cláusulas alternativas para o desinvestimento em caso de ausência de liquidez no mercado de capitais – como as de *put option*, *drag along* e a previsão de fundo de resgate – são raramente observadas.

Quadro 12 - Características dos acordos de acionistas das companhias geridas pela AMC

Área de Mercado de Capitais	
Companhia	Acordo de acionistas
AES ELPA S.A.	Acordo com a controladora concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; e <i>tag along</i> (80% - legal). Tem vigência até 2033, enquanto durarem as concessões da companhia ou enquanto a BNDESPAR detiver 25% das ações com direito a voto da controladora. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
AES TIETÊ S.A.	Acordo com a controladora concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; e <i>tag along</i> (80% - legal). Tem vigência até 2033, enquanto durarem as concessões da companhia ou enquanto a BNDESPAR detiver 25% das ações com direito a voto da controladora. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	Concedia à BNDESPAR indicação de membros ao conselho de administração; direito de preferência, obrigação de <i>lock up</i> e <i>tag along</i> especial. Tinha vigência até 22 de outubro de 2015 ou enquanto as ações vinculadas representassem 5% do capital votante. Acabou invalidado pela incorporação da companhia pela Rumo Logística. Adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> . No âmbito da Rumo Logística, permanece o direito da BNDESPAR de indicar 1 membro ao conselho de administração e o direito de <i>tag along</i> especial, além da prerrogativa de eleger um membro do comitê de assessoramento do conselho de administração.
BEMATECH S.A.	Concedia à BNDESPAR, mediante fundo de investimento, prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; <i>tag along</i> (100%), período de <i>lock up</i> para todas as partes e <i>put option</i> . Havia obrigação de listagem no Novo Mercado para a companhia. Tinha vigor por 20 anos ou enquanto o FIEE Brasil 21 detivesse 0,5% das ações do capital social. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
BRASIL TELECOM S.A.	Acordo com controladores concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração; e <i>tag along</i> (80% - legal). O acordo existe entre a BNDESPAR e vários outros investidores institucionais que integram o quadro de acionistas relevantes (fundos de pensão brasileiros e investidores estrangeiros) e tem vigência até 2048 ou enquanto as concessões de que a companhia é titular existirem. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
BRASKEM S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativa de veto para a modificação dos direitos das ações dos minoritários; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%), <i>put option</i> e <i>stand still</i> . Tem vigência enquanto a BNDESPAR for detentora de 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
CIA. DE TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%) e <i>put option</i> . O acordo de acionistas entre a BNDESPAR e os controladores foi firmado em 1999 e tinha prazo de vigência de 7 anos. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
COMPANHIA BRASILEIRA DE ENERGIA	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> e direito de preferência. Tem vigência até 2033, enquanto as concessões das controladas existirem ou enquanto a BNDESPAR detiver 25% das ações com direito a voto. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .

COMPANHIA DE RECUPERAÇÃO SECUNDÁRIA	Concedia prerrogativas de veto para todos os controladores, mediante deliberação por unanimidade; indicação de membro ao conselho de administração; e direito de preferência. O acordo de acionistas entre a BNDESPAR e os demais controladores, firmado em 2001, perdeu a vigência quando a Petrobrás adquiriu a totalidade das ações da companhia, em 2011. <i>Adotava cláusulas gerais shareholder-oriented.</i>
COMPANHIA DISTRIBUIDORA DE GÁS DO RIO DE JANEIRO - CEG	Concede à BNDESPAR possibilidade de indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; e <i>tag along</i> (80% - legal). o acordo de acionistas é válido enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 10% do capital social votante. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	A BNDESPAR é apenas interveniente anuente no acordo de acionistas entre AGC Energia S.A. e a Cemig, pois pode converter debêntures permutáveis que detém na AGC por 39,12% das ações da Cemig. Se a BNDESPAR fizer a permuta, o acordo de acionistas perde a validade.
COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; e <i>put option</i> . O acordo perderá a validade passados 20 anos ou se a BNDESPAR deixar de ser acionista. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL	Acordo de acionistas firmado com o controlador permitia a indicação pela BNDESPAR de membro ao conselho de administração da CSN.
CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração, <i>tag along</i> (100%), direito de preferência e obrigação de <i>stand still</i> aos controladores, todos os direitos compartilhados com fundos de pensão de funcionários públicos. Adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> . A BNDESPAR diluiu sua participação na Contax por meio de leilão de ações em 18/11/2010 e venda de participação à Portugal Telecom em 25/01/2011.
ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; e <i>tag along</i> (100% -N2). O acordo tem vigência até 2033, enquanto as concessões das controladas durarem ou enquanto a BNDESPAR tiver 25% das ações com direito a voto da controladora. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
FIBRIA CELULOSE S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; exige período de <i>lock up</i> para ambas as partes a partir da assinatura do aditivo de 2009, que antecedia a adesão ao Novo Mercado. Perde a validade passados 5 anos da sua assinatura. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
INEPAR ENERGIA S.A.	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; obrigação de <i>stand still</i> para controladores; direito de preferência para todos; <i>tag along</i> (100%) e <i>put option</i> . O acordo tinha validade enquanto a BNDESPAR detivesse ao menos 5% do capital social votante. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
INEPAR S.A. - INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%) e direito de preferência. O acordo de acionistas entre a BNDESPAR e os controladores, firmado em 2000, vigorava enquanto a subsidiária detivesse ao menos 5% do capital social e foi rescindido pelas partes em 2010. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
IOCHPE - MAXION S.A.	A BNDESPAR já foi parte em diferentes acordos de acionistas da companhia, que lhe asseguravam a eleição de membros no conselho de administração no último momento, mas também direito de preferência e <i>tag along</i> (100%) quando da contratação inicial, em 2001, tendo o acordo de acionistas chegado ao seu prazo final de vigência em 26/10/2013, após o ingresso da companhia no Novo Mercado. Os acordos adotavam cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> . O formulário de referência da companhia indica a BNDESPAR como uma das acionistas que exerce seus direitos de voto e poder de indicar membros aos órgãos de administração como parte do grupo controlador.
JBS S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração, assim como direito de requerer a criação de comitês consultivos, com indicação de membros; previsão de <i>tag along</i> (100% - NM). Tem prazo de vigência por 5 anos, automaticamente renovado caso a BNDESPAR ainda detenha 15% do capital social votante decorrido esse prazo. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
LINX S.A.	A BNDESPAR pode pedir a instalação do conselho fiscal da companhia enquanto for acionista. Havia acordo de acionistas com mais poderes para a subsidiária antes da abertura de capital e oferta secundária (prospecto).
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; obrigação de <i>stand still</i> para os controladores, direito de preferência para a subsidiária e <i>tag along</i> (100%). O acordo permaneceria em vigor enquanto a BNDESPAR detivesse ao menos 5% do capital social, sem restrição temporal. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> . Há declaração de que o acordo teve sua vigência encerrada em 28/12/2012.
MARFRIG ALIMENTOS S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração, aos comitês financeiro e de gestão de riscos e de sustentabilidade; <i>tag along</i> (100%) obrigação de <i>stand still</i> para os controladores, assim como <i>call option</i> das ações e debêntures conversíveis e direito de preferência para 75% da participação. Tem vigência pelo prazo de 5 anos contados da conversão completa das debêntures ou enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
MPX ENERGIA S.A. (ENEVA S.A.)	O acordo de acionistas firmado entre os controladores expressa ser possível a indicação de 1 membro ao conselho de administração pela BNDESPAR, por conta do seu percentual de participação.

OI S.A.	Acordo com controladores concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração; e <i>tag along</i> (80% - N1). O acordo existe entre a BNDESPAR e vários outros investidores institucionais que integram o quadro de acionistas relevantes (fundos de pensão brasileiros e investidores estrangeiros) e tem vigência até 2048 ou enquanto as concessões de que a companhia é titular existirem. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
PARANAPANEMA S.A.	Houve acordo para reestruturação de dívida em 2006, do qual foram partes a BNDESPAR, os controladores – fundos de pensão brasileiros – e outros credores, e pelo qual prerrogativas de veto foram estruturadas para os credores subscritores de novas ações, assim como o ingresso da companhia ao menos no Nível 1 foi exigido (prospecto).
REDE ENERGIA S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%); <i>put option</i> e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. O acordo é válido enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
RENOVA ENERGIA S.A.	Concede à BNDESPAR indicação de membro ao conselho de administração e <i>tag along</i> (100%). O acordo de acionistas tem vigor por 15 anos, enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social ou até que a liquidez das suas <i>Units</i> tenha atingido volume médio diário de 10 milhões de reais. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Primeiramente firmado em 2004, o acordo de acionistas concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>put option</i> , <i>tag along</i> (100%), obrigação de <i>stand still</i> para os controladores e previa obrigação de adesão ao Nível 1. Esse acordo tinha vigência enquanto a BNDESPAR detivesse ao menos 5% do capital social. Em 2011, quando da subscrição de debêntures conversíveis, as partes firmaram um novo acordo, pelo qual a BNDESPAR obteve prerrogativas de veto e <i>tag along</i> (100%). Convertidas as debêntures em ações, o acordo vale enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social ou até que a companhia se liste no Novo Mercado. Primeiramente, adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> , que passaram a ser <i>shareholder-oriented</i> na última versão do acordo.
TELE NORTE LESTE PART. S.A.	Concedia à BNDESPAR algumas prerrogativas de veto; direito de indicação de membros ao conselho de administração e <i>tag along</i> legal em conjunto com os fundos de pensão, que também investiram na companhia em decorrência do acordo de acionistas com a controladora. Tinha vigência até 2048 ou enquanto durassem as concessões da companhia. A BNDESPAR realizou desinvestimento, tendo se retirado do quadro societário. Adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
TELEMAR NORTE LESTE S.A.	Concedia à BNDESPAR algumas prerrogativas de veto; direito de indicação de membros ao conselho de administração e <i>tag along</i> legal em conjunto com os fundos de pensão, que também investiram na companhia em decorrência do acordo de acionistas com a controladora. Tinha vigência até 2048 ou enquanto durassem as concessões da companhia. A BNDESPAR realizou desinvestimento, tendo se retirado do quadro societário. Pelo estatuto social, as ações preferenciais da BNDESPAR na companhia eram resgatáveis. Adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal, de administração e diretoria; <i>tag along</i> (100%), fundo de resgate para as ações preferenciais, obrigação de <i>stand still</i> para controladores e direito de preferência recíproco em relação aos fundos de pensão, também investidores. O acordo tem vigência até 2048 ou enquanto durarem as concessões das companhias controladas. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .
TPI TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; exigência de contratação de seguro de gestão; e livre circulação das ações, a não ser pelo <i>tag along</i> (100%) do Novo Mercado e pela condição de que eventual adquirente do controle acionário aceite seus termos. O acordo tem prazo de vigência por 15 anos, enquanto a BNDESPAR detiver 5% do capital social ou até que as ações da companhia atinjam liquidez com volume médio diário de 10 milhões de reais. O acordo também exige o envio periódico de informações contábeis específicas. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
TRANSNORDESTINA LOGÍSTICA S.A.	Os acionistas integrantes do bloco público (que inclui BNDES, BNDESPAR e FINAME) detêm direitos substantivos sobre certas decisões relevantes da empresa e podem interferir na condução normal dos negócios, atuando nas definições do orçamento, políticas internas, gastos de capital, endividamento, entre outros (prospecto).
TUPY S.A.	Trata-se de acordo de acionistas de compartilhamento de controle entre BNDESPAR e PREVI, que determina serem os votos oferecidos em assembleia uniformes entre as partes, podendo cada qual indicar membros de sua escolha ao conselho de administração e fiscal; ambos têm direito de venda conjunta, inclusive em oferta pública de ações, que deve ser realizada pelas partes para a dispersão do controle. Até que isso ocorra, ambos possuem direito de preferência e obrigação de <i>stand still</i> em caso de não adesão da outra parte à iniciativa de dispersão ou alienação do controle. O acordo é válido até que a oferta pública ocorra ou por prazos prorrogáveis de 5 anos. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .
VALEPAR S.A.	Concede à BNDESPAR indicação de membro ao conselho de administração e direito de preferência; traz obrigação de <i>stand still</i> , tratando-se de acordo no qual todas as partes são consideradas controladoras. O acordo é válido por 20 anos, prorrogável por prazos de 10 anos conforme acordado entre as partes. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .

VALE S.A.	Acordo da controladora prevê para a BNDESPAR a indicação de membro ao conselho de administração; direito de preferência e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores, tratando-se de acordo no qual todas as partes são consideradas controladoras. O acordo é válido por 20 anos, prorrogável por prazos de 10 anos conforme acordado entre as partes. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> . Existe <i>golden share</i> para a União Federal.
VIGOR ALIMENTOS S.A.	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; e <i>tag along</i> (NM – 100%). Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> . Firmado em 2012, o acordo vigorava enquanto a subsidiária detivesse ao menos 10% do capital social. Foi rescindido pelas partes em 2014.

Elaboração própria.

Como pode ser observado no Quadro 12, resta confirmado o exercício de influência significativa ou controle compartilhado em algumas companhias abertas da amostra mesmo sem a articulação de acordo de acionistas.

Na Iochpe Maxion S.A., o formulário de referência garantiu que a subsidiária enviava um representante a todas as assembleias e votava como parte do grupo controlador, mesmo na ausência de acordo de acionistas. Nessa companhia, o controle é exercido também pela família fundadora, que detém aproximadamente 25% do capital social, enquanto a BNDESPAR conserva 6,77%.

Em uma outra companhia, a Linx S.A., um dos prospectos de distribuição pública esclareceu ter havido acordo de acionistas com mais poderes para a subsidiária antes da abertura de capital e realização de oferta secundária. De todo modo, a BNDESPAR continua a poder, sozinha, pedir a qualquer momento a instalação do conselho fiscal da companhia enquanto for acionista e, pela sua participação, pode indicar conselheiro de administração.

Na Paranapanema S.A., também por um dos seus prospectos de distribuição pública ficou esclarecido que, em função de acordo para reestruturação de dívida firmado com os controladores em 2006, a subsidiária e os demais credores contratantes teriam prerrogativas de veto voltadas a controlar a política financeira da companhia. Para se tornarem acionistas, esses credores exigiram ainda que a Paranapanema se listasse ao menos no Nível 1 da BM&FBovespa.

Por fim, na Transnordestina Logística S.A., novamente por intermédio de um dos prospectos de distribuição pública, descobriu-se que os acionistas integrantes de bloco público – BNDES, BNDESPAR e FINAME – detêm direitos substantivos sobre certas decisões relevantes da empresa, podendo interferir na condução normal dos seus negócios e atuar nas definições do orçamento, políticas internas, gastos de capital, endividamento, entre outros.

Não é incomum que em uma mesma companhia a subsidiária divida o controle ou exercício de influência significativa com outros agentes ligados ao Estado ou de origem completamente privada, como mostra o quadro abaixo.

Quadro 13 – Atores que exercem influência significativa ou controle compartilhado com a BNDESPAR

Companhia	Ator que exerce influência significativa ou controle compartilhado em conjunto com a BNDESPAR
ALL – AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, família e fundos de pensão detinham prerrogativas de veto e indicação de membros ao conselho de administração pelo acordo de acionistas.
BIOMM S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, algumas famílias detêm prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração e fiscal, <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> e <i>call option</i> . Já o Estado de Minas Gerais, através da BDMGTEC Participações S.A, detém prerrogativas de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração e fiscal; e direito de <i>tag along</i> (100%) pelo acordo de acionistas.
BRASKEM S.A.	Há outro acordo de acionistas com a Petrobrás que garante à estatal prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração, diretoria e conselho fiscal; <i>tag along</i> (100%); direito de preferência para aquisição do controle e manutenção da participação acionária em caso de evento que causaria diluição. Há memorando de entendimentos com fundos de pensão que lhes garante direito de <i>tag along</i> especial.
IOCHPE MAXION S.A.	Participação conjunta no bloco de controle com o Fundo de Participação Social (FPS). ²⁸⁶
MPX ENERGIA S.A.	Há um acordo de acionistas pelo qual família e estrangeiro detêm prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração e direito de preferência para aquisição do controle.
Oi S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, o acordo de acionistas garante a fundos de pensão de funcionários públicos da União prerrogativas de veto e direito de indicação de membro ao conselho de administração.
RENOVA ENERGIA S.A.	Acordo de acionistas com família e a Light S.A., concedem ao Estado de Minas Gerais e FIP detido por outra família prerrogativas de veto; direito de indicação de membros ao conselho de administração e conselho fiscal; direito de preferência, <i>tag along</i> (100%) e direito especial de saída do bloco de controle. Pelo mesmo acordo, outra família, por meio da RR Participações, detém prerrogativas de veto; de indicação de membros ao conselho de administração e conselho fiscal; direito de preferência, <i>tag along</i> (100%) e direito especial de saída do bloco de controle. Há ainda a concessão a outro FIP do direito de indicar membro ao conselho de administração. Todas as partes são consideradas controladoras.
SENIOR SOLUTION S.A.	Pelo acordo de acionistas, além dos direitos reservados à BNDESPAR, as famílias do grupo controlador tinham direito de preferência umas sobre as outras para aquisição do controle. Um FIP detinha prerrogativas de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração e à diretoria; direito de preferência para aquisição do controle; <i>tag along</i> (100%) e <i>drag along</i> .
TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A.	Pelo acordo de acionistas, além da BNDESPAR, fundos de pensão de funcionários públicos da União detêm prerrogativas de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração, ao conselho fiscal e à diretoria; <i>tag along</i> (100%), direito de preferência e exigência de <i>stand still</i> contra os controladores. Investidores estrangeiros têm direito de preferência para aquisição do controle e direito de indicar membros ao conselho de administração e à diretoria.
TUPY S.A.	No acordo de controle com a BNDESPAR, fundo de pensão de funcionários públicos da União detém prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração e fiscal; direito de preferência para aquisição do controle e <i>stand still</i> contra a subsidiária.
VALE S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, o acordo de acionistas garante aos demais membros do grupo de controle prerrogativas de veto e direito de indicar membros ao conselho de administração e fiscal. Há direito de preferência da Valepar S.A. para adquirir as participações diretas dos controladores na Vale S.A.
PARANAPANEMA S.A.	Pelo acordo de reestruturação de dívida, os demais credores – investidores institucionais brasileiros, nomeadamente fundos de investimento vinculados ao Banco do Brasil – detêm as mesmas prerrogativas de veto que a BNDESPAR, exigindo igualmente a listagem da companhia ao menos no Nível 1.

Elaboração própria.

Como já foi visto, é possível a indicação de membros ao conselho de administração e fiscal com base no percentual de participação, além de ser garantido o direito de *tag along* e de recesso na autorregulação da BM&FBovespa e na legislação comum – embora a Lei das S.A. preveja, para o direito de *tag along*, apenas 80% do valor das ações de controle.

²⁸⁶ O FPS foi criado pelo Decreto nº 79.459/1977, a partir de subconta do Fundo Pis-Pasep, para servir exclusivamente à aplicação de recursos em ações e debêntures conversíveis de companhias abertas brasileiras. É gerido pelo BNDES desde a sua criação.

Assim, a regulação e a autorregulação, paralelamente ao uso dos acordos de acionistas, podem ajudar a BNDESPAR a proteger seus interesses.

A possibilidade de indicação de membros ao conselho de administração foi considerada um veículo para o exercício de influência significativa. O direito de *tag along* e o direito de recesso garantidos pela Lei das S.A. e pela autorregulação da BM&FBovespa, por outro lado, apenas incrementam a liquidez buscada para as participações passivas da BNDESPAR.

Com base nos percentuais de participação, considerou-se que a BNDESPAR pode exercer influência significativa sobre as companhias abertas listadas abaixo, mesmo sem a constatação de acordo de acionistas ou outros indícios nos demais documentos societários pesquisados. Isso se deve ao poder de eleger membros do conselho de administração sozinha, ou requerer a sua eleição por voto múltiplo.

Quadro 14 – Companhias em que a BNDESPAR pode exercer influência significativa sem acordo de acionistas

Companhia aberta	
Influência significativa com base no percentual de participação	AMERICEL S.A.
	BOMBRIL S/A
	CARBOMIL S.A. – MINERAÇÃO E INDÚSTRIA
	CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.
	HYPERMARCAS S.A.
	KLABIN S.A.
	LIGHT S.A.
	LUPATECH S.A.
	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
	S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO CHAPECÓ

Elaboração própria.

O quadro abaixo procura marcar os traços diferenciadores a definir as participações ativas e passivas da BNDESPAR.

Quadro 15 – Traços gerais diferenciadores das participações ativas e passivas

Participações ativas da BNDESPAR	
Por influência significativa	Por controle compartilhado

<ul style="list-style-type: none"> - Influência sobre assuntos específicos da empresa ao mesmo tempo que conserva uma participação minoritária, sem integrar o bloco de controle nem necessariamente ser uma companhia coligada nos termos da Lei da S.A.; - Ausentes outros indícios nos documentos analisados, é presumida para as companhias fechadas da amostra, assim como para as abertas em que se mantém participação de ao menos 10% do capital votante ou das ações preferenciais. 	<ul style="list-style-type: none"> - Além de ter os poderes de veto tipicamente previstos nos acordos de acionistas, pode contribuir, proporcionalmente à sua participação, para a formação do voto do grupo homogêneo de acionistas que exerce o controle; - Foi identificada em função da análise dos acordos de acionistas e dos formulários de referência das companhias da amostra.
Participações passivas da BNDESPAR	
<ul style="list-style-type: none"> - Podem ser originariamente passivas se adquiridas no mercado primário ou secundário para a composição de fundos de índice ou incentivo à dispersão no mercado de capitais nacional. 	<ul style="list-style-type: none"> - Podem ser decorrentes de participações ativas quando o acordo de acionistas perde a sua vigência, a participação se torna inferior a 10% do capital votante ou das ações preferenciais e os demais documentos societários não apresentam qualquer indício de que a BNDESPAR exerça influência significativa ou controle compartilhado. - Permanece ou passa a ser aplicável o direito de <i>tag along</i> e de recesso da legislação comum ou da autorregulação da BM&FBovespa, assim como as demais proteções legais concedidas aos acionistas minoritários em geral.

Elaboração própria.

Nas entrevistas com Luiz Souto (informação verbal, 2014) e Caio Melo (informação verbal, 2014) foi repisada a circunstância de que todos os investimentos da BNDESPAR têm um escopo institucional, ou seja, obedecem uma lógica de política industrial. Os veículos de monitoramento ativo – o exercício de influência significativa ou controle compartilhado – ajudariam a subsidiária a acessar esse escopo institucional pela companhia investida e decidir qual o momento mais adequado para iniciar o desinvestimento.

Ou seja, como regra geral, uma participação tornar-se-ia passiva no momento em que o escopo institucional que a motivou se observasse cumprido, o que indicaria que os direitos resguardados pela BNDESPAR na estrutura societária das companhias investidas atenderiam em alguma medida interesses decorrentes da execução de políticas industriais. Tais ferramentas societárias em si, por outro lado, parecem coerentes com o atendimento da política financeira do Sistema BNDES, pois estão principalmente voltadas a garantir a possibilidade de retorno sobre o investimento da subsidiária.

A partir do próximo tópico, será empreendido esforço mais profundo para a avaliação dos objetivos das participações da BNDESPAR. Até aqui, conclui-se que a busca

de equilíbrio entre o escopo institucional e a política financeira do BNDES pode ser extraída do discurso dos funcionários do banco. No entanto, as ferramentas societárias voltadas aos interesses da sua subsidiária parecem acessar mais a política financeira do que o monitoramento de políticas industriais de viés mais setorial, como a PDP e o PBM.

Para ilustrar melhor as possibilidades de organização jurídica e econômica das participações societárias da BNDESPAR e os objetivos que podem delas ser extraídos, tomados em conjunto com os dados descritos neste tópico e compilados nas tabelas anexas, alguns exemplos de investimento encontrados nas carteiras de ações pesquisadas da BNDESPAR serão brevemente relatados.

5.2 A busca de equilíbrio entre o escopo institucional e a política financeira do BNDES

A mentalidade decorrente da Reforma do Estado no Brasil talvez justifique o fato de a literatura nacional de Direito Administrativo e Empresarial que trata do fenômeno da associação empresarial do Estado não considerar eventuais objetivos de política industrial ao analisar os investimentos por participação societária realizados pela BNDESPAR.²⁸⁷

No âmbito dessa literatura, os financiamentos viabilizados pela subsidiária são concebidos como aportes de capital de risco (FORGIONI, 2006, p. 180; RODRIGUES; DAUD, 2012, p. 11), para os quais o desenho societário proporcionaria somente a fiscalização da aplicação eficiente dos recursos públicos, do ponto de vista do retorno financeiro esperado pelo BNDES, e de uma rota de saída para o momento de maturação do projeto, que ocorre quando a remuneração do capital aplicado é obtida (CRAVEIRO, 2007, p. 11; GOMES, 2013, pp. 576-581; PINTO JÚNIOR, 2010, pp. 192-194). Essa literatura trata a BNDESPAR como uma investidora comum, como se ela não tivesse razões para atuar enquanto acionista, intervindo não apenas na qualidade de mera financiadora, mas também como uma das vozes condutoras dos negócios da companhia.²⁸⁸

²⁸⁷ Os trabalhos de Forgioni (2006, p. 180), Craveiro (2007, p. 11), Pinto Júnior (2010, pp. 192-194), Rodrigues e Daud (2012, p. 11) e Gomes (2013, pp. 576-581) ilustram essa afirmação.

²⁸⁸ Pinto Júnior (2010, p. 193) chega a não considerar a atuação da BNDESPAR uma forma de intervenção do Estado na economia, alocando esta atividade fora do Direito Institucional Econômico, portanto: “o investimento acionário realizado pelo BNDES não funciona como ferramenta de intervenção econômica. Trata-se apenas de ajuda financeira a projetos públicos e privados para fomentar o desenvolvimento nacional. Conquanto a decisão de ingressar no capital social não seja tomada em razão do maior ou menor retorno financeiro para o acionista, também não visa a limitar o ganho financeiro da empresa investida. A posição capitalística assumida pelo BNDES nessas circunstâncias não tem caráter permanente, estando predestinada à alienação posterior, preferencialmente via mercado de capitais, conforme a lógica do chamado *private equity*” (PINTO JÚNIOR, 2010, p. 193. Grifos constantes no texto original).

Essa maneira de conceber a missão da BNDESPAR mostra-se convergente com a doutrina brasileira mais tradicional de Direito Administrativo e Empresarial, segundo a qual, no cenário pós-privatizações, as empresas estatais, instituídas por Lei, deveriam atender ao interesse da coletividade, constando o interesse público inclusive das justificativas legais de sua criação.²⁸⁹ Mas as controladas das estatais, criadas, sem autorização de lei específica, como subsidiárias ou controladas para auxiliar as atividades das empresas do Estado, não teriam mandato público, podendo visar exclusivamente à maximização de lucro como forma de viabilizar as atividades da estatal controladora.²⁹⁰

No caso, interpretando-se essa visão à luz de um viés de política industrial, caberia ao BNDES, empresa pública criada por Lei, atuar com objetivos desenvolvimentistas, voltados a beneficiar a população em geral. Mas a BNDESPAR, sua subsidiária integral, submetida à regulação societária comum, não teria como objetivo implantar políticas industriais diretamente, e sim gerar dividendos ao seu controlador e viabilizar financeiramente suas atividades por meio de ganhos no mercado.

De uma maneira mais sofisticada, isso realmente acontece. Não é que a BNDESPAR vise exclusivamente à maximização de valor das suas carteiras de renda variável: na realidade, no desenrolar da complexa trajetória de reinvenção do Sistema BNDES na economia brasileira, a subsidiária acabou assumindo o papel de principal pilar da política financeira do banco.²⁹¹ Hoje, a BNDESPAR é rentável e seus ativos valorizaram-se muito desde 2000, não recebendo ela fontes de recursos subsidiadas para desenvolver suas atividades.²⁹²

²⁸⁹ Nos termos do artigo 173 da Constituição Federal: “Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

²⁹⁰ Essa foi uma maneira aplicada ao presente trabalho para interpretar conjuntamente argumentos de Ataliba (1993), Sundfeld (1994), Mello (2005) e Carvalhosa (2009b).

²⁹¹ Para Colby (2012, p. 18), por exemplo, o Sistema BNDES como um todo não parece aplicar uma estratégia exclusivamente maximizadora de lucros: “*the BNDES is the primary source of long-term credit in the country, and the bank may use its dominant position to extract monopolistic rents from its clients. The data does not support this view however as the NIM charged by the BNDES is lower than other private banks. Between 1996 and 2009, the average ROE for private banks in Brazil was 21.2 percent versus 14.9 percent for the BNDES, suggesting that it was not employing a strategy of profit-maximization*”.

²⁹² Segundo Colby (2012, p. 20), “*it is important to note that significant investment revenue comes from the asset management arm BNDESPar, which does not have direct access to subsidized funding sources. BNDESPar assets have appreciated considerably since 2000, which contributes to the bank’s overall profitability*”. A BNDESPAR somente realiza investimentos a partir do retorno sobre as suas operações e captações no mercado, não tendo acesso direto aos recursos do FAT e aos eventuais aportes do Tesouro Nacional no BNDES. É certo, por outro lado, que tal retorno se dá em cima de recursos do Estado e que sua má alocação gera custos de oportunidade.

Segundo Velasco Jr. (2010, p. 314), a política financeira do Sistema BNDES teria surgido a partir da política operacional de 1984 do banco, sendo o processo de privatizações iniciado dentro da BNDESPAR nesse período sua primeira iniciativa:

Foi nessa conjuntura que a administração do BNDES buscou uma política econômico-financeira interna de autossustentação na qual as privatizações, que já estavam inscritas na sua política operacional de 1984, adquiriram efetiva relevância. Essa política, embora não representasse um consenso interno, seria avalizada pela linha de comando do Banco, que envolvia a Presidência e a Diretoria Financeira, cujo titular era também o principal diretor-executivo da BNDESPAR.²⁹³

Nas entrevistas realizadas com os funcionários e ex-funcionários do banco esteve presente a afirmação de que a BNDESPAR é a principal expoente da execução dessa política financeira, garantindo que o Sistema BNDES seja auto-sustentável até os dias de hoje (SOUTO, informação verbal, 2014; MELO, informação verbal, 2014; RAVACHE, informação verbal, 2014; SOLEDADE, informação verbal 2014).²⁹⁴ Mas isso não quer dizer que não haja o intento de fazer política industrial com a alocação de recursos da BNDESPAR. Para Caio Melo (informação verbal, 2014):

a BNDESPAR surgiu como um braço, então, complementar à divisão de capital. O fato é o seguinte: o fato é que, a nossa experiência e, enquanto banco de desenvolvimento, você ter um braço, forte, não é um braço qualquer, não é uma atividade muito marginal, a carteira participações do BNDES representa, já representou 30, como 30% dos ativos totais do banco. Hoje, como os ativos totais cresceram muito, a bolsa, de certa forma, ficou meio de lado, e hoje representa 15% dos ativos totais do BNDES. Então você está falando de uma carteira de mais de 100 bilhões de reais. É coisa pra burro! Entendeu? É muito expressivo. O fato, então, de um banco de desenvolvimento ter um braço de mercado de capitais. Mais especificamente, a gente falando, assim, de ações, dá muita flexibilidade para o atingimento do seu mandato institucional. E eu te falo mais, independentemente da questão do governo. Se é um governo mais pra um lado, se é um governo mais pro outro. Então, assim, a BNDESPAR foi ativa, ao longo desses 40 anos, sempre ativa ao longo desses 40 anos, talvez em maior ou menor grau a depender do período, mas sempre ativa, sempre com um mandato muito claro vinculado à política econômica, política de governo.

Existe, então, mesmo na BNDESPAR, uma preocupação de que a alocação dos recursos obedeça um escopo institucional. Às vezes, esse escopo institucional define-se a partir da influência do próprio banco, como foi o caso das privatizações na década de 1980 ou dos programas voltados a pequenas e médias empresas inovadoras a partir da década de 1990. Em outras ocasiões, o escopo institucional define-se a partir de uma agenda mais *top*

²⁹³ Schneider (1994) avalia que teria ocorrido dispersão do *esprit de corps* dos funcionários do BNDES na década de 1980 e isso teria tornado o banco mais passível de captura governamental e deficitário. Para Colby (2013), em sentido contrário, o *esprit de corps* do banco decorreu exatamente do anseio de auto-sustentabilidade e independência dos seus funcionários, o que teria relação também com o treinamento recebido na Comissão Mista Brasil-Estados Unidos.

²⁹⁴ Leandro Ravache (informação verbal, 2014) esclareceu que é necessário à BNDESPAR ter um retorno fora da curva para aliviar o *spread* bancário do BNDES.

down, pela observância dos macro-temas setoriais da PITCE, da PDP e do PMB, pela adoção de uma iniciativa de atuação anticíclica e pelo lançamento de um programa para socorrer as companhias do setor durante a crise energética brasileira em 2001²⁹⁵, por exemplo.^{296 297}

As ferramentas jurídicas societárias utilizadas pela subsidiária, por sua vez, parecem pensadas principalmente a partir da lógica da política financeira do Sistema BNDES. Elas conjugam o objetivo de tornar suas companhias abertas, para maximizar seus retornos e buscar garantir a auto-sustentabilidade do banco, ao mesmo tempo que incentivam as negociações no mercado de capitais brasileiro.

Veja-se, por exemplo, os investimentos na Altus, na Bematech, na CSN e na JBS.

5.2.1 Altus, Bematech, CSN e JBS: exemplos representativos da busca de equilíbrio entre o escopo institucional e a política financeira do Sistema BNDES

A Altus Sistemas de Automação S.A. (Altus) é uma empresa de médio porte do setor de máquinas, equipamentos, veículos e peças que desenvolve, fabrica e comercializa equipamentos eletrônicos para automação industrial, comercial e da construção civil, assim como presta serviços e consultoria de informática e automação.²⁹⁸

Em 2010, a empresa recebeu investimento da BNDESPAR, mediante a subscrição e integralização de 100% das suas ações preferenciais, o que representa 39,48% do seu capital

²⁹⁵ Trata-se do Programa Emergencial e Excepcional de Apoio às Concessionárias de Serviços Públicos de Distribuição de Energia Elétrica, instituído pelo governo federal por meio da Medida Provisória nº 127/2003. Pelo Programa, o BNDES recebia a missão de prover às companhias elétricas o financiamento necessário para evitar um colapso no fornecimento de energia no país.

²⁹⁶ A partir de estudos de caso realizados dos bancos públicos no Brasil – a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e o BNDES –, Mettenheim (2010, p. 11) avalia, em visão convergente com a afirmação de Caio Melo (informação verbal, 2014), que estas são instituições que tornam a execução de políticas públicas mais barata para o país, o que seria uma vantagem comparativa para nós, enquanto economia em desenvolvimento: “we suggest that government banks provide advantages in the Brazilian context of underdevelopment, shallow markets, dismal income distribution and volatile business cycles. Government banks provide policy options and powerful means to induce public sector reforms”.

²⁹⁷ Para Colby (2012, p. 15), “the executive sets the agenda and mandate for the development bank, but bank personnel have autonomy in terms of lending criteria and the approval of particular loans. The executive mandates what must be done, and the BNDES decides how it will be executed. Various economic programs such as the Plano de Metas, II PND, and the privatizations of the 1990s were political directives delegated from the executive, yet the bank used its expertise and operational autonomy to decide how best to implement these programs. The BNDES serves an additional role in the policy planning process. It is a source of economic ideas that influence national political discourse. The technical ideas that originate in the research department have influenced the economic agenda of several presidential administrations”.

²⁹⁸ A Altus é enquadrada como empresa de médio porte pelas informações financeiras obtidas no seu formulário de referência de 2013 e a partir da classificação adotada pelo BNDES para a concessão de apoio financeiro. A classificação foi definida na Circular nº 11/2010 e na Circular nº 34/2011. A atividade da Altus é descrita no referido formulário de referência.

social total.²⁹⁹ A justificativa oficial³⁰⁰ para o financiamento da Altus pela subsidiária foi o investimento em infraestrutura, treinamento e qualificação, pesquisa, desenvolvimento, marketing comercial e melhoria da estrutura de capital da empresa, assim como estudos e projetos relacionados ao processo de aquisição de empresas do mesmo setor de atuação ou setores complementares³⁰¹ e aporte de capital de giro, no âmbito do BNDES Prosoft.

A BNDESPAR foi a subscritora única das ações preferenciais da Altus e exigiu a previsão de um fundo de resgate para sua participação, a ser utilizado a partir do exercício social que terminaria no final do ano de 2018³⁰², caso a companhia não realizasse registro como companhia aberta de categoria A na CVM. A finalidade da listagem era promover a negociação de ações no segmento especial Bovespa Mais da BM&FBovespa, até o prazo pactuado. Além disso, a subsidiária assinou com os controladores da sociedade um acordo de acionistas, com cláusulas gerais *stakeholder-oriented*, por meio do qual manteve prerrogativas de veto sobre matérias operacionais e financeiras, válidas para a companhia, suas controladas e coligadas.³⁰³

²⁹⁹ O restante do capital pertencia completamente aos atuais controladores, segundo o acordo de acionistas.

³⁰⁰ A motivação oficial foi obtida no relatório de operações diretas do BNDES do ano de 2010 (Tabela 5). Os percentuais de participação e a identificação dos controladores foram encontrados no formulário de referência de 2013 e no acordo de acionistas firmado entre eles e a BNDESPAR em 2010. O acordo foi alterado duas vezes, com a assinatura de aditivos. A consolidação do acordo original e das suas alterações é tratada como o “acordo de acionistas” neste tópico.

³⁰¹ O investimento em processos de fusão e aquisição, especialmente com o fim último de internacionalização das empresas brasileiras, marcou a atuação da BNDESPAR por um longo período, sendo registrado a partir de 2005 (FIOCCA, 2005, p. 24; FINGERL, 2006, pp. 15-16) e tendo declaradamente chegado ao fim em 2013, em entrevista concedida pelo atual presidente do BNDES (LANDIM; LEOPOLDO; TEREZA, 2013). Há outras empresas mais representativas dessa política motivadora de investimentos, como as dos setores de petroquímica, celulose, frigoríficos, siderurgia, suco de laranja e cimento, enumerados pelo próprio presidente do BNDES na referida entrevista, os quais não necessariamente se enquadram no BNDES - Prosoft.

³⁰² O fundo de resgate das ações preferenciais emitidas pela BNDESPAR está previsto no estatuto social da Altus.

³⁰³ Tais matérias consistem na: (i) alteração do Estatuto Social; (ii) aumento do capital social; (iii) criação de nova classe de ações; (iv) redução do capital social; (v) mudança do objeto social; (vi) redução do dividendo obrigatório, distribuição de dividendos em montante diverso ao que está estabelecido no estatuto ou retenção de lucros; (vii) pagamento de juros sobre capital próprio acima dos limites de dedução para efeitos de apuração do lucro real; (viii) emissão de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição, partes beneficiárias e opções para compra de ações; (ix) constituição ou redução de reservas, fundos ou provisões contábeis com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários; (x) cessação de estado de liquidação; (xi) fusão, incorporação, cisão ou transformação; (xii) fixação do preço de emissão das ações até a abertura da companhia conforme o valor atualizado pago pela BNDESPAR quando do ingresso na companhia; (xiii) remuneração e participação dos administradores nos lucros; (xiv) prestação de garantia às controladas; (xv) assinatura de qualquer contrato maior ou igual a 30% do patrimônio líquido; (xvi) distribuição de dividendos intermediários à conta de reserva de lucros e lucros acumulados; (xvii) projetos de investimento fora do seu campo de atuação; (xviii) projetos de investimento que individualmente tenham valor principal equivalente a 10% ou cumulativamente 30% do patrimônio líquido; (xix) contratos de transferência de tecnologia; (xx) contratos de aquisição de tecnologia com valor equivalente ou superior a 10% do patrimônio líquido, que sejam relevantes para as operações ou negócios ou possam afetar seu desempenho futuro; (xxi) alienação de participações societárias da companhia em outras sociedades; (xxii) política a ser adotada em relação aos minoritários em caso de fusão, cisão ou alienação de controle; (xxiii)

O acordo de acionistas firmado também concede à BNDESPAR o direito de indicar de um a dois membros ao conselho de administração da Altus, a depender da sua composição, assim como um integrante ao conselho fiscal, quando o órgão estiver em funcionamento.

Em caso de alienação do controle, a subsidiária tem direito de *tag along*, pelo qual o adquirente do bloco de comando da companhia deverá realizar oferta para comprar suas ações por, no mínimo, 100% do valor pago por aquelas de titularidade dos controladores. Além disso, é garantido à subsidiária participar da oferta pública inicial de ações após a abertura da companhia³⁰⁴, que pode optar por comprar as ações dela para a realização desse evento. Caso a abertura da Altus não ocorresse no prazo pactuado, a BNDESPAR poderia cobrar multa equivalente a 10% da sua participação aos controladores, bem como executar cláusula de *put option* para obrigar os controladores a comprar punitivamente suas ações. Adicionalmente, havia o direito de *drag along*, que poderia obrigar os controladores a alienar suas ações em conjunto com ela para um terceiro interessado diante da não abertura da companhia.

De todo modo, após algumas alterações consensualmente pactuadas em relação à data, o registro da Altus na CVM ocorreu em 2 de julho de 2013 e a companhia já se encontra listada no Bovespa Mais, aguardando para realizar sua oferta pública inicial de ações. Com a diluição da participação da BNDESPAR nos eventos de alienação dos seus papéis no mercado, suas prerrogativas no acordo de acionistas serão gradualmente suprimidas, até que a subsidiária (i) não detenha mais o mínimo de 5% do capital social, ou (ii) tenha decorrido o prazo de 20 anos, quando, então, o acordo terá perdido sua vigência por completo.

Houve a declaração expressa de que, não obstante as prerrogativas de decisão, indicação de membros aos órgãos sociais e bloqueio da livre circulação de ações, a BNDESPAR configurava acionista minoritária, devendo ser assim considerada, para fins

utilização de meios de comercialização e práticas administrativas que, direta ou indiretamente, provoquem efeitos danosos injustificáveis à companhia; e (xxiv) aquisição, alienação ou oneração de qualquer participação societária cujo *enterprise value*, de forma isolada, não ultrapasse 10% e de forma cumulativa 30% do patrimônio líquido.

³⁰⁴ Observados os trâmites legais e exigências da CVM (Instruções CVM nº 88/1988, 286/1998, 400/2003 e 471/2008), não há demais condicionalidades para que um acionista minoritário venda sua participação societária em companhia aberta, o que é designado oferta pública secundária de ações pela legislação vigente, em contraposição à oferta primária, a qual ocorre mediante a negociação de papéis emitidos exclusivamente para distribuição a investidores dispersos no mercado. No caso Altus, os controladores quiseram conservar para si a opção de comprar as ações da BNDESPAR, para apenas posteriormente realizar oferta pública de ações da companhia.

legais, na identificação do grupo de controle da Altus. Os controladores da companhia, por sua vez, são quatro pessoas físicas brasileiras.

Os veículos jurídicos para o exercício de influência significativa pela BNDESPAR sobre a Altus mostraram-se minuciosamente desenhados, e a possibilidade de monitoramento ativo da subsidiária é bastante intensa na sua estrutura de governança. Além disso, a orientação geral do acordo de acionistas demonstra uma preocupação de adequação do investimento à proteção de diferentes partes interessadas, como os empregados e a comunidade em geral, por meio da preocupação com o meio ambiente e da inclusão de pessoas com deficiência.

A empresa é qualificada pelo banco como inovadora de base tecnológica. Trata-se do campo em que ele busca o aperfeiçoamento da gestão e estrutura de governança, além de acelerar o processo de desenvolvimento, para que culmine com a abertura para a negociação no mercado de capitais.

A vocação tecnológica e as perspectivas de crescimento da Altus motivaram, em 2010, a aquisição pela BNDESPAR de participação acionária na empresa, que desenvolve soluções de automação com foco principal nos segmentos elétrico e de óleo e gás. Atualmente, a BNDESPAR detém 39,48% de seu capital. Ao adquirir participação em empresas inovadoras, a BNDESPAR visa a acelerar seu processo de crescimento e contribuir para o aprimoramento de sua gestão e governança. Em geral, esse processo tem como consequência natural, em etapa posterior, a abertura de capital. Além do suporte por meio de instrumentos de renda variável, o BNDES tem também apoiado a Altus com linhas de financiamento (renda fixa) à inovação e ampliação de capacidade instalada. A empresa também desenvolve software e tecnologia própria, o que lhe permitiu concorrer com as principais firmas estrangeiras do setor e vencer licitação da Petrobras, em 2011, para a automação das oito primeiras plataformas para operações em larga escala do pré-sal.³⁰⁵

Já a Bematech S.A. é uma sociedade empresária do setor de comunicação e informática, que atua na produção, industrialização e comercialização de hardware e software para automação comercial destinada ao pequeno e médio varejo, além de prestar serviços relacionados a sua atividade.³⁰⁶ A empresa recebeu o seu primeiro financiamento pelo Sistema BNDES na década de 90, ainda em estágio embrionário de maturação, mediante a subscrição de 20% do seu capital social pela subsidiária do banco. Posteriormente, foi beneficiada por várias outras concessões de financiamento, inclusive no âmbito do BNDES Prosoft e das linhas de capital inovador³⁰⁷ e internacionalização de empresas.^{308 309}

³⁰⁵ Notícia veiculada em 26 de setembro de 2013 no sítio eletrônico do BNDES. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2013/mercado_de_capitais/20130926_althus.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³⁰⁶ Informações obtidas no seu formulário de referência de 2013.

³⁰⁷ O BNDES declara atuar de acordo com política transversal de apoio à inovação, em consonância com as demais políticas públicas do governo federal voltadas a essa prioridade estratégica. São vários os

Na época do investimento inicial da BNDESPAR, há indicadores de que a subsidiária manteve veículos jurídicos para o exercício de influência significativa sobre a empresa.³¹⁰ Hoje, passadas duas décadas e tendo a empresa ingressado no mercado de capitais em 2007, mediante registro na CVM e listagem no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, a subsidiária mantém participação equivalente a 3,48%³¹¹ do seu capital social e não parece ser titular de direitos que lhe atribuam prerrogativas especiais na sua estrutura de governança.

De qualquer forma, embora não se tenha acesso à organização jurídica societária da Bematech relativa ao período do investimento inicial da BNDESPAR, obteve-se acordo de acionistas de validade expirada nos documentos anexados ao seu registro junto à CVM. O documento demonstra que, na ocasião do ingresso da empresa no mercado do capitais, a BNDESPAR valeu-se de um fundo de investimento em empresas emergentes para resguardar seus interesses.³¹²

Tratava-se do Brasil 21 – Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, que, regulado pela Instrução CVM nº 209/1994, adotou a forma de condomínio fechado, tendo como cotista única a BNDESPAR e prazo de duração de 8 anos. Esse fundo estava em fase de desinvestimento no exercício social de 2011 da subsidiária mas, como demonstra o

mecanismos de apoio do banco a atividades empresariais inovadoras, que incluem financiamentos diretos e indiretos por meio de diferentes programas, linhas de financiamento e aportes a fundos de investimento. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Políticas_Transversais/Politica_apoio_inovacao/index.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³⁰⁸ Conferir nota *supra* 301. A linha de financiamento do BNDES voltada à inserção internacional de empresas nacionais tem por objetivo apoiar a aquisição de ativos e execução de projetos ou investimentos no exterior, especialmente para fins de modernização ou desenvolvimento de novas tecnologias, o que ocorre por financiamentos diretos ou indiretos. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/FINEM/internacionalizacao.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³⁰⁹ Informações obtidas em notícia veiculada no sítio eletrônico do BNDES. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2010/industria/20100304_bematech.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³¹⁰ Schapiro (2010a, 2012b, p. 284) indica que a BNDESPAR costumava manter membros no conselho de administração e forte monitoramento sobre a maturação empresarial de empresas como a Bematech, Lupatech e Totvs, cujas atividades estão voltadas à inovação. Após o registro das duas últimas na CVM, no entanto, não há indicação de que a BNDESPAR ou qualquer outro agente exerça influência societária ativa sobre elas.

³¹¹ A participação da BNDESPAR no capital social da Bematech equivalia de 8,64% na carteira de participações divulgada nas demonstrações financeiras consolidadas em 31 de dezembro 2012.

³¹² Como já visto, utilizar fundos de investimento para viabilizar suas participações e resguardar seus interesses é uma prática da BNDESPAR utilizada em diferentes ocasiões ao longo de sua existência. No acordo de acionistas da Altus, por exemplo, a seguinte cláusula foi encontrada: “A acionista controladora, os controladores indiretos e a companhia concordam, desde já, com a possibilidade de a BNDESPAR ceder as ações de sua propriedade, de emissão da companhia, para um fundo de investimento constituído pela BNDESPAR ou para um fundo de investimento do qual a BNDESPAR seja quotista majoritária, bem como com a transferência do presente acordo, nos seus exatos termos e condições, para o referido fundo”.

acordo de acionistas encontrado, não apenas era ele acionista como tinha influência significativa sobre a política operacional e financeira da Bematech em 2005, ano de celebração do instrumento.³¹³

O acordo de acionistas era firmado apenas pelos então controladores da Bematech – várias pessoas físicas brasileiras – e pelo Fundo Brasil 21. O documento adotava cláusulas gerais *shareholder-oriented* e esclarecia, em seu preâmbulo, que as partes mantinham esse tipo de relação societária desde 2002, tendo em vista que o fundo de investimentos era titular da totalidade das ações preferenciais de Classe B da companhia, as quais foram convertidas em ações ordinárias para a listagem no Novo Mercado da BM&FBovespa. Em vista das modificações empreendidas para o ingresso no mercado de capitais, os acionistas signatários desse antigo acordo resolveram cancelá-lo e celebrar um novo, tornado público em função da regulação da CVM. O acordo de 2002, por sua vez, previa data limite para registro da Bematech como companhia aberta, a qual, não cumprida, geraria para ela a obrigação de resgatar a participação do Fundo Brasil 21 se ele assim desejasse.

Até o momento em que a Bematech viesse a negociar ações na bolsa de valores, o Fundo Brasil 21 mantinha forte influência sobre assuntos operacionais e financeiros da empresa, muito semelhante ao que foi observado no caso da Altus.³¹⁴ Era igualmente possível ao fundo de investimento indicar um membro ao conselho de administração e outro ao conselho fiscal. Por outro lado, não havia cláusula de *drag along*, mas apenas o direito de *tag along*, previsto no estatuto social para todos os acionistas minoritários, que teriam o direito de alienar em conjunto suas ações em caso de venda do bloco de controle por pelo menos 100% do valor a ser pago pelos papéis detidos por controladores. Havia, na realidade, uma espécie de bloqueio à participação do Fundo Brasil 21 no acordo de acionistas, pelo qual ele somente poderia alienar sua participação nas ofertas públicas de ações realizadas de

³¹³ As informações sobre a relação do Fundo Brasil 21 e a BNDESPAR, assim como seu prazo de duração e sua situação de desinvestimento, foram encontrados nas demonstrações financeiras anuais apresentadas pela subsidiária para o exercício de 2011. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/1211_BPAR.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³¹⁴ O Fundo Brasil 21 poderia vetar a deliberação dos seguintes assuntos pela assembleia-geral de acionistas ou pelo conselho de administração da Bematech: (i) alterações ao estatuto social; (ii) a emissão de novos valores mobiliários; (iii) a redução do capital social; (iv) grupamento ou desdobramento de ações; (v) constituição de reservas, fundos ou provisões contábeis com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários; (vi) fixação, em aumentos de capital social, de preços de emissão de ações inferiores àquele pago pelo FIEE Brasil 21; (vii) criação de novas classes de ações, ainda que menos favorecidas; (viii) redução do dividendo obrigatório; (ix) proposta de aquisição de participações societárias; (x) proposta de celebração de quaisquer contratos e obrigações acima do limite pactuado; (xi) proposta de aquisição ou cessão de tecnologia que envolva valores superiores a 1 milhão de reais; (xii) proposta de realização de investimentos fora do seu campo principal de atuação acima do limite pactuado; (xiii) proposta de realização de operações de fusão, cisão, dissolução, liquidação e incorporação; e (xiv) qualquer outra matéria constante no artigo 136 da Lei das S.A. não enumerada.

forma gradual. Regra similar era aplicável também aos controladores.³¹⁵ De qualquer forma, o fundo de investimento tinha o direito de *put option* para finalizar seu desinvestimento. O direito garantia opção de venda das suas ações ao grupo controlador caso, após realizadas as ofertas públicas, ele não conseguisse se desfazer da totalidade delas e detivesse participação de no máximo 0,5% do capital social. Em 2012, o Fundo Brasil 21 foi provavelmente liquidado por completo, não tendo mais aparecido nas demonstrações financeiras da BNDESPAR.

Quanto à CSN, trata-se de companhia aberta, listada no mercado tradicional, privatizada³¹⁶, pertencente a grupo empresarial de grande porte – Grupo Vicunha – e atuante nos setores de mineração, siderurgia, logística, cimento e energia.³¹⁷

Segundo notícia veiculada na mídia especializada (NEVES, 2005), os controladores da CSN desejavam que a controladora direta desta companhia, a Vicunha Siderurgia S.A., desonerasse-se do endividamento de quase dois bilhões de reais que assumira com a emissão de debêntures permutáveis para subscrição pela BNDESPAR em 2000. Essa subscrição ocorreu com a finalidade de viabilizar uma reestruturação societária para descruzamento de participações da CSN e da antiga CVRD, e venceria totalmente apenas em 2011.

Em notícia contendo entrevista com Benjamin Steinbruch em 1º de junho de 2000, a jornalista responsável conclui que o financiamento a ser concedido naquele ano tinha “por objetivo eliminar os conflitos de interesse que existiam entre a siderúrgica e a mineradora, o

³¹⁵ Trata-se da Cláusula 9.1.1.1.1 (a) e (b) do acordo de acionistas: “o FIEE Brasil 21 não poderá solicitar a desvinculação (ou seja, para os fins de alienação) de nenhuma das ações de sua titularidade, durante o prazo de seis meses a contar da data em que passem a existir ações negociadas no Novo Mercado ou em circulação no mercado. Findo esse prazo, o FIEE Brasil 21 poderá solicitar que sejam liberadas, e por conseguinte alienar, 25% do total das ações de sua propriedade a cada período de seis meses, sempre considerada, como base para esse percentual, a participação acionária detida pelo FIEE Brasil 21 no capital social na data de assinatura do presente Acordo de Acionistas”. (...) “os acionistas controladores não poderão solicitar a desvinculação (ou seja, para os fins de alienação) de nenhuma das ações de sua titularidade, durante o prazo de um ano a contar da data em que passem a existir ações negociadas no Novo Mercado ou em circulação no mercado. Findo esse prazo, os acionistas controladores poderão solicitar que sejam liberadas, e por conseguinte alienar, 20% do total das ações de sua propriedade a cada período de um ano, sempre considerada, como base para esse percentual, a participação acionária detida por cada um dos acionistas controladores no capital social na data de assinatura do presente Acordo de Acionistas”. Esses tipos de previsão são designados, respectivamente, cláusulas de “*lock up*” e “*stand still*” em alguns documentos analisados na amostra de empresas pesquisadas.

³¹⁶ A CSN foi uma das companhias estatais inseridas na privatização do setor siderúrgico entre 1990 e 1994. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Privatizacao/pnd.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³¹⁷ Informações obtidas no formulário de referência de 2013 da CSN. O Grupo Vicunha consta entre os 30 maiores grupos empresariais brasileiros do Ranking Maiores e Melhores da Exame de 2012 e é controlado pela família Steinbruch. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/empresas/melhores-e-maiores/ranking/2012/grupos/>>. Acesso em 7 de março de 2015.

que, de acordo com os sócios das empresas, estariam limitando o planejamento estratégico de ambas” (LUNA, 2000).

Na mesma ocasião, Steinbruch anunciou que, com o descruzamento das empresas, o objetivo do Grupo Vicunha passou a ser transformar a CSN em uma companhia global, o que teria atraído a atenção do Estado para apoiar financeiramente a operação por meio do BNDES. Nas palavras do executivo: “o governo deve firmar uma posição com as empresas brasileiras, o Brasil é pouco competitivo a nível mundial em termos da maioria dos produtos e tem que preservar o que é competitivo, como mineração, siderurgia e papel e celulose” (LUNA, 2000).

A critério da BNDESPAR, as debêntures eram permutáveis por ações da CSN e a subsidiária mantinha acordo de acionistas, que garantia a indicação de um membro ao conselho de administração dela, com o grupo controlador. Em entrevista com funcionário da CSN, confirmou-se que o conselheiro foi indicado em um exercício³¹⁸ e que, ao final do seu mandato, a BNDESPAR optou por permutar as debêntures da Vicunha por ações da CSN. Nesse momento, a participação na CSN tornou-se passiva, em fase de desinvestimento, sem articulação de acordo de acionistas³¹⁹, passando a subsidiária a deter 5,79% do capital social da companhia.³²⁰

Com a permuta da dívida por participação na CSN pela BNDESPAR, a Vicunha poderia ter seu grupo de controle reestruturado, pois havia interesse nesse sentido, mas as ações dos controladores estavam penhoradas em garantia (NEVES, 2005). A operação também seria interessante para o Sistema BNDES:

o exercício da opção era vantajoso para o BNDES porque o preço do exercício era bastante inferior à cotação atual dos papéis da siderúrgica. Muito provavelmente, o remanescente da dívida será liquidado com os dividendos que a CSN distribui neste mês. A companhia anunciou pagamento recorde de R\$ 2,3 bilhões aos acionistas.³²¹ (NEVES, 2005)

As motivações do investimento inicial, feito por subscrição de debêntures, não constam em nenhum documento oficial analisado, tendo o Sistema BNDES iniciado a divulgação pública dos seus relatórios de operações apenas a partir de 2002.³²² De qualquer

³¹⁸ Apesar disso, a fonte entrevistada – que preferiu manter sua identidade em sigilo – afirma que o conselheiro apenas acompanhava as atividades e oferecia seus votos oportunamente, não adotando postura tão ativa nas reuniões.

³¹⁹ Segundo fato relevante da CSN veiculado em 30 de junho de 2005.

³²⁰ Segundo fato relevante da CSN veiculado em 1º de abril de 2005.

³²¹ Em entrevista, Caio Melo (entrevista, 2014) respalda esta informação.

³²² Da mesma forma, nenhuma das operações aparece em notícias do banco. Levantamento feito na ferramenta de busca do seu sítio eletrônico. Demais operações de financiamento do Sistema BNDES com o Grupo Vicunha, por sua vez, correspondem à pesquisa na respectiva ferramenta eletrônica de busca. Disponível em:

maneira, Caio Melo (informação verbal, 2014) indica, em entrevista, ter participado da opção pela permuta de debêntures por ações na condição de gerente da Área de Mercado de Capitais. Explica ele que a operação consistiu em uma típica decisão de portfólio, a partir da qual a estratégia teria boas perspectivas de geração de dividendos e lucros com o desinvestimento no mercado. De fato, foi constatado retorno financeiro com a operação e, atualmente, a participação da BNDESPAR na CSN resta quase totalmente desinvestida, totalizando apenas 0,6% do capital social.

Em resumo, no que diz respeito aos três exemplos relatados até aqui, atualmente não há mais a articulação de acordos de acionistas, tampouco a possibilidade de indicação de conselheiro nem na Bematech nem na CSN. Na Altus, isso ocorrerá tão logo a oferta pública inicial aconteça. Mas a BNDESPAR considera que a regulação comum e as regras do Novo Mercado e do Bovespa Mais oferecem ferramentas suficientes para que seus interesses de monitoramento e garantia de liquidez estejam satisfeitos para finalizar o desinvestimento.

Mesmo em companhias em que se mantém um monitoramento mais ativo, com a articulação de acordo de acionistas, a BNDESPAR pode confiar no mercado de capitais para garantir liquidez quando for o caso de desinvestir. É o exemplo da JBS S.A.

A JBS é empresa do setor de alimentos, voltada ao ramo de frigoríficos, cujos investimentos recebidos do BNDES são constantemente alvo de críticas em função da política de apoio a fusões e aquisições e à internacionalização de empresas brasileiras, que ficou conhecida como movimento de fomento a “campeões nacionais” (ALMEIDA, 2009, pp. 18-34; LAZZARINI, 2011, pp. 49-52).

De acordo com informações veiculadas no sítio eletrônico do banco, o objetivo do investimento na JSB, que incluiu outras modalidades de apoio financeiro além da subscrição de ações ao longo dos últimos 20 anos, realmente era suportar a expansão da empresa, já em curso, bem como proporcionar a geração de novos empregos e aumentar a produção nacional.³²³ A JBS tornou-se, em 2009, a maior empresa de proteína animal do mundo com a aquisição da Pigrim's Pride³²⁴ e da Bertin S.A.³²⁵ (ALMEIDA, 2009, p. 30).

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2004/20040113_not730.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³²³ O primeiro financiamento concedido à JBS de que se tem notícia, em 2004, foi realizado no âmbito do Programa de Apoio ao Fortalecimento da Capacidade de Geração de Emprego e Renda (Progeren). Mais informações estão disponíveis em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2004/20041215_not947.html>. Acesso em: 7 de março de 2015. Várias outras ocasiões de investimento na JBS foram veiculadas após essa, ao longo das décadas de 2000 e 2010, sempre aludindo à capacidade de expansão nacional e internacional da empresa. Disponível em:

Pelos documentos analisados, o apoio por participação societária parece ter ocorrido em 2007, quando a BNDESPAR subscreveu ações que, segundo a redação do acordo de acionistas firmado com os controladores, correspondiam a 13% do capital social da JBS.³²⁶ No instrumento, que adotava cláusulas gerais *shareholder-oriented*, foram acordadas prerrogativas de veto para a subsidiária nas deliberações da assembleia geral e do conselho de administração da companhia, devendo ela ser consultada antes que decisões sobre diversas matérias financeiras e operacionais da empresa fossem tomadas nesses órgãos sociais.³²⁷

A depender do seu percentual de participação no capital social, a BNDESPAR pode indicar um ou dois membros ao conselho de administração da JBS, assim como um ao conselho fiscal, quando instalado. Além disso, pode requerer a criação de comitês consultivos para assuntos financeiros, de gestão de riscos e para reflexão sobre a política de sustentabilidade da companhia, cabendo-lhe a indicação de um membro para cada um deles, se criados.

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/system/modules/br.gov.bndes.prototipo/templates/tmp_resulta_do_busca.jsp>. Acesso em: 13 fevereiro 2014.

³²⁴ A maior empresa norte-americana do mercado de aves no setor de carnes (ALMEIDA, 2009, p. 30).

³²⁵ Controladora de grupo econômico nacional que se destaca no setor de carnes e couro, que também era apoiada pelo Sistema BNDES, inclusive por participação societária (ALMEIDA, 2009, pp. 29-30).

³²⁶ Consta no relatório de operações diretas de 2008 do BNDES que essa aprovação de financiamento se deu para alocar “investimentos no âmbito da estratégia de internacionalização da empresa” (Tabela 4). Primeiramente, em 8 de julho de 2008, foi firmado acordo de acionistas com fundo de investimento em participações (PROT), do qual a BNDESPAR era cotista, segundo suas demonstrações financeiras padronizadas de 2012. Não se sabe, no entanto, se a subsidiária era a única cotista desse fundo de investimento e se possuía mecanismos para influenciar a gestão dele, sendo certo apenas que o PROT integrava o acordo de investimentos realizado entre a BNDESPAR e os controladores da JBS. Pelo acordo, a BNDESPAR comprometia-se a subscrever ações desta companhia, nos termos do acordo de acionistas que firmou com seus controladores em 2008. Por isso, apenas o acordo de acionistas firmado diretamente com a BNDESPAR foi considerado para a análise documental e levantamento de dados sobre a JBS. O acordo tem data de assinatura de 22 de dezembro de 2009, período em que a participação societária da subsidiária foi efetivada. De qualquer forma, o acordo de acionistas que existia entre a JBS e o PROT já não está mais em vigor desde a assembleia geral ordinária de 2012 da companhia, não figurando mais a BNDESPAR como cotista desse fundo de investimento em participações nas suas demonstrações financeiras de 2013.

³²⁷ Os assuntos cuja deliberação está submetida ao veto da BNDESPAR no âmbito da JBS são: (i) a contratação de qualquer endividamento que ultrapasse o limite máximo de endividamento; (ii) a distribuição de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer outra forma de remuneração aos acionistas que ultrapasse o limite gerencial de endividamento; (iii) a redução do capital social, que, se efetivada, faria com que fosse ultrapassado o limite gerencial de endividamento; (iv) a propositura de plano de recuperação extrajudicial, requerimento de recuperação judicial ou de falência; (v) a decisão sobre a liquidação ou dissolução da companhia; (vi) a redução do seu dividendo obrigatório; (vii) a alteração do estatuto social; (viii) a decisão acerca de operações e transformação, fusão, cisão e incorporação; (ix) a deliberação sobre transações com partes relacionadas; (x) a aprovação do orçamento anual; (xi) a decisão acerca de investimento de capital não previsto no plano de negócios ou no orçamento anual; (xii) o cancelamento do registro como companhia aberta ou a retirada do segmento de listagem da BM&FBovespa para outro inferior; (xiii) a criação de classes diferenciadas de ações na JBS USA; (xiv) a decisão sobre operações de aquisição não contempladas no plano de negócios ou no orçamento anual; e (xv) a constituição de ônus reais ou garantias em valor acima de 200 milhões de reais.

Por outro lado, não há cláusulas de bloqueio à circulação das ações dos controladores especialmente pactuadas, e nem mesmo aquelas voltadas a conferir estratégias de desinvestimento à BNDESPAR, a não ser pelo direito de *tag along* concedido a todos os acionistas minoritários pelo estatuto social da companhia, no valor de ao menos 100% daquele a ser pago pelas ações do bloco de controle.

O acordo de acionistas firmado tem prazo até 2019, perdendo sua validade se a subsidiária vier a deter menos de 10% do capital social até o final de 2014 – o que não se verificou – ou menos de 15% daí até o final da sua vigência. Nada impede, por outro lado, que o prazo do acordo seja repactuado. Verificou-se que a participação da subsidiária na companhia oscilou bastante ao longo dos anos, totalizando 22,99% do capital social da JBS ao final de 2013. Isso provavelmente ocorreu pelos aportes de recursos aprovados para a empresa após o ano de 2007, de modo a apoiar seu movimento de expansão. O seu controle é exercido, em última instância, pelas famílias Batista e Bertin, por meio de algumas pessoas jurídicas interpostas.

No caso JBS, a estruturação societária do investimento permite forte monitoramento ativo sobre os aspectos financeiros da companhia, mas não deixa transparecer que haja nem expectativas de desinvestimento nem sanções para os casos em que os direitos concedidos à BNDESPAR no acordo de acionistas sejam eventualmente descumpridos. De qualquer forma, a JBS já era uma companhia aberta, listada no Novo Mercado da BM&FBovespa, no momento do investimento por participação, o que pode proporcionar uma rota de saída à BNDESPAR, se e quando for o caso.

O investimento em companhias do setor de proteína animal e alimentos em geral – há outros exemplos na amostra, como a Marfrig Alimentos S.A. e a Vigor Alimentos S.A. – ocorreu à luz de uma política de investimento mais *top down*, articulada no âmbito da PDP. Ainda assim, as ferramentas jurídicas societárias detidas pela BNDESPAR são voltadas ao monitoramento intenso da viabilidade financeira dessas companhias, dentro da lógica da política financeira do BNDES.

5.3 Política industrial, captura e alguns pontos fora da curva

Há uma ampla gama de estudos a indicar que a intervenção direta do Estado no sistema financeiro, quando não surte nenhum resultado, pode gerar efeitos deletérios que vão desde a captura privada dos subsídios governamentais até a retração da oferta de crédito privado diante da atuação de bancos públicos. Isso constitui o fenômeno conhecido como

crowd out, pelo qual o Estado acaba por alocar seus recursos, em condições mais favoráveis, para os mesmos empreendimentos que o setor bancário privado escolheria ou para empresários politicamente conectados ao governo, que não necessariamente precisariam dos seus subsídios, levando a uma retração no investimento privado por sua atuação ineficiente.³²⁸

Trata-se de abordagem que ficou conhecida como visão política da atuação de bancos públicos na literatura, a qual concebe a propriedade estatal bancária como um fenômeno negativo, uma vez que o Estado não seria capaz de canalizar o crédito público a setores estratégicos, e, pelo contrário, alocaria seus recursos conforme interesses políticos particulares que não levam em consideração parâmetros de eficiência ou um viés de correção de falhas de mercado.³²⁹

Os trabalhos de Lazzarini et al. (2012), Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013) e Musacchio e Lazzarini (2014, p. 197-217) investigaram a visão política como hipótese específica da atuação do BNDES. Nos dois últimos, analisou-se os efeitos dos investimentos da BNDESPAR por participação societária sobre o desempenho de 367 companhias listadas na bolsa de valores paulista entre 1995 e 2009. O objetivo era avaliar múltiplas hipóteses para a atuação por participação societária do Estado a partir dos investimentos da subsidiária.

Uma das hipóteses era de que, em um ambiente institucional em que o mercado de capitais não é plenamente desenvolvido, o caso brasileiro³³⁰, a alocação de capital do Estado como acionista minoritário seria capaz de: (i) afetar positivamente o desempenho econômico das empresas-alvo, assim como (ii) permitir que elas realizassem investimentos, para os quais não conseguiriam atrair financiamento de longo prazo não fosse o investimento estatal, com altas perspectivas de lucratividade (INOUE; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2013, p. 1779; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 197-217). Essas primeiras hipóteses são condizentes com uma visão de política industrial, por meio da qual o investimento do

³²⁸ Ao identificar na literatura o que chamaram de visão política sobre a atuação dos bancos públicos, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000, p. 6) utilizaram esse termo para descrever que a propriedade estatal bancária pode ter o efeito de impedir o desenvolvimento de um mercado financeiro privado (*“government ownership of banks should displace (crowd out) the growth of private financing”*).

³²⁹ Os seguintes trabalhos definem a visão política como uma hipótese, sem necessariamente confirmá-la: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000, pp. 1-6), Yeyati, Micco e Panizza (2004, p. 6), Novaes (2007), Pinheiro (2007), Lazzarini (2011, pp. 45-56), Lazzarini et al. (2012), Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013).

³³⁰ *“Brazil was an appropriate empirical context for our purposes for at least three reasons. First, in that period, the ratio of Brazil’s average stock market capitalization to gross domestic product (GDP) was 43.1 percent, compared to 98.7 percent in Chile and 129.7 percent in the United States. Thus, relative to other countries, Brazilian firms were more constrained in terms of equity financing”* (INOUE; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2013, p. 1777).

Estado via BNDESPAR seria capaz de fortalecer o desempenho das empresas-alvo e aumentar sua capacidade de investimento, em uma leitura conjunta com as hipóteses do trabalho de Lazzarini et al (2012, pp. 16-19).

Outra hipótese visava a testar, de acordo com uma visão política, o desempenho das empresas que receberam participação societária da BNDESPAR. A corrente teórica defendia que os efeitos positivos dos investimentos do Estado por meio da subsidiária seriam atenuados se realizados em companhias pertencentes a grupos empresariais privados com estrutura de propriedade piramidal. Isso porque esse tipo de organização societária seria capaz de proporcionar um mercado de capitais interno para as empresas integrantes, facilitando que os controladores expropriassem os minoritários, dentre os quais o próprio Estado, em nome de benefícios privados (INOUE; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2013, p. 1780; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 197-217).

Por outro lado, o desenvolvimento das instituições voltadas ao funcionamento do mercado de capitais tenderia a tornar a participação minoritária do Estado menos importante diante da maior oferta de recursos privados, tendo ocorrido um movimento nesse sentido no Brasil durante a fase final da onda de privatizações no país.³³¹ Da mesma forma, as empresas não integrantes de grupos empresariais seriam as mais prejudicadas pela falta de financiamento de longo prazo, pois as demais podem se valer do mercado de capitais interno do grupo econômico. Assim, os autores elaboraram a hipótese final de que os efeitos positivos das participações societárias do Estado tenderiam a diminuir à medida que o ambiente institucional do mercado de capitais fosse se desenvolvendo para proporcionar melhor proteção aos acionistas minoritários, sendo tal efeito observado com maior intensidade em companhias não pertencentes a grupos empresariais (INOUE; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2013, p. 1781; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 197-217), o que vai ao encontro de uma visão de política industrial.³³²

Os autores encontraram uma correlação positiva entre o financiamento da BNDESPAR e a capacidade de investimento e desempenho econômico nas companhias encontradas, convergente com o primeiro conjunto de hipóteses. Segundo o estudo, a

³³¹ “during the sample period, Brazil made important promarket reforms that affected local institutional voids. For instance, stock market capitalization to GDP in Brazil jumped from 19 percent in 1995 to 73 percent in 2009. This phenomenon allows us to examine how the effect of minority stakes varies over time, according to changes in the extent of local voids” (INOUE; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2013, p. 1777). Sobre as reformas legislativas pró-mercado ocorridas no Brasil no período indicado pelos autores, conferir item 4.4 do Capítulo 4.

³³² Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013) não utilizam os exatos termos “visão de política industrial” (“*industrial policy view*”) e “visão política” (“*political view*”) nesse trabalho, mas suas hipóteses foram assim organizadas com inspiração em Lazzarini et al. (2012, pp. 16-19).

correlação positiva diminuía à medida que o ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro fosse sendo aperfeiçoado, de acordo com a última hipótese. Como já afirmado, considera-se tais achados convergentes com uma visão de política industrial. Essa correlação positiva, no entanto, era atenuada quando a alocação de capital da subsidiária se dava em companhias pertencentes a grupos empresariais, o que indicou uma confirmação também da visão que se considerou política em uma outra parte da amostra. Por fim, o efeito positivo do investimentos sobre o desempenho econômico se reduziu mais intensamente ao longo do tempo a partir de 2002 (INOUE; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2012, pp. 1787-1796; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 197-217).

No trabalho de Lazzarini et al. (2012, pp. 16-19), por sua vez, a visão de política industrial levantou igualmente a hipótese de que os investimentos do BNDES, dessa vez por empréstimo ou participação societária, seriam aptos a fortalecer a capacidade de investimento e a performance econômica das empresas-alvo, enquanto a visão política se desdobrou na possibilidade de que: (i) o banco financiaria empresas que se encontravam à beira da falência, escolhidas pelo governo como vencedoras; e/ou (ii) beneficiaria os empresários bem conectados aos governantes.

Dessa vez, os autores investigaram 286 companhias abertas listadas na bolsa de valores paulista entre 2002 e 2009 e chegaram às seguintes conclusões: (i) em regra, os investimentos do BNDES não parecem fortalecer a capacidade de investimento ou a performance das empresas financiadas de forma significativa; (ii) essas companhias, por sua vez, mostram-se lucrativas desde o período anterior ao investimento do banco de fomento e, (iii) se eventualmente tiverem realizado doações às campanhas eleitorais de candidatos vencedores, suas possibilidades de financiamento por empréstimo pelo Sistema BNDES aumentam, demonstrando suporte parcial à visão política ali elaborada (LAZZARINI et al., 2012, pp. 12-29).

Como os funcionários do BNDES são reconhecidos por seu profissionalismo e competência técnica, os autores não interpretam esse achado como uma possibilidade de que relações de troca direta entre o banco e as companhias doadoras de campanha ocorram, considerando mais provável que isso aconteça por serem as empresas politicamente conectadas àquelas normalmente envolvidas na execução de projetos públicos – por contratações e parcerias público-privadas, por exemplo –, projetos esses que costumam ser apoiados pelo BNDES (LAZZARINI et al., 2012, p. 23). No seu trabalho sobre o Capitalismo de Laços, Lazzarini (2011, p. 47) sintetiza em termos mais precisos a hipótese da captura indireta:

É possível que, com suas doações, as empresas consigam mais oportunidades de investimento em atividades reguladas direta ou indiretamente pelo setor público (nos seus vários níveis: federal, estadual e municipal). Uma empresa pode, por exemplo, participar de iniciativas de expansão industrial promovidas pelo governo ou, de forma mais ilícita, ser favorecida em licitações públicas. Essas novas oportunidades de investimento podem, então, gerar mais oportunidades de empréstimo. Alternativamente, certas firmas podem usar conexões políticas como um mecanismo indireto de capitalização.

De fato, o processo de aprovação de crédito é realizado com autonomia por diferentes setores colegiados em diversas fases de análise dentro da estrutura de governança do Sistema BNDES (SCHAPIRO, 2012a, p. 12), o que dificulta a captura direta dos seus funcionários.

Mas a noção de política industrial, diante da avaliação que se empreende neste trabalho, é um pouco diferente daquela construída nos trabalhos de Lazzarini et. al (2011), Inoue, Lazzarini e Musacchio (2013) e Musacchio e Lazzarini (2014). Aqui, a reflexão é sobre ter sido uma motivação de política industrial o objetivo do investimento. Acredita-se que esse intento pode ter existido mesmo sem incremento correspondente no desempenho da empresa ou na sua capacidade de investimento.

A concepção de política industrial, tanto no que diz respeito ao seu conceito como em relação à sua viabilidade, é controversa na literatura. Adotando a definição simples e precisa de Peres e Primi (2009, p. 14), pode-se considerar política industrial qualquer iniciativa do Estado para fomentar setores ou atores específicos de acordo com as prioridades de desenvolvimento nacionais. Diante dos problemas estruturais das economias subdesenvolvidas, a utilização dessas políticas é defendida e analisada com profundidade em diferentes meios acadêmicos, principalmente pelas experiências dos países do Leste Asiático e da América Latina (PERES; PRIMI, 2009, pp. 1-17).

Ao teorizar sobre as capacidades de governança do Estado nos países em desenvolvimento, mesmo sem mencionar o termo política industrial, Khan (2008, pp. 107-152) prescreve que elas devem estar voltadas: (i) a promover fora do mercado transferências capazes de dar fins mais produtivos aos recursos, diante da fraca proteção dos direitos de propriedade; (ii) ao conhecimento e aprendizado acerca do que é essencial para adquirir competitividade internacional, sabendo-se abrir mão daqueles empreendimentos que não representam vantagens comparativas e não são sensíveis à inovação; e (iii) ao controle do clientelismo e corrupção na burocracia estatal.

De qualquer forma, observando o Novo Ativismo Estatal brasileiro, pode-se dividir a política industrial entre medidas: (i) estáticas, mais voltadas à intervenção horizontal ou setorial, que visam a nivelar o mercado pela mitigação das falhas das relações privadas por

meio da regulação, ou aumentar a competitividade em setores da economia já estabelecidos ou latentes; e (ii) dinâmicas, preocupadas com a criação de vantagens comparativas novas no comércio internacional por meio do desenvolvimento de competências em setores portadores de alto teor tecnológico.³³³

Essas políticas podem ainda ser ativas ou passivas. São ativas quando o Estado atua como produtor – por meio das empresas estatais –, consumidor do setor econômico fomentado, ou agente financeiro – prestador ou investidor –, influenciando o mercado de crédito para alocação de recursos nos empreendimentos estratégicos para o desenvolvimento. Por outro lado, são passivas quando o Estado se comporta como regulador, por meio de incentivos fiscais e controle de tarifas, por exemplo.³³⁴

A BNDESPAR pode ser vista, então, como um agente de implantação de políticas industriais ativas e passivas. No primeiro caso, por meio da subsidiária, o Estado comporta-se como um investidor que pode criar mercados e/ou corrigir falhas de mercado, com o apoio a setores mais consolidados, emergentes ou novos. A BNDESPAR também atua como reguladora, ao menos de duas maneiras. Primeiramente, exige das suas companhias a listagem e/ou permanência nos segmentos especiais da BM&FBovespa, de modo a incentivar as práticas de governança corporativa que considera mais adequadas para a proteção dos direitos dos investidores minoritários.³³⁵ Além disso, a subsidiária também exige de alguns dos seus alvos de investimento o oferecimento de cursos de capacitação e o empreendimento de esforços de realocação de funcionários demitidos no mercado de trabalho.³³⁶

³³³ Essa divisão entre orientação estática, com inspiração ricardiana, voltada às vantagens comparativas já existentes, e orientação dinâmica, de inspiração schumpeteriana, que procura criar competências novas, próximas à fronteira tecnológica de concorrência internacional, foi realizada em diferentes medidas por Almeida (2009; pp. 7-55), Coutinho et al. (2012, pp. 100-133) e Schapiro (2013, pp. 7-50). De qualquer forma, a classificação também é inspirada em Peres e Primi (2009, pp. 16-17), que por sua vez dividiram as possibilidades de política industrial em 3 tipos: horizontal, setorial e de fronteira.

³³⁴ Peres e Primi (2009, p. 14) dividem os papéis do Estado entre o de produtor, consumidor, regulador e agente financeiro ou investidor, enquanto Schneider (2013b, pp. 4-5) divide as iniciativas de política industrial em ativas e passivas. As iniciativas ativas fazem alusão ao Direito Institucional Econômico e as iniciativas passivas fazem alusão ao Direito Regulamentar Econômico (conferir nota *supra* 4).

³³⁵ Leandro Ravache (informação verbal, 2014) esclareceu que tal exigência é realizada para todas as companhias fechadas que recebem participação da BNDESPAR. Mesmo nas companhias abertas, como visto na Tabela 2, encontrou-se a exigência expressa de permanência em determinado segmento de listagem da BM&FBovespa em acordos de acionistas e escrituras de emissão de debêntures. Sobre a BNDESPAR como reguladora por induzir a adesão de companhias brasileiras à autorregulação, ver Ribeiro (no prelo).

³³⁶ As orientações gerais *stakeholder-oriented*, quando presentes nos acordos de acionistas analisados, também exigem a obediência estrita (i) da legislação ambiental, (ii) de proteção da livre-concorrência e (iii) de inclusão de deficientes mas, nesses casos, a subsidiária apenas está exigindo que uma regulação já emanada do governo federal seja cumprida.

Há trabalhos acadêmicos indicando que tratar a falta de investimento a empreendimentos com alta externalidade social como uma falha de mercado, na perspectiva estática da política industrial, pode levar países atrasados à fronteira da competição internacional.³³⁷ Outros argumentam que a transformação estrutural da economia, antes de depender da resolução de falhas de mercado, não passa de um problema de autodescoberta, para o qual a atuação estatal deveria procurar coordenar os retornos privados e sociais por meio de uma interação relacional com o setor privado. O objetivo final seria o aperfeiçoamento e desenvolvimento de atividades econômicas latentes, com potencial gerador de externalidades.³³⁸ Há ainda os que defendem ser o desenvolvimento fruto apenas de uma especialização econômica em setores com alto potencial inovador, de modo a levar o país em questão à fronteira tecnológica internacional, tendo em vista que os termos de competição transnacional seriam baseados não nos preços, mas em uma “mudança permanente do próprio mercado, em razão das inovações de processo e de produto” (SCHAPIRO, 2013, p. 15).³³⁹

Independentemente da abordagem substancial conferida à política industrial³⁴⁰, há um consenso cada vez maior no sentido de que ela configura um processo experimental,

³³⁷ Stiglitz e Uy (1996, pp. 249-275) relatam que os países do Leste Asiático alcançaram uma transformação estrutural nas suas economias, ingressando de forma competitiva no comércio internacional após o início do seu processo de industrialização por meio da criação e regulação de mercados e instituições financeiras, além do crédito subsidiado às atividades portadoras de alta externalidade social, em uma perspectiva mais horizontal de intervenção estatal. Studart (2005, pp. 19-32) e Hausmann e Rodrik (2003, pp. 1-40) fazem prescrições de política econômica com a mesma orientação para a correção de falhas de mercado nos países em desenvolvimento.

³³⁸ Para Sabel (2012, pp. 1-45), antes de ser uma falha de mercado, a falta de incentivo para o investimento em certas atividades com potencial gerador de externalidade é um problema de coordenação entre (i) as empresas que atuam nos diferentes níveis da cadeia de produção de uma atividade econômica, (ii) as vantagens competitivas proporcionadas pela regulação e (iii) as condições sócio-culturais e naturais locais. O problema pode ser resolvido com ou sem incentivos estatais específicos. Rodrik (2007, 2009) e Schneider (2013b) são mais enfáticos em relação à atuação do Estado por meio de políticas industriais, que são concebidas por eles mais como processos experimentais resultantes de uma interação coordenada entre o setor público e o privado do que como medidas *top-down* implantadas por um Estado que conhece as falhas do mercado. Essa abordagem foca a autodescoberta de novos nichos de mercado, com o amadurecimento de vantagens comparativas latentes, não necessariamente em setores com alto potencial tecnológico.

³³⁹ Schapiro (2013, pp. 7-19) organiza revisão de literatura dessa abordagem, que designa como estruturalista-evolucionista, na qual a “política industrial volta-se a alterar a alocação econômica corrente em direção a um outro padrão de especialização produtiva, mais propenso a incorporar a inovação e o progresso técnico. Tendo em conta que os paradigmas tecnológicos apresentam fatores de resistência e que a especialização nos respectivos paradigmas não é neutra, já que o teor de inovação entre eles é diferente, o papel da política é induzir uma especialização mais inclinada à inovação. Trata-se, assim, de uma política industrial que pretende uma eficiência de tipo schumpeteriana – voltada à construção de vantagens comparativas dinâmicas e não à valorização das vantagens existentes” (SCHAPIRO, 2013, p. 16).

³⁴⁰ O estudo de Ferraz, Além e Madeira (2013, pp. 17-21) permite inferir que a atuação do BNDES está voltada a diretrizes que se considera englobadas por essas três abordagens de política industrial simultaneamente, e que se transformam ao longo do tempo a depender das necessidades econômicas do momento.

cujos resultados só podem ser observados a longo prazo.³⁴¹ Assim, Rodrik (2009, pp. 18-23) resume elementos caracterizadores de desenho institucional que podem se aplicar a qualquer dos tipos e orientações de política industrial já mencionados.

O primeiro desses elementos consiste em conservar uma relação de cooperação institucionalizada entre o Estado e o setor privado (*embeddedness*), que permita ao primeiro absorver do último a informação sobre (i) quais falhas de mercado realmente incidem sobre as relações privadas, (ii) quais atividades são estratégicas para receber fomento e (iii) que desenho institucional deve ser utilizado para o investimento público. Parte-se da premissa de que o Estado não detém conhecimento prévio de todas as falhas de mercado existentes e nem mesmo das atividades com potencial de gerar externalidade e transformação econômica. Nas palavras de Rodrik (2009, p. 19),

The government has only a vague idea at the outset about whether a set of activities is deserving of support or not, what instruments to use, and what kind of private-sector behavior to condition these instruments on. The information that needs to flow from the private sector to the government in order to make appropriate decisions on these are multi-dimensional and cannot be communicated transparently through firms' actions alone.

Nessa relação, deve-se contar com uma burocracia estatal weberiana, selecionada mediante critérios meritocráticos e remunerada de modo a proporcionar incentivos para que não seja capturada. Ela também precisa agir autonomamente, bem como manter uma inserção profunda no ambiente econômico em que atua, nutrindo uma relação de aprendizado com o setor privado.³⁴² Exemplos de institucionalização dessa cooperação público-privada seriam conselhos deliberativos e consultivos para a realização de investimentos, fóruns de discussão setorial, redes de pesquisa, associações público-privadas e fundos de capital de risco público-privados (RODRIK, 2009, pp. 19-21).

Outro elemento que não poderia faltar ao desenho institucional da política industrial seriam os mecanismos de reciprocidade. Trata-se do condicionamento dos incentivos governamentais a performances específicas das empresas em que se investiu, voltadas a ocasionar externalidades positivas, retirando-se os subsídios – ou se deixando os empreendimentos que não gerarem os resultados esperados irem à falência, se necessário

³⁴¹ Esta ideia está profundamente ligada aos trabalhos de Rodrik (2007, 2009), com inspiração em Sabel (2004a, 2004b), mas pode ser confirmada, por exemplo, nos trabalhos de Peres e Primi (2009), Almeida (2009), Coutinho et al. (2013), Schapiro (2013) e Schneider (2013b). Todos eles realizam, em alguma medida, análises das capacidades institucionais do Estado para o processo de implantação de políticas industriais.

³⁴² O elemento do *embeddedness* foi inspirado em Evans (1995), que designou essa relação de cooperação público-privada de *embedded autonomy*.

for.³⁴³ Para isso, o Estado deve possuir mecanismos de controle e disciplina sobre o capital investido.³⁴⁴ Condicionalidades em geral, cláusulas de caducidade, revisões internas, monitoramento, avaliações constantes e comparativas são exemplos de institucionalização dos mecanismos de reciprocidade (RODRIK, 2009, pp. 21-22).

Por fim, um outro elemento indispensável ao desenho institucional de política industrial seria a possibilidade de monitoramento social (*accountability*). Seu objetivo é conceder legitimidade à ação estatal no contexto democrático. Nas palavras de Rodrik (2009, p. 23), “*the public deserves an accounting of how decisions are made in this domain and why certain activities or firms are favored — especially since industrial policy may often seem to privilege large and politically connected firms rather than SMEs or poorer parts of the economy*”. Para institucionalizar o monitoramento social, um ministério ou agência pública voltados especificamente a assuntos de política industrial podem ser criados para atuar de acordo com mandatos preestabelecidos, sendo que a prestação de contas acerca da elaboração das diretrizes de política, das escolhas de fomento e das quantias gastas deve obedecer critérios rigorosos de transparência (RODRIK, 2009, p. 23).

O BNDES tem um corpo técnico selecionado mediante critérios de mérito, com expertise voltada para as funções específicas que exerce³⁴⁵, e integra a estrutura de governança dos planos de desenvolvimento nacionais que foram elaborados a partir do governo Lula. Além disso, as ferramentas jurídicas societárias descritas e exemplificadas no tópico anterior têm se mostrado como bons mecanismos de reciprocidade.

As restrições e obrigações impostas aos acionistas controladores para todos os investimentos por participação societária da subsidiária, pelas quais as empresas financiadas devem manter um sistema estruturado de gerenciamento e controle das informações, além de permitir livre acesso, aos técnicos da BNDESPAR, a esses dados para a realização de estudos e diagnósticos da sociedade – ou do mercado em que ela atua – configuram instrumentos de revisão interna, monitoramento e avaliação constante desses investimentos.

³⁴³ “If industrial policy is in part about self-discovery, which is inherently uncertain, many promoted enterprises will necessarily fail. Optimal policy under these conditions requires acceptance of a certain failure rate. (...) The appropriate question therefore is not whether a government can always pick winners — it shouldn’t even try — but whether it has the capacity to let the losers go” (RODRIK, 2009, p. 22).

³⁴⁴ Esse elemento foi inspirado em Amsden (2001), que observou sua existência no processo de industrialização do Leste Asiático, mas não no da América Latina. Ferraz, Além e Madeira (2013, p. 21) também apontam como essencial o acompanhamento da maturação dos projetos para que se verifique se os objetivos da política industrial financiada estão sendo alcançados.

³⁴⁵ Tanto Schapiro (2012a, p. 12) quanto Lazzarini (2011, p. 50) reconhecem ser o corpo técnico do BNDES formado por funcionários adequadamente qualificados. Os funcionários do banco são recrutados mediante concursos públicos voltados a testar habilidades correspondentes a um perfil específico. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Selecao_de_Pessoal/>. Acesso em: 7 de março de 2015.

Da mesma forma, as prerrogativas de veto para as deliberações societárias, bem como aquelas de indicação de membros ao conselho de administração, ao conselho fiscal e aos comitês consultivos configuram instrumentos ainda mais efetivos a esses fins.

As opções de venda – *put options* –, de *drag along* e os fundos de resgate de ações estruturados em benefício da BNDESPAR mostram-se também como boas cláusulas de caducidade, pelas quais o desinvestimento pode ser realizado em caso de sucesso ou insucesso. Da mesma forma, o direito de *tag along* e a obrigação de abertura de capital têm se mostrado como estratégias de saída para os casos de maturação do investimento.

As cláusulas gerais *stakeholder-oriented* dos acordos de acionistas demonstram uma maior disposição interna das companhias a se tornar objetos de políticas públicas mais horizontais, principalmente ao permitir que interesses de partes diversificadas, como empregados, deficientes, a comunidade em geral e a preservação do meio ambiente, sejam protegidos no âmbito da sua governança corporativa.³⁴⁶

Essas ferramentas jurídicas societárias podem então configurar mecanismos de reciprocidade interessantes. No entanto, para que esses instrumentos funcionem adequadamente, é necessário que se tenha uma política industrial institucionalizada o suficiente para que se reflita se os resultados obtidos com estas companhias atingiram os propósitos pretendidos. Isso não foi observado. Na política industrial brasileira de viés setorial recente – a PITCE, a PDP e o PBM –, estão satisfatoriamente claros apenas os seus macro-temas, que são muitos e que a BNDESPAR parece tentar observar na sua alocação de participações.³⁴⁷

Se há política executada enquanto um processo de aprendizado por meio das participações societárias da BNDESPAR, essa consistiria mais no aperfeiçoamento de práticas de governança corporativa para apoio à liquidez e dispersão no mercado de capitais nacional do que na observância da PDP ou do PBM. De um ponto de vista global, a subsidiária está mais preocupada com a relação entre a sua carteira de participações e o movimento do mercado de capitais brasileiro – cuja liquidez guarda laço profundo com a política financeira do BNDES, já que as ofertas públicas secundárias são a via preferida da subsidiária para realizar seus desinvestimentos.

³⁴⁶ Mas esse tipo de cláusula geral foi observado apenas nos acordos de acionistas da Rede Energia, da Telemar, da Oi, da Altus, da Biommm, da Cab Ambiental e da Nortec.

³⁴⁷ Observar Quadro 6 do Capítulo 4.

A afirmação de Caio Melo (informação verbal, 2014) é ilustrativa de como o momento em que se constata o atingimento da política financeira é mais claro que o da política industrial:

a gestão de portfólio, ela é, evidentemente, baseada na estratégia do banco, por sua vez acoplada na política de Estado, de governo e etc., mas ela é também uma parte de uma equação financeira e patrimonial do BNDES, então é essencial que você entenda isso, tá certo? E esse é o dia a dia, então, eu te diria mais, a nossa gestão na prática, de decisão de investir e, em especial, de desinvestir, é muito mais pautada pela lógica de portfólio do que pela lógica institucional (...). O cumprimento do papel institucional, que é o que você pode *linkar* com a política econômica, é uma condição necessária para o desinvestimento, mas não suficiente. Porque, realmente, nós não podemos desinvestir da nossa carteira toda, entendeu?

No entanto, se a regra é que as decisões de investimento e desinvestimento da BNDESPAR sejam estruturadas de maneira determinante pelas necessidades decorrentes da política financeira – por mais que inseridas em um escopo institucional do BNDES definido por políticas industriais – alguns aportes da subsidiária talvez não tivessem ocorrido ou já estivessem desinvestidos não fosse a conjuntura político-econômica do período. Veja-se os exemplos da Vale, da ALL, da Braskem e da Petrobrás.

5.3.1 Vale, ALL, Braskem e Petrobrás: prioridades nacionais ou captura?

Como já foi mencionado no capítulo anterior, a Vale S.A.³⁴⁸ resultou da privatização da CVRD, cujo processo ocorreu pela venda do controle em bloco à sociedade de propósito específico vencedora – a Valepar S.A. –, que se obrigava, pelo edital, a assinar um acordo de acionistas e aprovar estatuto social previamente estabelecidos pelo comitê de desestatização responsável pela operação (VELASCO JR., 2010, pp. 366-368). Esse acordo de acionistas é o que ainda hoje regula a relação do bloco de controle da Vale, sendo que o estatuto social concede à União ação preferencial de classe especial (*golden share*). O grupo sofreu várias modificações entre 1997, ano da privatização, e os últimos anos. No leilão de privatização, a BNDESPAR chegou a adquirir participação minoritária na própria CVRD.

Na ocasião da desestatização, o grupo de controle da Vale era composto pela Litel, uma sociedade anônima integralmente detida por fundos de pensão de servidores públicos da União³⁴⁹, pela Eletron, detida pelo banco Opportunity³⁵⁰, e pela CSN. Ainda em 1997, a

³⁴⁸ A denominação social da CVRD foi modificada para Vale S.A. em 2009.

³⁴⁹ Tratava-se, na época, do Fundo de Pensão da Petrobrás (Petros), da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ) e da Fundação dos Economistas Federais (Funcef), todas entidades fechadas de previdência complementar, das quais, respectivamente, os funcionários da Petrobrás, do Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal são beneficiários.

³⁵⁰ As estruturas acionárias da Litel e da Eletron constam em Musacchio e Lazzarini (2014, p. 227).

Investvale – clube de investimento dos empregados da Vale – exerceu direito de adesão ao grupo de controle da companhia. Em 2000, a Litel e a Eletron adquiriram a participação da CSN na operação de descruzamento dessa sociedade com a Vale e, em 2002, a Bradespar, braço de participações do banco Bradesco, adquiriu participação no seu controle (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, pp. 222-224). Por fim, em 2003, a Investvale sinalizou intenção de vender sua participação na Valepar, que foi adquirida em parte pela BNDESPAR. Nesse momento, a subsidiária passou a deter ações da controladora e da própria Vale, sendo que estas últimas eram detidas em caráter minoritário desde 1997.

Mussacchio e Lazzarini (2014, pp. 223-224) explicam que a “*BNDESPAR kept some remaining stakes and even increased its participation in 2003 when Carlos Lessa, then president of BNDES, orchestrated a controversial 1.3 billion reais repurchase of Vale’s shares to increase ‘national’ presence in the company*”.

Em entrevista concedida para a pesquisa, Caio Melo (informação verbal, 2014) refere-se à decisão de adquirir a participação na Valepar como um movimento oportunístico resultante de uma

visão, certamente, da administração do BNDES à época, de que, enfim, o BNDES dessa forma poderia ter um posicionamento mais estratégico, nas decisões estratégicas da Vale, o que era verdade e o que eu acho que era até positivo pra Vale, pela característica de o BNDES ser um sócio de longo prazo, ser um financiador, em um tamanho de 10% que, de forma alguma, poderia ser caracterizado como uma vontade do BNDES ter ingerência na condução da Vale do Rio Doce. Teve esse olhar, que se acoplou muito a um olhar de oportunidade, que tendia a ser, também, uma operação, do ponto de vista econômico, extremamente rentável.

A BNDESPAR passou, então, a integrar o acordo de controle da Valepar, que hoje é firmado entre a subsidiária, a Litel – atualmente detida exclusivamente pela Previ –, a Eletron, a Bradespar e a Mitsui & Co.³⁵¹, que também adquiriu participação no grupo de controle em 2003. Esse acordo possui cláusulas gerais *shareholder-oriented*, podendo indicar membros ao conselho de administração todas as partes que detiverem ao menos 8,33% das ações vinculadas ao acordo, preenchendo-se as vagas remanescentes pelo voto de acionistas que tiverem mais sobras de ações após realizada a primeira rodada de indicações, até que o conselho esteja integralmente preenchido. A não ser pela Eletron, que necessariamente indica membro ao conselho fiscal, todas as outras partes podem indicar ao menos um membro ao conselho de administração.

No mais, as partes devem manifestar-se nas assembleias gerais em voto uniforme, que é decidido em reuniões prévias. O quórum de deliberação é, em regra, por maioria

³⁵¹ A Mitsui & Co. é uma *holding* da multinacional japonesa homônima.

simples, mas se eleva para 75% das ações vinculadas ao acordo de acionistas quando a decisão versa sobre matérias operacionais e financeiras mais sensíveis que digam respeito à Vale.³⁵²

Todas as partes concedem à Valepar o direito de preferência para a aquisição das ações que detiverem na Vale, e somente podem adquirir participação na Vale com autorização de votos equivalentes a ao menos 75% das ações dos controladores. Além disso, nenhum dos acionistas do grupo de controle pode vender sua participação a terceiro sem a oportunidade de preferência ou autorização dos demais. O acordo é válido por vinte anos a partir de 1997, sendo prorrogável por prazos sucessivos de dez anos a critério das partes envolvidas.

As ações de controle estão divididas entre os acionistas de acordo com os percentuais abaixo. A BNDESPAR não consegue exercer veto sobre as decisões com a sua participação. As matérias qualificadas podem ser decididas em bloco pela Litel em conjunto com a Mitsui ou em conjunto com a Bradespar.

Quadro 16 – Controladores da Vale

Membro	% Ações vinculadas
Litel	51,3
Bradespar	17,28
Mitsui	15,26
BNDESPAR	9,83
Eletron	0,02
Total	100

Elaboração própria.

Fonte: CVM.

No caso da Vale e da Valepar, a manutenção da participação da BNDESPAR e as ferramentas societárias estruturadas ainda no processo de privatização, incluindo a *golden*

³⁵² Tais matérias são: alteração do estatuto social; modificação do capital social; emissão de qualquer variedade de debêntures; operações de incorporação, cisão, fusão ou transformação; requerimentos de suspensão de processos de liquidação, dissolução, falência, insolvência ou atos voluntários de reorganização financeira; eleição e destituição do conselho de administração e da diretoria executiva, eleição e destituição do presidente do conselho de administração; alienação e aquisição de ações, inclusive para manutenção em tesouraria; participação em grupo de sociedades ou consórcio; celebração de acordos de distribuição, investimento, comercialização, exportações, transferência de tecnologia, licença de marcas, exploração de patentes, concessão de uso e/ou arrendamento; alterações ao plano de negócios; fixação da remuneração dos membros do conselho de administração e da diretoria, assim como suas atribuições; atribuição de participação nos lucros aos administradores; mudança no objeto social; questões atinentes à distribuição de dividendos; escolha e destituição de auditores independentes; constituição de ônus reais ou prestação de garantias a terceiros; deliberação das matérias que, por lei, concedem direito de retirada mediante reembolso; eleição e destituição dos representantes em sociedades controladas e coligadas ou nas quais a Vale tenha o direito de indicar administradores; e alteração do limite máximo de endividamento e da respectiva relação dívida/patrimônio líquido.

share, contemplaram uma lógica que extrapola a necessidade de manutenção da política financeira do Sistema BNDES.

Musacchio e Lazzarini (2014, p. 218) consideram que, junto aos demais atores ligados ao Estado – nomeadamente os fundos de pensão de servidores públicos da União – a BNDESPAR serve para que o governo federal exerça sobre a Vale o que denominam, em tradução livre, influência residual.

Residual interference should likely occur when two conditions are met. First, when there is a collusion among multiple state-related actors such as national pension funds, pension funds of SOEs, development banks, sovereign wealth funds, jointly with residual control levers by the state (such as golden shares). Second, when state capital is in industries that have “quasi-rents” – that is, the rents obtained by owners excluding their past investments in fixed non-redeployable assets. (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014, p. 218)

Essa inferência sobre a participação dos atores ligados ao Estado na Vale decorre das circunstâncias que nortearam a modificação da presidência da companhia em 2009. Desde 2001, Roger Agnelli, um economista com vinte anos de experiência no banco Bradesco e então CEO da Bradespar, uma das controladoras da Vale, foi eleito CEO da companhia pelo conselho de administração. Sob sua administração, a empresa viveu um momento intenso de expansão internacional e mostrou bons resultados. Mas, ao final de 2008, em resposta à crise financeira internacional, aproximadamente mil e quinhentos funcionários da Vale foram demitidos ao redor do mundo, o que ia de encontro à política de manutenção de emprego intensificada pelo governo do Partido dos Trabalhadores do período. Além disso, o presidente Lula já apresentava reticências em relação à administração de Agnelli, que não investira no setor siderúrgico nacional – o que seria parte dos planos do governo federal para a Vale naquele momento –, além de não adquirir navios produzidos no Brasil para o transporte de carga.

De fato, as embarcações brasileiras eram mais caras e não tinham a mesma capacidade das asiáticas – chinesas e sul-coreanas –, que foram adquiridas, para dar vazão à produção de minério de ferro em escala que pusesse a Vale em vantagem, em relação às empresas Australianas, na exportação do produto para a China. Por fim, havia ainda a aproximação do então bilionário Eike Batista, que se mostrou simpático à estratégia pretendida pelo governo federal para a Vale, realizando oferta de aquisição da participação da Bradespar no seu grupo de controle.

Agnelli chegou a anunciar um plano de investimentos de 20 bilhões de reais em 2009 que incluía duas siderúrgicas no norte e no nordeste do país, mas, mesmo assim, sua situação se tornou precária na presidência da Vale. Os investidores da companhia já

começavam a sinalizar seu receio diante da interferência governamental e o próprio Agnelli fez declarações públicas no sentido de que as aspirações governamentais destoavam da missão da Vale de gerar resultado como companhia privada. O então CEO acabou substituído por Murilo Ferreira, executivo da Vale com mais de 30 anos de experiência que teria uma postura mais alinhada à do governo Lula.³⁵³

Já se apontou em outro momento as conexões encontradas por Lazzarini (2011, pp. 30-38) entre os fundos de pensão de servidores públicos da União e o processo de privatização no qual a Vale também foi envolvida. A atuação em parceria entre o Sistema BNDES e as entidades de previdência complementar para o financiamento de projetos, por sua vez, não é nova, havendo relatos de sinergias nesse sentido ainda no início da década de 1990, quando as fontes de recursos do Sistema BNDES eram mais restritas que a demanda por crédito de longo prazo, o que não era verdade para os fundos de pensão, que estavam em ascensão como fonte de poupança voluntária diante das constantes reformas regulatórias que procuraram desonerar a previdência pública no período.³⁵⁴

Mas há motivos para se considerar que a participação conjunta da BNDESPAR e dos fundos de pensão de servidores públicos da União não necessariamente resulta em colusão, ou mesmo coalisão, de interesses. A subsidiária tem apenas presença no conselho de administração da Vale, sem possibilidade de vetar decisões autonomamente ou em conjunto com a Litel, detida pela Previ.

O desenrolar da participação de atores similares na ALL pode ser exemplificativo de como a BNDESPAR e os fundos de pensão de servidores públicos da União eventualmente apresentam interesses divergentes entre si, mesmo quando sua influência sobre o grupo de controle da companhia parece mais alinhada.

A ALL – América Latina Logística S.A. – é uma outra empresa em que a BNDESPAR tem participação ativa com controle compartilhado. Trata-se de companhia que assumiu, com o auxílio de financiamento obtido junto ao BNDES, a concessão da malha sul

³⁵³ A transição da administração da Vale é narrada com maiores detalhes em Lazzarini (2011, pp. 20-26) e Musacchio e Lazzarini (2014, pp. 224-231).

³⁵⁴ Pinheiro (1994, pp. 61-74) relata parceria realizada entre o Sistema BNDES e fundos de pensão para o financiamento de projeto de expansão da Bahia Sul em 1993. O autor apostava que as sinergias entre o banco, que se via restrito em suas fontes de recursos, e as entidades fechadas de previdência complementar, voltadas à poupança de longo prazo para complementar a aposentadoria dos seus beneficiários, deveriam se intensificar com o processo de privatização e estabilização macroeconômica que o Estado se esforçava para implantar à época. Desde o período das privatizações, os investimentos dos fundos de pensão, especialmente aqueles dos quais funcionários públicos da União são beneficiários, são importantes fontes de investimento em renda variável (LAZZARINI, 2011, p. 31). Hoje, as entidades fechadas de previdência complementar estão autorizadas a aplicar até 70% dos seus recursos em renda variável para investimentos em companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, nos termos do artigo 36 da Resolução CMN nº 3.792/2009.

da antiga RFFSA – Rede Ferroviária Federal S.A. –³⁵⁵ no processo de privatização do setor que ocorreu entre 1996 e 1999 e culminou na liquidação da RFFSA ao final do período (VILLAR; MARCHETTI, 2007, pp. 249-252). Em 2006, durante a reestruturação do sistema ferroviário que liga as regiões Centro Oeste e Sudeste, então detido pelas empresas do Grupo Brasil Ferrovias, transferiu-se o controle da *holding* do Grupo, que possuía participação da BNDESPAR, à ALL, que assumiu também a concessão da malha ferroviária da região Centro Oeste e do estado de São Paulo na ocasião. Essa reestruturação visava, entre outros motivos, à recuperação de créditos por parte do BNDES junto às empresas do Grupo Brasil Ferrovias (VILLAR; MARCHETTI, 2007, pp. 253-259).

Com a aquisição da Brasil Ferrovias, a ALL passou a ter não apenas a subsidiária do BNDES, mas também a Previ e a Funcef como acionistas participantes do seu bloco de controle, em conjunto com a GP Investimentos³⁵⁶ e a Delara, sociedade empresária que transferiu à sua controladora importantes ativos, incluindo uma ampla carteira de clientes e tecnologia operacional (VILLAR; MARCHETTI, 2007, pp. 258-259).

Até recentemente, a BNDESPAR, a Previ e a Funcef continuavam a integrar o bloco de controle da ALL, em conjunto com um fundo de investimento em participações designado BRZ ALL – cujas cotas são detidas pela Funcef e alguns outros fundos de pensão de funcionários públicos e de empresas privadas³⁵⁷ –, uma *limited partnership*³⁵⁸ neozelandesa – que aparece integralmente atribuída a pessoa física brasileira –, e outras duas pessoas físicas nacionais. A ALL não emitia ações preferenciais³⁵⁹ e os então acionistas controladores somente alcançaram esse status em função da celebração de acordo de acionistas, que dividiu entre eles prerrogativas sobre a condução da companhia.

³⁵⁵ A RFFSA era uma sociedade de economia mista que administrava a rede ferroviária do Brasil até sua inclusão no Plano Nacional de Desestatização, em 1992. Após dissolvida e liquidada, foi extinta pelo Decreto nº 6.018/2007. Mais informações estão disponíveis em: <<http://www.rffsa.gov.br/>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³⁵⁶ A GP Investimentos tem seu controle sediado no exterior e está voltada a investimentos em *private equity* e nos setores imobiliário e de infraestrutura na América Latina. Mais informações disponíveis em: <<http://www.gp-investments.com>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³⁵⁷ Trata-se do Petros, da Fundação Forluminas de Seguridade Social (Forluz), do Valia e do Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalís), todas entidades fechadas de previdência complementar, das quais, respectivamente, os funcionários da Petrobrás, da Cemig, da Vale e dos Correios e Telégrafos são beneficiários.

³⁵⁸ A *limited partnership* é uma forma de organização societária típica do direito norte-americano, geralmente utilizada para investimentos por capital de risco (REBELO, 2011, pp. 142-146; SCHAPIRO, 2012b, pp. 269-289). Nela, o *general partner* é a pessoa que seleciona e administra os investimentos, dividindo os retornos com os *limited partners*, que realizaram aportes de capital para viabilização da sociedade e aguardam a remuneração sobre eles (SCHAPIRO, 2012b, pp. 280-283).

³⁵⁹ Hoje, a ALL está listada no segmento especial Novo Mercado da BM&FBovespa, que não permite a emissão e negociação de ações preferenciais pelas companhias que aderem a ele voluntariamente. Maiores informações sobre os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa são articuladas no tópico 4.4 do Capítulo 4.

Esse acordo de acionistas possuía cláusulas gerais *shareholder-oriented* e as ações vinculadas dos controladores da ALL estavam assim distribuídas entre eles:

Quadro 17 – Controladores da ALL até 11 de fevereiro de 2015

Membro	% Ações vinculadas
BNDESPAR	16,6
BRZ-ALL - FIP	18,6
PREVI	6
FUNCEF	5,7
Julia Dora Antônia Koranyi Arduini	23,7
Ricardo Arduini	7,7
GMI – Global Markets Investments Limited Partnership ³⁶⁰	21,6
Total	100

Elaboração própria.

Fonte: CVM.

Dessa forma, juntas, a BNDESPAR, a PREVI e a Funcef detinham 28,3% das ações vinculadas e, se o fundo BRZ-ALL fosse considerado, uma vez que é formado pela Funcef e outros fundos de pensão, formava-se bloco com 46,9% das ações vinculadas.

A orientação dos votos dos membros do grupo de controle na assembleia geral de acionistas, e dos conselheiros por eles indicados ao conselho de administração, era vinculada a uma reunião prévia, na qual a deliberação da maior parte das matérias ocorria por maioria de votos, a não ser por alguns assuntos operacionais e financeiros estratégicos que necessitavam de manifestação favorável de detentores de ao menos 75% das ações vinculadas para definir a orientação do voto do bloco controlador.

Esse quórum qualificado concedia poder de veto recíproco entre o grupo que podia ser formado pela BNDESPAR e os fundos de pensão, que soma 46,9% das ações vinculadas, e aquele formado pelos acionistas pessoa física, segundo a mesma lógica que pautava o Sistema Tripartite do período desenvolvimentista.

Com inspiração em Musacchio e Lazzarini (2014, p. 216), ponderou-se que essas prerrogativas de influência societária seriam resultado de barganha conjunta do BNDES e dos fundos de pensão. O conteúdo das matérias operacionais e financeiras submetidas ao quórum qualificado, consistente exatamente naquelas sobre as quais a BNDESPAR costuma

³⁶⁰ Atribuída a Wilson Ferro de Lara no formulário de referência de 2013 da ALL.

manter influência significativa, também se mostravam como um indicador da possibilidade de atuação em bloco da subsidiária e dos fundos de pensão.³⁶¹

O conselho de administração da ALL era composto por quinze membros e a BNDESPAR sozinha tinha o direito de indicar dois deles em função do seu percentual de ações vinculadas. Da mesma forma, o fundo BRZ-ALL também tinha a prerrogativa de indicar dois membros ao conselho de administração, enquanto a Previ e a Funcef podiam indicar um conselheiro cada. Somando-se as sobras das suas ações vinculadas, esses quatro acionistas podiam ainda realizar indicação complementar de mais um membro ao conselho de administração se atuassem em bloco, o que faria com que pudessem ter até sete conselheiros de sua confiança para fiscalizar e monitorar a companhia. Como a ALL está listada no Novo Mercado, outros três membros do seu conselho de administração deveriam ser independentes³⁶², estabelecendo o acordo de acionistas que dois deles seriam indicados pelos demais controladores, que poderiam, contando com eles, escolher ainda quantos fossem permitidos pelo seu percentual de ações vinculadas. Após todas as indicações a que as partes tinham direito, formava-se uma chapa com o número de membros que os acionistas controladores podiam eleger.³⁶³

³⁶¹ Segundo o acordo de acionistas, trata-se da decisão sobre: (i) a alienação de ações das concessionárias, que são subsidiárias integrais; (ii) pedido de recuperação ou falência; (iii) celebração de contratos entre partes relacionadas; (iv) liquidação, dissolução, transformação ou cancelamento de registro como companhia aberta; (v) a alienação de bens do ativo permanente da All-América ou controladas com valor superior a 100 milhões de reais; (vi) investimentos e contratações estranhos ao objeto social; (vii) disposição dos direitos de concessão; (viii) suspensão das atividades da All-América e controladas; (ix) redução do dividendo obrigatório; (x) participação em grupo de sociedades; (xi) decisões que impliquem no rebaixamento do nível de listagem na BM&FBovespa; (xii) escolha de auditores independentes; (xiii) fusão, cisão e dação de ações em pagamento; (xiv) operação que implique em inadimplemento de contrato de financiamento; e (xv) alteração do número de membros do conselho de administração. Na organização societária da ALL, ora a deliberação dessas matérias é competência da assembleia geral, ora é do conselho de administração.

³⁶² Segundo o regulamento de listagem do Novo Mercado, o conselheiro independente caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser acionista controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao acionista controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da companhia, do acionista controlador ou de sociedade controlada pela companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da companhia; (vii) não receber outra remuneração da companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

³⁶³ De todo modo, segundo a cláusula 3.1. (iii) (d) do acordo de acionistas: “na hipótese de existir um número de Partes com direito à Indicação Complementar maior do que o número de vagas remanescentes para a composição da chapa do Conselho de Administração, após a realização da Indicação Automática, terá prioridade de indicação a Parte detentora ou as Partes detentoras em conjunto do maior número de Ações Vinculadas Remanescentes, em ordem decrescente, até que seja preenchido o número de vagas remanescentes para o Conselho de Administração”. Além disso, o acordo de acionistas vincula o voto dos conselheiros indicados à orientação estabelecida pelo grupo de controle em reuniões prévias.

Havia no acordo cláusula prevendo o direito de preferência de umas partes às outras para a aquisição da participação das demais caso elas encontrassem terceiro interessado em adquiri-la, o que configurava um bloqueio à circulação das ações do grupo de controle, mas não uma estratégia de desinvestimento. Por outro lado, o estatuto social da companhia previa uma espécie de direito de *tag along* que englobava os acionistas controladores para o caso de qualquer aquisição por terceiros de ações equivalentes a 20% do capital social.

No caso ALL, as prerrogativas de veto sobre a deliberação de assuntos operacionais e financeiros da companhia pareciam corresponder aos interesses que a subsidiária geralmente defende, mas, como na Vale, ela não era capaz de vetar as respectivas deliberações sozinha. Por outro lado, a manutenção de ao menos 2 membros no conselho de administração garantia um poder de monitoramento e fiscalização permanente sobre a companhia. A BNDESPAR conserva praticamente a mesma participação acionária no capital social total da empresa, de aproximadamente 12%³⁶⁴, desde a sucessão da Brasil Ferrovias pela ALL.

A impressão que fica é que, nesse caso – assim como no da Vale e da Braskem, relatado adiante –, a subsidiária tem interesse, como acionista membro do grupo de controle que é, em manter o investimento por período indeterminado. Apesar disso, o acordo de acionistas com os demais controladores da ALL estava submetido a um prazo de vigência que se encerrava passados 9 anos da data da sua assinatura, com prazo final em 22 de outubro de 2015. De todo modo, o acordo foi rescindido antes em função de outro evento.

Em 24 de fevereiro de 2014, a administração da ALL veiculou fato relevante informando sobre proposta de incorporação das suas ações a ser realizada por companhia do Grupo Cosan, a Rumo Logística Operadora Multimodal S.A.³⁶⁵ Já vinha sendo conjecturado recorrentemente na imprensa a possibilidade de aquisição do controle da ALL pelo Grupo Cosan, mediante negociações supostamente apoiadas pelo BNDES. A BNDESPAR, segundo se afirmou, não se retiraria do controle ou do quadro social da companhia em função da eventual operação.³⁶⁶ De todo modo, a incorporação não parecia ser apoiada pelos

³⁶⁴ Segundo Villar e Marchetti (2007, p. 259), a participação da BNDESPAR no capital total da ALL era de 12,8%. De acordo com a carteira de participações utilizada como base para a pesquisa, a parcela da subsidiária na empresa em 31 de dezembro de 2012 era de 12,1%, cifra que permanece inalterada no formulário de referência apresentado pela ALL à CVM em 13 de agosto de 2013.

³⁶⁵ Trata-se de companhia controlada pela Cosan S.A. Indústria e Comércio, ambas pertencentes ao mesmo grupo econômico, segundo informação constante do formulário de referência da Cosan, parte integrante da amostra. Designou-se a reunião de controladas, controladoras e coligadas de “Grupo Cosan”.

³⁶⁶ Informação obtida nas seguintes matérias veiculadas no jornal Valor Econômico: Ribeiro (2014), Scaramuzo (2014), Romero e Valenti (2014) e Pupo, Batista e Ribeiro (2014). Em uma outra matéria do mesmo jornal ficou indicada a satisfação do governo federal com a operação: “nos bastidores, o governo demonstra satisfação com a incorporação da ALL pela Rumo e vê disposição do empresário Rubens Ometto,

fundos de pensão³⁶⁷, o que demonstra que eles não necessariamente atuam na mesma orientação que a BNDESPAR.

Segundo fatos relevantes recentemente veiculados, a operação foi aprovada pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), assim como pelo Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE), no dia 11 de fevereiro de 2015. Tratou-se de ato de incorporação das ações da ALL pela Rumo, tendo aquela sociedade se tornado subsidiária integral desta. Nenhum dos antigos controladores da ALL se afastará do quadro acionário imediatamente, mas o ato de concentração tornou inválido o acordo de acionistas de controle.

O protocolo de incorporação sinaliza que as então famílias controladoras da ALL e os fundos de pensão devem se afastar do quadro de controle no futuro, estabelecendo compromisso de voto que garante aos controladores da Cosan – membros da família Ometto – e dois fundos de investimento a indicação da maioria dos membros do conselho de administração. Nesse novo contexto, a BNDESPAR continua a ter a prerrogativa de indicar um conselheiro dentre os seis que os antigos controladores da ALL podem eleger em conjunto. Dentre estes, aqueles indicados pelos fundos de pensão devem necessariamente ser enquadrados como conselheiros independentes, em conformidade às regras do Novo Mercado.

Além disso, os antigos controladores da ALL deverão instalar um Comitê de Assessoramento do Conselho de Administração da Rumo, composto por cinco membros, dos quais a BNDESPAR também necessariamente elegerá um deles, sendo outro indicado pelos controladores da Cosan e, os demais, os membros independentes do conselho de administração.

O compromisso de voto não prevê a realização de reuniões prévias para deliberação dos votos nas assembleias gerais da Rumo, e o estatuto social continua a prever o *tag along* especial que engloba os controladores. Pelo estatuto, no caso de qualquer aquisição por terceiros de ações equivalentes a 15% do capital social, deve ser realizada oferta pública de aquisição da totalidade das ações da companhia. Tanto o novo estatuto social quanto o protocolo de incorporação indicam que foi negociado um acordo de acionistas da Rumo para

principal sócio da Cosan, em investir no setor. A relação com os antigos controladores estava desgastada. O Planalto se incomodava com o que era, na sua leitura, uma gestão "excessivamente" agressiva na busca por resultados financeiros e "baixo" empenho em fazer investimentos. Por isso, o governo logo deu sua "bênção" ao avanço de Ometto" (RITTNER, 2014, p. 2).

³⁶⁷ De acordo com matérias veiculadas no jornal Valor Econômico (RIBEIRO; PUPO; FONTES, 2014), os fundos de pensão se retirariam do controle da ALL se a incorporação fosse aprovada.

regular a relação da BNDESPAR e dos controladores da Cosan na nova ALL – agora subsidiária integral –, mas ele ainda não consta no cadastro da companhia perante a CVM.

A Braskem é outro exemplo de companhia em que o exercício de influência significativa ocorre não apenas por parte da BNDESPAR, mas ainda mais incisivamente por outro agente estatal. Trata-se de empresa atuante no setor de petroquímicos e borracha que realiza a fabricação de produtos químicos e petroquímicos básicos, resinas termoplásticas, utilidades e energia elétrica, prestando também serviços industriais.³⁶⁸

A Braskem é controlada por empresas do Grupo Odebrecht³⁶⁹, que detêm 50,11% do seu capital votante. A BNDESPAR, por sua vez, não possui participação com direito a voto nas assembleias de acionistas da empresa, sendo titular de 12,77% das suas ações preferenciais, correspondentes a 5,53% do seu capital social total, praticamente o limite estabelecido com a controladora para que o acordo de acionistas firmado mantenha sua vigência.³⁷⁰ Existe ainda participação significativa da Petrobrás na empresa, com ações representativas de 47,03% do seu capital votante, além de forte influência societária exercida por meio de um outro acordo de acionistas, assinado com as controladoras em 2010.³⁷¹ A companhia está listada no segmento especial Nível 1 da BM&FBovespa³⁷², podendo emitir ações preferenciais, sem direito a voto, mas com prioridades na distribuição de dividendos e reembolso de capital.

Além de ser listada na BM&FBovespa, a Braskem também tem *American Depositary Receipts* (ADRs) negociados na New York Stock Exchange (NYSE). Os fundos de pensão Previ e Petros mantêm memorando de entendimentos com a companhia em função da detenção desses papéis – que lhes garante direitos especiais de *tag along* em caso de alienação de controle, sem qualquer veículo para o exercício de influência significativa vinculado (PARGENDLER, 2014c, p. 15).

A relação entre o Grupo Odebrecht, o Sistema BNDES e a Petrobrás não é nova, tendo se iniciado quando o grupo privado nacional adquiriu, em 1979, um terço da

³⁶⁸ Como informado no seu formulário de referência de 2013.

³⁶⁹ Esse grupo empresarial é controlado, em última instância, pela família Odebrecht.

³⁷⁰ Originalmente, o acordo de acionistas teria vigência de 10 anos, ou valeria enquanto a BNDESPAR conseguisse manter participação de ao menos 5% do capital social total da empresa. Em 2010, no entanto, já na quinta alteração ao acordo inicial, as partes resolveram prorrogar este prazo por mais 5 anos, mantendo-se a regra do percentual mínimo que a subsidiária deveria manter na empresa.

³⁷¹ Esse acordo de acionistas resultou de um memorando de entendimentos, firmado ainda em 2002, e de um outro acordo de acionistas assinado em 2008, quando o Grupo Odebrecht dividia o controle da Braskem com a Nordeste Química S.A. – Norquisa. O acordo original foi cancelado em virtude da celebração do atual, no qual a Norquisa não consta no quadro de controladores.

³⁷² Mais informações sobre os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa são articuladas no tópico 4.4 do Capítulo 4.

Companhia Petroquímica de Camaçari (CPC). A empresa tinha como atividade a produção de cloreto de polivinila (PVC) no Polo Petroquímico de Camaçari, cuja organização econômica no período desenvolvimentista brasileiro já foi comentada anteriormente. Posteriormente, durante o processo de desestatização da década de 1990, o Grupo Odebrecht adquiriu várias outras empresas do setor petroquímico brasileiro, o que culminou na criação da Trikem S.A. Em 2001, por sua vez, o grupo adquiriu a Central Petroquímica de Camaçari (Copene) e resolveu consolidar todas as suas empresas no setor sob a denominação de Braskem S.A.³⁷³ Além disso, o Sistema BNDES parece manter uma relação permanente com a empresa, tendo aprovado várias concessões de financiamento e limites de crédito em seu favor ao longo das últimas duas décadas.³⁷⁴

Atualmente, há apenas dois acordos de acionistas que têm como uma das partes as controladoras da Braskem em vigor, sendo um deles o assinado com a BNDESPAR e o outro aquele firmado com a Petrobrás, ambos com cláusulas gerais mais próximas do modelo *shareholder-oriented*.

A BNDESPAR, pelo acordo celebrado, tem somente uma prerrogativa de veto ao voto manifestado pela controladora nas assembleias gerais de acionistas. Essa prerrogativa consiste na impossibilidade de deliberação sem a prévia aprovação da BNDESPAR sobre qualquer constituição de reservas ou fundos que afetem o resultado da companhia com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários. Trata-se de assunto financeiro da empresa, mas a motivação da subsidiária ao exigir essa prerrogativa de veto parece nascer da possibilidade de repercussão negativa desse tipo de decisão não sobre a liquidez e viabilidade econômica da empresa, e sim sobre os interesses de retorno financeiro

³⁷³ Tanto a CPC como a Copene tinham um terço do seu capital social detido por empresas controladas pela Petrobrás no momento em que foram inseridas no Programa Nacional de Desestatização. Em 1995, o controle da CPC foi adquirido pelo Grupo Odebrecht. Quanto à Copene, a Norquisa, enquanto acionista do Sistema Tripartite, adquiriu a parcela da Petrobrás na proporção do direito de preferência que detinha, sem, no entanto, aquisição do controle absoluto (LIMA; JORGE NETO, 2002, pp. 753-754). Em 2001, o controle da Copene foi adquirido pelo Grupo Odebrecht em conjunto com a Norquisa, como informam os documentos societários encontrados. Informações complementares foram obtidas no sítio eletrônico da Braskem. Disponível em: <<http://www.braskem.com.br/site.aspx/historico>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

³⁷⁴ Ao inserir o termo “Braskem” na ferramenta de busca do sítio eletrônico do BNDES, surgem várias notícias de financiamentos e aprovação de limites de crédito. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/system/modules/br.gov.bndes.prototipo/templates/tmp_resulta_do_busca.jsp>. Acesso em: 12 fevereiro 2014. O limite de crédito configura produto fixo do Sistema BNDES, cujos aportes se dão por qualquer modalidade de financiamento direta do banco, mediante a aprovação de crédito rotativo, com limite predefinido, “para o apoio financeiro a empresas ou grupos econômicos que representem baixo risco, destinado à execução de investimentos correntes em seus respectivos setores de atuação e a investimentos em pesquisa, desenvolvimento e inovação”. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Limite_de_Credito/index.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

dos minoritários – praticamente todos preferencialistas na organização societária da Braskem.

A BNDESPAR mantém, ainda, o direito de indicar um membro ao conselho de administração da Braskem, composto por onze conselheiros. Além disso, a subsidiária é beneficiária de direito de *tag along*, pelo qual o adquirente do bloco de controle da companhia deve realizar oferta de aquisição das suas ações por pelo menos 100% do valor a ser pago por aquelas pertencentes às controladoras. A BNDESPAR mantém também direito de *put option*, pelo qual pode obrigar o grupo controlador a comprar sua participação em caso de descumprimento do acordo de acionistas.

No tocante à Petrobrás, o acordo de acionistas celebrado com as controladoras concede à estatal uma influência societária muito ampla. Pelos padrões legais, a estatal não é considerada membro do grupo de controle. O acordo de acionistas declara serem as empresas do Grupo Odebrecht as controladoras absolutas da Braskem, por deterem a maioria das ações com direito a voto do seu capital social e indicarem a maioria dos conselheiros da companhia – os quais, por sua vez, aprovam seu plano de negócios anualmente. Por outro lado, esse contrato estabelece também que os votos – tanto da Petrobrás quanto das controladoras – devem ser emitidos homogeneamente para todos os assuntos de competência da assembleia geral de acionistas e do conselho de administração³⁷⁵, mediante deliberação unânime a ser realizada em reuniões prévias, o que concede direito de veto recíproco entre elas para decisões acerca de todas as matérias operacionais e financeiras da companhia – com a exceção da aprovação do plano de negócios, que é realizada por decisão unilateral do Grupo Odebrecht.

Segundo os percentuais de participação observados e as regras do acordo de acionistas, as controladoras têm o direito de indicar a maioria absoluta dos membros do conselho de administração, incluindo aquele que atuará como seu presidente, enquanto a Petrobrás poderá indicar ao menos três conselheiros, dentre os quais será escolhido aquele que acumulará a função de vice-presidente desse órgão. O Grupo Odebrecht indicará, ainda, o diretor financeiro da Braskem, enquanto a Petrobrás fará o mesmo em relação ao diretor de investimentos e portfólio. Além disso, a estatal poderá nomear dois dos membros do conselho fiscal, que terá cinco conselheiros quando em funcionamento, desde que as controladoras indiquem os demais.

³⁷⁵ O acordo de acionistas vincula o voto dos conselheiros de administração indicados pela controladora e pela Petrobrás ao que for decidido por elas em reuniões prévias à desse órgão.

Por fim, estabeleceu-se direito de preferência recíproco entre a Petrobrás e as controladoras – caso qualquer das partes encontre terceiro interessado na aquisição das suas participações –, bem como direito de *tag along*, também recíproco, por oferta de compra por pelo menos 100% do valor a ser pago pelas ações daquela parte que primeiro decidir vender sua participação.

O prazo de vigência do acordo de acionistas firmado entre a Petrobrás e as controladoras da Braskem é de 30 anos, a não ser que, antes de decorrido esse período, a estatal venha a deter menos de 18% do capital votante da companhia.

No caso da Braskem, a estrutura de controle parece sofrer influência da organização jurídica e econômica desenvolvimentista, até mesmo porque o Grupo Odebrecht foi um integrante do Sistema Tripartite como representante do capital nacional privado no próprio Polo Petroquímico de Camaçari. A interação desses agentes nas diferentes fases de política e organização econômica deu origem aos vetores de controle da estrutura de governança corporativa da Braskem. Além disso, o interesse estratégico permanente do Estado brasileiro no setor de petróleo e gás³⁷⁶ pode justificar a forte interferência da Petrobrás e a manutenção de uma participação da BNDESPAR na empresa. No que diz respeito ao acordo de acionistas firmado com a Petrobrás, há expressa menção, na cláusula preambular, ao fortalecimento da Braskem enquanto empresa internacionalmente competitiva no setor petroquímico para justificar a participação da estatal.

Aqui, a participação da BNDESPAR vem desde a década de 1970, tendo sido apenas parcialmente desinvestida. Ficou claro nas entrevistas que a vigência do acordo de acionistas é um fator de reflexão para a decisão de desinvestir ainda mais a participação na Braskem, diante da circunstância de que a presença da subsidiária, com a indicação de conselheiro, ainda poderia acrescentar às discussões estratégicas da companhia, considerando a experiência do BNDES no setor de petroquímica (MELO, informação verbal, 2014).

³⁷⁶ Segundo Sant’anna (2010, pp. 1-8), o Brasil é um dos países mais promissores para a extração e prospecção de petróleo dos próximos anos. As transformações regulatórias do setor, com a quebra do monopólio da Petrobrás em 1997 e a abertura econômica que se operou no país no período visou a torná-lo um ambiente favorável a investimentos estrangeiros, com a viabilização de transferência de tecnologia de ponta. Hoje, com o potencial gerado pela descoberta dos campos do pré-sal, o aumento dos investimentos privados e, principalmente, dos investimentos públicos no setor, prevê-se “que o Brasil será o país que mais contribuirá para o crescimento da produção de petróleo no mundo, entre 2008 e 2030” (SANT’ANNA, 2010, p. 4). Tem-se este setor da economia como estratégico, pois ele tem “importante papel de mobilizar uma ampla cadeia de fornecedores de bens e serviços”, movimentando a economia (SANT’ANNA, 2010, p. 6). É, portanto, um setor sensível à geração de externalidades positivas. Musacchio e Lazzarini (2014, pp. 1-63) também indicam ser o setor petrolífero de especial interesse nos lugares em que sobrevive o Capitalismo de Estado, assim como Almeida (2009, pp. 43-44) pondera que o petróleo seja estratégico para a atual política industrial nacional.

Em casos como a Vale, a ALL e a Braskem, a indicação de conselheiro de administração pode servir a uma participação mais ativa na elaboração da estratégia da companhia, além do seu papel já usual de monitoramento e acompanhamento das atividades. Trata-se de companhias de setores privatizados ou nos quais o BNDES mantém investimentos desde a sua criação. Há argumentos, no entanto, no sentido de que mesmo essas participações ativas mais estratégicas – do ponto de vista das prioridades nacionais – estão inseridas no contexto de preocupação com a política financeira do Sistema BNDES:

A manutenção dessa participação é o seguinte.³⁷⁷ O BNDES é um investidor de longo prazo. A nossa carteira é feita para durar 100 anos. Então, é óbvio que nas nossas decisões de desinvestimento a gente considera se o nosso papel foi cumprido ou não. Isso é uma evidência para a gente considerar ou não desinvestir. Agora, a carteira cumpre outras lógicas dentro da estrutura financeira e patrimonial dentro do BNDES. Então, a partir do momento, e por isso que tem carteira de *private equity* e tem carteira de um portfólio aberto, tá? A partir do momento que você tem o objetivo de essa carteira durar 100 anos, a mera, se bastasse apenas um objetivo de cumprimento de papel, a carteira, você teria um giro extremamente acelerado e essa carteira teria um valor talvez até menor, porque, no fundo o que é que eu estou querendo dizer, a partir do momento em que as empresas se tornam maduras, de capital aberto, você passa a ter uma gestão que é, também, uma gestão de portfólio, para te endereçar outros interesses. (MELO, informação verbal, 2014)³⁷⁸

Assim, essas participações seriam motivadas por uma iniciativa de investimento dentro de uma lógica de política industrial setorial baseada em prioridades nacionais, mas a decisão de desinvestimento não necessariamente ocorrerá assim que o escopo institucional do investimento for observado, exatamente por conta da política financeira do banco.

Mas é importante pontuar que o tipo de espaço ocupado pela BNDESPAR nas companhias, assim como poderia ocorrer com qualquer outro agente, ligado ao Estado ou não, é passível de captura por interesses particulares ou interferência governamental. Veja-se o exemplo da Petrobrás.

Segundo Durval Soledade (informação verbal, 2014), quando da adesão do Brasil ao primeiro Acordo da Basileia³⁷⁹, o Tesouro Nacional começou a realizar aumentos de capital no BNDES para viabilizar o atendimento dos índices de proteção. Tais aumentos de capital foram integralizados com a entrega de ações de outras estatais tanto ao BNDES quanto à BNDESPAR. Nessa ocasião, o banco e a subsidiária passaram a, juntos, deter uma

³⁷⁷ Faz-se referência aqui à participação na Braskem.

³⁷⁸ Colby (2012, p. 25) já havia apontado a preocupação do corpo técnico do BNDES com a viabilidade financeira do Sistema: "*the primary measure of performance is the financial health of the organization. Protection of the balance sheet is a central concern for leadership and staff, and they refuse to agree to any activities that pose a legitimate risk to the financial sustainability of the organization*".

³⁷⁹ O Acordo da Basileia foi divulgado pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia em 1988 e incorporado pelo ordenamento brasileiro pela Resolução nº 2.099, de 17 de agosto de 1994. Essa resolução introduziu exigência de capital mínimo para as instituições financeiras, em função do grau de risco de suas operações ativas. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BASILEIA>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

participação na Petrobrás em torno de 30% do seu capital social, que foi desinvestida para a média de 10% após operações de lançamento de ADRs na NYSE – lastreados em ações pertencentes ao BNDES e à BNDESPAR. Segundo Soledade (informação verbal, 2014), as ações de estatais utilizadas para a integralização de capital pela União sempre foram geridas como integrantes do bloco de controle das respectivas estatais, até porque haviam sido alocadas no BNDES e na BNDESPAR como estratégia para atender ao Acordo da Basileia.

De todo modo, entre 2011 e 2012, tanto o BNDES quanto a BNDESPAR votaram nas assembleias especiais de acionistas minoritários e preferencialistas da Petrobrás para eleição de membros do conselho de administração e do conselho fiscal. Naquele momento, os investidores prejudicados denunciaram o ocorrido à CVM, que instaurou procedimento administrativo para a apuração do fato.³⁸⁰ O BNDES, a BNDESPAR e o diretor financeiro da Petrobrás, que presidia a mesa das assembleias, acabaram firmando termo de compromisso com a CVM, pelo qual pagaram ao órgão multas cujos valores foram destinados ao aperfeiçoamento dos sistemas de fiscalização da CVM. No termo, tanto o banco quanto a subsidiária se comprometeram a não mais votar nas assembleias dos minoritários de companhias controladas pela União.

No mesmo processo administrativo, a CVM apurou igualmente a conduta da Previ, da Petros e da Funcef na qualidade de acionistas da Petrobrás. Os fundos de pensão também votaram nas mesmas assembleias especiais de minoritários que o BNDES e a BNDESPAR. Já era pacífico na jurisprudência da CVM o entendimento de que estas entidades não podem votar em assembleias que discutam assuntos das suas patrocinadoras.

A Petros, então, foi condenada à multa total de 800 mil reais, enquanto os demais fundos de pensão receberam somente advertências. No caso da Previ e da Funcef, a sanção foi mais branda por este ser o primeiro precedente da autarquia a condenar fundos de pensão por votar como minoritários em assembleias de companhias que não são suas patrocinadoras, mas controladas comuns com estas, uma vez que a União também é controladora do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal. A condenação foi ampliada à Previ e à Funcef após a apuração de que o Ministro da Fazenda havia indicado diretamente uma das candidaturas oficiais – objeto de deliberação na assembleia especial de minoritários.

As companhias da amostra de setores mais tradicionais na história de atuação do BNDES – siderurgia e metalurgia, papel e celulose, e petroquímica –, bem como aquelas

³⁸⁰ Trata-se do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/Extrato-da-Ata-02-12-2014.pdf>>. Acesso em: 11 janeiro 2014.

provenientes das privatizações, e as controladas diretamente pela União, estão listadas nas compilações das Tabelas 1 e 2. A BNDESPAR mantém acordo de acionistas ou veículo de monitoramento mais ativo em metade dessas companhias, se consideradas apenas as abertas, e em aproximadamente 60% do total delas – se for considerado que mantém participação ativa, com ao menos influência significativa, em todas as fechadas.³⁸¹ No caso das controladas pela União, não foi encontrada a existência de acordo de acionistas.

5.4 Conclusão

A BNDESPAR utiliza ferramentas jurídicas societárias que estão mais voltadas à política financeira do banco. Os direitos protegidos em si, consistentes preponderantemente na viabilização de abertura de capital, monitoramento e garantia de liquidez para desinvestimento, assim como o discurso dos funcionários do banco, deixam isso claro.

Isso não quer dizer que, ao viabilizar a busca por auto-sustentabilidade financeira, essas ferramentas jurídicas não sirvam para monitorar a implantação de políticas industriais por meio de financiamento por renda variável. Os veículos de interação proporcionados por tais ferramentas societárias podem ser bons mecanismos de reciprocidade para monitoramento e controle do capital alocado, embora esse não pareça ser o principal propósito da sua utilização. Tanto é que, se a companhia atinge ou tem certo grau de maturação no mercado de capitais, os direitos voltados ao monitoramento e liquidez das regras comuns – legislação e autorregulação da BM&FBovespa –, tipicamente voltados à proteção de investidores minoritários, são considerados suficientes para proteger os interesses da BNDESPAR.

Em diferentes medidas, os exemplos da Altus, Bematech, CSN e JBS são ilustrativos disso. Evidência maior ainda de que a legislação, aliada à autorregulação da BM&FBovespa, tende a ser satisfatória para a BNDESPAR, é a circunstância de pouco mais da metade de suas participações levantadas em companhias abertas ser passiva e, dentre as participações ativas, em 13 das 46 observadas isso ocorrer com base no percentual de participação.³⁸² Veja-se o quadro abaixo, com a quantidade de companhias abertas com participação ativa – por influência significativa ou controle compartilhado – e passiva.

³⁸¹ Das companhias da amostra, 69 pertencem a algum dos setores mais tradicionais de apoio pelo BNDES ou a setores privatizados nos anos 90. Dessas, 53 são abertas e 16 fechadas. Entre as abertas, encontraram-se veículos de influência societária em 27 delas.

³⁸² Observar Quadro 14.

Quadro 18 – Quantidade de companhias abertas com participação ativa e passiva

Segmento	Influência significativa	Controle compartilhado	Passiva	Total
Tradicional	9	2	9	20
NM	11	5	29	45
BM	6	0	1	7
N2	2	0	5	7
N1	5	3	12	20
Categoria B	3	0	0	3
Total	36	10	56	

Elaboração própria.

O fato de a participação ativa ser estruturada com base apenas nas regras societárias aplicáveis aos investidores minoritários em geral não a torna menos apropriada a funcionar como mecanismo de reciprocidade. Com 10% das ações preferenciais de uma companhia, por exemplo, a BNDESPAR consegue indicar ao seu conselho de administração um membro de sua confiança. Esse membro, por sua vez, contribuirá para as decisões da empresa e procederá ao seu monitoramento da mesma maneira que faria um cuja indicação decorreu de cláusula de acordo de acionistas.

Mas, além do dado coletado em entrevista com funcionário da CSN³⁸³ – indicador de que o conselheiro da BNDESPAR mais monitorava as atividades da companhia do que interferia na sua condução –, há a circunstância de que esse tipo de prerrogativa societária foi originalmente concebida com o objetivo de permitir aos acionistas minoritários que monitorassem o desempenho e a condução das atividades de uma sociedade anônima publicamente negociada.

Na ACE, por exemplo, área em que as companhias geridas são, em regra, fechadas, a BNDESPAR concebe a interferência na empresa como forma de tornar sua governança corporativa adequada ao ingresso no mercado de capitais. Para isso, diante do risco do investimento, mantém-se acordo de acionistas com fortes veículos de monitoramento e possibilidades de saída. Uma vez abertas e negociadas as companhias, a ACE vai

³⁸³ O funcionário preferiu manter sigilo quanto à sua identidade. É importante mencionar que o setor de siderurgia e metalurgia é tradicionalmente apoiado pelo governo brasileiro desde o período desenvolvimentista, mas a BNDESPAR parece manter nele mais participações passivas do que ativas. Já foram mantidas participações ativas na CSN e na Paranapanema, o que ocorre hoje apenas na Tupy. Quanto à Gerdau, à Magnesita Refratários, à Metalúrgica Gerdau, à Metanor, à MMX e à Usiminas, são mantidas participações passivas sem indícios de que já tenham sido ativas nos documentos pesquisados.

paulatinamente abrindo mão do caráter ativo da participação, preparando a BNDESPAR para desinvestir no momento oportuno.

Já na AMC, nem todas as companhias – em regra já maduras e negociadas no mercado de capitais – levam ao firmamento de acordos de acionistas para que a BNDESPAR nelas invista. Contudo, em algumas companhias de setores mais estratégicos para a economia nacional³⁸⁴, e em outras companhias, voltadas para a política de apoio às “campeãs nacionais”, observou-se uma iniciativa da subsidiária de manter ao menos um assento no conselho de administração como forma de monitoramento das atividades dessas empresas.

Esse acompanhamento mais ativo pode ora servir mais para monitorar o atendimento da política industrial condutora do investimento, ora estar mais voltado à verificação do atendimento à política financeira.

As ferramentas societárias em si – leia-se, o conteúdo das prerrogativas de veto e as estratégias de saída resguardadas pela BNDESPAR – são estruturadas a depender do grau de maturação da companhia-alvo para atender da melhor maneira possível a política financeira do Sistema BNDES.

Os instrumentos societários observados para proteger os interesses da BNDESPAR nas suas participações, então, podem funcionar também como bons mecanismos de reciprocidade. Os veículos de monitoramento das participações ativas ajudam a verificar o andamento da companhia e avaliar se ela apresentou ou desencadeou os resultados esperados. Na mesma medida, as ferramentas societárias proporcionadas por participações passivas – *tag along* e direito de recesso – fazem sentido em uma fase de desinvestimento.

Não está explícito, no entanto, como a subsidiária monitoraria a execução de políticas industriais como a PDP ou o Plano Brasil Maior por meio dessas ferramentas societárias, uma vez que os resultados pretendidos com cada iniciativa setorial desses planos não parecem claros.

Ao exigir das companhias de sua carteira a adoção de uma estrutura de governança corporativa mais adequada ao monitoramento e possibilidades de saída dos investidores minoritários, acredita-se que a BNDESPAR esteja pondo em prática uma política de apoio ao mercado de capitais nacional.

³⁸⁴ As companhias da AMC em que a BNDESPAR mantém ou já manteve participação ativa pertencem aos seguintes setores: energia, telecomunicações, petroquímica, extração mineral, têxtil e vestuário, distribuição de gás, papel e celulose, bens de consumo, metalurgia e siderurgia, alimentos, software, agropecuária, transporte e logística.

Por outro lado, a participação da subsidiária certamente pode ser capturada por interesses particulares em algumas situações. Nesse sentido, o caso da indicação dos conselheiros dos minoritários na Petrobrás parece um exemplo melhor de captura da BNDESPAR e do próprio BNDES, se comparado à transição na administração da Vale. Afinal, na Vale, a subsidiária não chega a deter prerrogativas de veto.

Isso dito, não se pode ignorar que o BNDES e a BNDESPAR reconheceram a inadequação da sua própria conduta na situação e conseguiram resolvê-la mediante termo de compromisso, no qual inclusive se comprometeram a não mais votar nas assembleias especiais de minoritários de companhias controladas pela União. O entendimento não foi o mesmo em relação aos fundos de pensão, tendo sido a Previ, a Petros e a Funcef condenadas pela CVM no caso da Petrobrás.

O exemplo da Petrobrás indica que pode ter havido colusão da BNDESPAR com outros agentes ligados ao Estado – como os fundos de pensão – em prejuízo dos acionistas minoritários. Fica claro, no entanto, que a solução da questão em relação à subsidiária e ao seu controlador não pareceu coordenada com aquela que se observou para as entidades de previdência complementar.³⁸⁵

O exemplo da ALL demonstra que não necessariamente há, tendo como denominador comum a interferência estatal, coalisção de interesses entre a BNDESPAR e os fundos de pensão de funcionários públicos da União. Afinal, o posicionamento desses agentes diante da incorporação da ALL pelo Grupo Cosan não se mostrou alinhado.

Nos casos dos investimentos na Vale, na ALL e na Braskem, observa-se um teor de política industrial consistente no interesse de manutenção de uma participação pública, com direito a assento no conselho de administração e possibilidade de contribuir para a estratégia empresarial, em companhias-chave de setores relevantes para a economia nacional, como são os de extração de minério de ferro – insumo para a siderurgia –, transporte e logística e petroquímica.

³⁸⁵ Encontrou-se apenas um outro processo administrativo sancionador julgado na CVM (PAS nº 25/2005), tendo a BNDESPAR participado como ré, em função de negócios realizados pelo Fundo Fator Sinergia - Fundo de Investimento em Ações, do qual a subsidiária era cotista, com ações de emissão da Iochpe-Maxion, dentro do período de 15 dias que antecedeu a divulgação de informações periódicas pela companhia. Assim como o presente trabalho, a CVM considerou a BNDESPAR parte do grupo de controle da Iochpe-Maxion e ponderou que poderia ter havido uso de informação privilegiada pela subsidiária para influenciar o fundo de investimento de que era cotista a adquirir participação na companhia em condições favorecidas. Todavia, como a BNDESPAR não teve qualquer influência sobre a decisão do fundo de comprar ações da Iochpe-Maxion, a CVM concluiu pela absolvição da subsidiária.

- Capítulo 6 -

Conclusão: a BNDESPAR, a política industrial e a governança corporativa

O problema de pesquisa se desdobrou em duas perguntas: como o Estado brasileiro exerce influência societária por meio da atuação por participação do seu banco de desenvolvimento? E ii) quais objetivos podem justificar essa intervenção na organização jurídica empresarial da economia nacional?

O discurso interno do BNDES aponta a BNDESPAR como o braço mais importante da sua política financeira. Mesmo assim, a execução desse propósito deve levar a decisões de investimento e desinvestimento que estejam relacionadas a um escopo institucional baseado em política industrial.

Assim, a BNDESPAR faz política industrial desde que minimize o risco de rentabilidade. E esta forma de atuação leva a uma externalidade positiva, que é a promoção da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro.

As ferramentas jurídicas societárias que servem aos interesses da BNDESPAR são as mesmas tipicamente utilizadas por atores privados que mantêm investimentos estratégicos. Tanto é que a evolução da regulação societária no Brasil, especialmente a que diz respeito ao mercado de capitais, foi intimamente influenciada pela atividade do BNDES com renda variável.

Desde a concepção das suas antecessoras, a subsidiária do banco tem por objetivo a execução de políticas industriais ora emanadas do governo federal ora advindas de reflexões internas do corpo técnico do BNDES a ela ligado, as quais influenciaram tanto as suas atividades enquanto acionista, como as ferramentas societárias utilizadas.

No período desenvolvimentista brasileiro, a política industrial correspondente tinha um caráter mais *top-down* e decorria das diretrizes do II PND, um plano de desenvolvimento de viés setorial baseado no fomento à indústria de base, que servia para atender às iniciativas de substituição de importações típicas da época. Para cumprir sua missão de braço do II PND, a Fibase, a Embramec e a Ibrasa, em conjunto com outras companhias estatais, influenciaram a legalização do acordo de acionistas na edição da Lei das S.A., bem como a criação das ações preferenciais com vantagens políticas especiais.

Já no período neoliberal, por meio da sua subsidiária, o BNDES foi o precursor do processo de privatização no Brasil e aproveitou, no momento em que já era o agente financeiro dessa iniciativa, para pôr em prática uma política de apoio à dispersão no mercado de capitais.

Para isso, inovou no conteúdo dos seus acordos de acionistas, passando a exigir a abertura de capital das companhias objeto de privatização. As vendas decorrentes dos processos de desestatização ocorriam sempre em bolsa de valores, tendo a subsidiária aproveitado esse ambiente para oferecer as suas sobras de ações no mercado de capitais por meio de instrumentos inovadores, como as *units* e os *depository receipts* para oferecimento de papéis nacionais no Brasil e no exterior.

Com base em uma diretriz mais vertical do governo federal, também foi empreendida a imposição de cláusulas gerais *stakeholder-oriented* em algumas ocasiões. Do mesmo modo, a debênture permutável passou a ser amplamente utilizada para viabilizar a desestatização de companhias estaduais. No mesmo período, o BNDES lançou a política de apoio a pequenas e médias empresas inovadoras, também instrumentalizada pela sua subsidiária, que levou a nova reorganização das práticas em acordos de acionistas, que passaram a adotar prerrogativas de veto como forma de viabilizar um monitoramento ativo mais intenso e alternativas de desinvestimento mais sofisticadas para o caso de não abertura de capital.

Em um período mais atual, que o Direito e Desenvolvimento chama de terceiro momento, marcado por um Novo Ativismo Estatal, o BNDES parece ter intensificado as iniciativas de fomento ao mercado de capitais por meio da BNDESPAR. O incentivo à autorregulação da BM&FBovespa e o estímulo ao aperfeiçoamento da Lei das S.A. são ilustrativos disso. Nesse sentido, observa-se inclusive uma tentativa de conciliar a política de apoio aos “campeões nacionais” – decorrente dos macro-temas da PDP e do PBM – ao fomento do mercado de capitais, com a expectativa de que as negociações na bolsa proporcionarão a liquidez esperada para que se tenha elevado retorno financeiro sobre os investimentos realizados.

As ferramentas societárias podem servir de bons mecanismos de reciprocidade na execução de políticas industriais. Mas às vezes não fica claro o que se espera dessa política industrial quando ela parte do governo federal.

Ao se esforçar para cumprir seu papel como pilar da política financeira do BNDES, a BNDESPAR acaba por desembocar toda a política industrial de que é executora dentro do seu papel de desenvolvedora do mercado de capitais brasileiro.

Reunidas as carteiras de participações de 2011, 2012 e 2013 observou-se um total de 177 companhias, das quais um número considerável, 102, são abertas. Dessas, apenas 21 são negociadas no mercado tradicional, que não tem exigências de *free float* mínimo.³⁸⁶ Se a BNDESPAR é importante para a política financeira do BNDES, suas participações têm de ter boa perspectiva de retorno em caso de desinvestimento – o que um ambiente de maior volume de negociação e, portanto, mais liquidez, tende a oferecer.

Ao atuar como a principal expoente dessa política financeira dentro do Sistema BNDES, a BNDESPAR é importante para reduzir o *spread* bancário do seu controlador. Coerentemente, sua carteira deve maximizar a possibilidade de ganhos não apenas via recebimento de dividendos – o que tanto as companhias fechadas maduras quanto as abertas podem proporcionar –, mas também via desinvestimento.³⁸⁷ Dada a liquidez do mercado de capitais em relação ao mercado privado de compra e venda de papeis, as chances de maximização de retornos no momento do desinvestimento é maior naquele ambiente.

Além disso, os funcionários do banco foram enfáticos ao afirmar que a ACE estava empreendendo esforços para que a carteira de companhias fechadas fosse completamente absorvida por participações intermediadas por fundos de investimento.³⁸⁸ Dessa maneira, a carteira de participações diretas poderia ficar cada vez mais enviesada para a política financeira, enquanto a carteira de fundos de investimento se voltaria mais para uma política industrial – o apoio a empresas nascentes inovadoras.³⁸⁹

Longe da carteira de participações e de cotas em fundos de investimento da subsidiária do BNDES, não seria desacertado afirmar que o Brasil é uma Economia de Mercado Hierárquica. Em uma abordagem centrada na empresa como unidade mínima de uma economia capitalista, tem-se que a maioria das sociedades empresárias brasileiras adotam, na realidade, o tipo societário da sociedade limitada, que tende à concentração de

³⁸⁶ Mesmo assim, apenas quatro dessas companhias – as Lojas Arapuã, a Metanor, a S.A. Indústria e Comércio Chapecó e a Sam Indústrias S.A., as duas últimas falidas – não apresentavam negociação efetiva no mercado de capitais nos últimos três meses contados a partir de 13 de fevereiro de 2015.

³⁸⁷ O *spread* bancário resulta da diferença entre a taxa de captação e a taxa de empréstimo praticada por um banco (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 445). No caso, elevar o retorno líquido da BNDESPAR ajuda a mitigar o risco da atividade consolidada do Sistema BNDES.

³⁸⁸ Especialmente nas entrevistas com Luiz Souto (informação verbal, 2014) e Leandro Ravache (informação verbal, 2014).

³⁸⁹ Consta na Tabela 3 a carteira completa de fundos de investimento nos quais a BNDESPAR detém cotas, assim como o número de companhias nas quais tais instituições mantêm investimentos. No total, a carteira de 31 de setembro de 2014 conta com 34 fundos que dão capilaridade aos recursos da subsidiária para 138 companhias, número quase equivalente ao que o fechamento anual da carteira de participações diretas da BNDESPAR costuma ter. É certo que, pela regulação da CVM, as companhias que recebem participações desses fundos podem ser abertas ou fechadas. Mas Luiz Souto (informação verbal, 2014) e Leandro Ravache (informação verbal, 2014) esclareceram que o maior propósito da articulação de fundos pela BNDESPAR é atender companhias fechadas e incipientes, normalmente da Economia Baseada no Conhecimento.

capital, e não pode sequer oferecer papéis para negociação pública no mercado de capitais. A própria regulação aplicável a esse tipo de sociedade não acessa qualquer aspecto do conflito de agência entre controlador e minoritário, o que leva a BNDESPAR a sempre exigir a assunção do modelo de sociedade anônima para um investimento por renda variável, e torna classificável como concentrada a governança corporativa da maioria das empresas brasileiras.

Pode-se observar uma governança corporativa relacional quando a BNDESPAR estrutura com os controladores acordos de acionistas para acomodar seus interesses ou utiliza sua participação para influenciar as decisões das companhias nas quais investe. Em alguns desses casos, há indícios de que a visão da subsidiária, a partir da sua presença ativa nas reuniões da assembleia geral ou no conselho de administração, realmente é agregada aos fatores que levam à formação da estratégia da companhia. Em outros, sua participação ativa no quadro societário ajuda somente a reestruturar a governança corporativa da companhia para o posterior ingresso no mercado de capitais.

Observou-se ainda uma governança corporativa relacional naquelas companhias em que se tem um outro acionista, minoritário ou parte do grupo de controle, que pode ser considerado um investidor estratégico – aquele que não parece interessado apenas em maximizar a rentabilidade sobre o seu investimento, pois assume os custos de influenciar ativamente a construção da estratégia empresarial. Há investidores institucionais estrangeiros, fundos de pensão ligados ou não ao Estado, fundos de capital de risco e até mesmo famílias e entes públicos que procuram manter uma representação estável no processo tomada de decisões de parte das companhias observadas por meio de acordos de acionistas e participação ativa nas assembleias gerais ou reuniões do conselho de administração.³⁹⁰

A BNDESPAR, por sua vez, não é uma investidora estratégica indeterminadamente. Em um modelo ideal – que obedeceria com precisão o equilíbrio desejado entre o escopo institucional e a política financeira do BNDES –, a subsidiária ingressaria em uma companhia com a imposição de uma estrutura relacional de governança

³⁹⁰ Observar a Tabela 5. Gorga (2009, pp. 439-554) aponta que, mesmo diante da tendência de dispersão de capitais no Novo Mercado, blocos de acionistas minoritários começaram a se agregar por meio de acordos de acionistas para exercer o controle das companhias ou ao menos formar grupo homogêneo de voto com participação mais relevante, tornando-se esse traço característico em parcela significativa das sociedades anônimas que aderiram a esse segmento especial de negociação. Em trabalho mais recente (GORGA, 2014, pp. 1-33), a autora avalia que os pactos firmados nesses acordos de acionistas tendem a reduzir a independência do conselho de administração, por recorrentemente vincular os votos de seus membros ao acionista que logrou sua indicação ao órgão social.

em função do déficit de governança corporativa geralmente observado nas companhias fechadas brasileiras, mesmo em setores mais tradicionais.

Como existe uma política de apoio ao mercado de capitais brasileiro embutida – e é o mercado de capitais também o seu meio preferível para o desinvestimento das suas participações –, uma vez aberta a companhia, a BNDESPAR passa a preferir a manutenção do seu investimento em uma estrutura de governança corporativa descontínua.

É possível reconhecer uma governança corporativa relacional de caráter mais estável em algumas companhias abertas, como exemplificam os relatos do investimento da BNDESPAR na Vale, na ALL, na Braskem e na Petrobrás. Nestas companhias, a subsidiária parece atuar como uma investidora estratégica mais sensível às prioridades de investimento nacionais emanadas verticalmente do governo federal, ou mesmo à captura da sua capacidade de influência societária por interesses indevidos, como parece ter ocorrido no voto em assembleia especial de minoritários da Petrobrás.

Mas, feita esta ressalva, pode-se inferir que, fosse o BNDES completamente livre para estabelecer as suas próprias orientações de política de investimento, sua atuação por participações societárias provavelmente seguiria as seguintes fases:

Gráfico 1 – Fases das participações da BNDESPAR



Elaboração própria.

Tanto a governança corporativa relacional quanto a descontínua são formas que a BNDESPAR adota em momentos de maturação diferentes da companhia para proporcionar um ambiente que maximize as suas possibilidades de retorno.³⁹¹

A política industrial que motiva a decisão de investir deve influenciar a estruturação de uma participação ativa ou passiva. O apoio aos campeões nacionais, por exemplo, consistiu na participação em companhias já abertas, mas por um desenho de governança corporativa relacional, como ilustra o exemplo da JBS. Nos investimentos realizados mediante aquisição em ofertas públicas para composição de fundos de índice e incentivo à dispersão de recursos no mercado de capitais, por outro lado, a governança corporativa estruturada é prontamente descontínua, como foi observado no caso de companhias como a CPFL Energia, a Gerdau, a Gol Linhas Aéreas e a Nutriplant.³⁹² A governança corporativa relacional está ligada às participações da BNDESPAR que foram descritas como ativas, enquanto a governança corporativa descontínua volta-se às suas participações passivas.

Para a tradição teórica das Variedades de Capitalismos, fica a seguinte reflexão: mesmo sendo possível delimitar características institucionais típicas para as economias nacionais em função da sua atividade empresarial – ou seja, tipos de capitalismos –, pode ser que os elementos diferenciadores de tais economias não sejam plenamente relacionáveis, a ponto de serem complementares. Explica-se.

A partir de suas pesquisas focadas na América Latina, Schneider (2008a, 2008b, 2009) escreve, em reflexão coerente, que aqui a propriedade empresarial é concentrada, que nesse contexto de concentração o controle societário é normalmente exercido por famílias ou multinacionais estrangeiras, que os setores da economia tendem a se organizar em oligopólios – com a internalização da cadeia de produção dentro do grupo empresarial –, e que a mão-de-obra disponível é pouco qualificada e mantém relação descontínua com o mercado de trabalho. Especificamente para o Brasil, somado a esse diagnóstico, a principal fonte de financiamento industrial das empresas nacionais – via débito ou participação – seria primeiramente a retenção de lucros e, em segundo lugar, os aportes do Sistema BNDES.

³⁹¹ De todo modo, Leandro Ravache (informação verbal, 2014) deixou claro que, para as companhias geridas pela ACE, o banco encarava como aceitável um percentual mais baixo de sucesso, com 1 a cada 10 investimentos efetivamente chegando ao mercado de capitais e gerando retorno sobre o capital alocado. Já na AMC, a busca por uma carteira que reflita um valor relevante para os ativos do Sistema BNDES e um nível elevado de retorno se mostraria mais agressiva para o atingimento da sua política financeira.

³⁹² A lista completa dessas companhias consta no Quadro 8 do Capítulo 5. No caso da Nutriplant, a aquisição de ações em oferta pública primária deu-se como estratégia de apoio ao segmento especial Bovespa Mais da BM&FBovespa.

Musacchio e Lazzarini (2014, pp. 1-63) mostraram que a intervenção do Estado na economia como investidor direto está longe de ter se tornado trivial no Brasil, e chegou a considerar nossa economia um Capitalismo de Estado, que comporta variações dentro do seu próprio contexto. Ao mesmo tempo, para Schneider (2009, p. 570), a observação de um Estado como interventor direto forte seria mais um fator de complementaridade negativa.

Mas, a partir da BNDESPAR infere-se que a atuação de entes estatais como investidores no Brasil pode se mostrar, na verdade, como um vetor de indução para o aperfeiçoamento de práticas de governança corporativa tipicamente concentradoras para outras práticas, relacionais ou descontínuas, que estariam voltadas à adequação das empresas brasileiras ao recebimento de fontes de financiamento mais diversificadas, especialmente via mercado de capitais.

Ao refletir sobre as ferramentas jurídicas societárias que melhor atenderiam sua busca de equilíbrio entre fazer política industrial e ter auto-sustentabilidade financeira, a subsidiária do BNDES foi uma forte indutora das inovações e estruturações da regulação e das práticas em matéria de direito societário e mercado de capitais no Brasil.

Essas transformações podem ter ocorrido em função de interesses atribuíveis à BNDESPAR – ou ao Estado, seu controlador em última instância. Mas outros investidores capitalistas comuns ou estratégicos que decidam se aventurar no mercado nacional podem aproveitar tais transformações de governança corporativa ocorridas dentro de uma parcela talvez ainda não numericamente significativa, mas economicamente relevante das empresas brasileiras.

Ao decidir enveredar sua política pública de investimento por mecanismos de renda variável, portanto, o BNDES acabou por tornar sua subsidiária, por excelência, uma formuladora e executora de política focada no incentivo ao aperfeiçoamento de práticas de governança corporativa voltadas ao ingresso e fluidez na negociação de companhias no mercado de capitais nacional.

A BNDESPAR faz política industrial desde que possa maximizar sua rentabilidade, é certo. Essa lógica de atuação, por sua vez, leva a uma externalidade positiva, que é a promoção de práticas de governança corporativa mais adequadas à captação de recursos no mercado de capitais brasileiro.

7. Referências bibliográficas

ACEMOGLU, Daron; JOHNSON, Simon; ROBINSON, James A. “Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth”. In: AGHION, Philippe; DURLAUF, Steven N. *Handbook of Economic Growth*, v. 1A. Amsterdam: Elsevier B.V., 2005, pp. 387-470.

ALLEN, Matthew. “The varieties of capitalism paradigm: not enough variety?” *Socio-Economic Review*, Oxford, v. 2, n. 2, maio/2004, pp. 87-108.

ALMEIDA, Mansueto. *Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI*. Texto para discussão nº. 1452. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: IPEA, 2009. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1452.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

ALMEIDA, Rodrigo de. “Entrando no clube. O BNDES e a inserção brasileira no capitalismo internacional”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 164-193.

AMSDEN, Alice H. *The Rise of "The Rest": Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. New York: Oxford University Press, 2001.

ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; LARA-RESENDE, André. *Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*. 2004. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2004/Paper%20Edmar%20Bacha.pdf>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

ACSELRAD, Vitor. “Liberalização econômica, desenvolvimento e financiamento ao agronegócio”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 229-258.

ATALIBA, Geraldo. “Empresas estatais e regime administrativo”. *Revista trimestral de direito público*. São Paulo, n. 7, 1993, pp. 55-70.

BAINBRIDGE, Stephen M. “Shareholder activism and institutional investors”. UCLA School of Law, *Law-Econ Research Paper* n. 05-20. 2005.

BAPTISTA, Luiz Olavo. “Uma introdução às 'joint ventures'”. *Revista de Direito Público*, São Paulo, n. 64, out./dez. 1982, pp. 263-283.

BARDHAN, Pranab K. “The Nature of Institutional Impediments to Economic Development”. In: OLSON, Mancur; KAHKONEN, Satu. *A Not-so-dismal Science: A Broader View of Economies and Societies*. Oxford: Oxford University Press, 2000, pp. 245-268.

BASSO, Maristela. *Joint Ventures: manual prático das associações empresariais*. 3. ed. rev. ampl. atual. Editora Livraria do Advogado: Porto Alegre, 2002.

BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance". In: GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004, pp. 69-113.

BERLE, Adolf A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

_____. *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*. New York: Harcourt, Brace & Co., 1959.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. Introdução. "In" BIELSCHOWSKY, Ricardo (Org.). *Cinquenta anos de Pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record, 2000, p. 15-44.

BIZBERG; Ilán. "The global economic crisis as disclosure of different types of capitalism in Latin America".. In: *International conference of the World Society Foundation on "The Global Economic Crisis: Perceptions and Impacts"*, University of Zurich, Switzerland, September 10-11, 2010. Disponível em: <<http://cei.colmex.mx/PDFs/Prof%20Bizberg/Divergencies.pdf>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

BLACK, Bernard S. "Shareholder Passivity Reexamined". *Michigan Law Review*, Vol. 89, pp. 520-608, 1990.

_____. "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States". *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, v. 3, Pp. 459-465, 1998.

BLOCK; Fred. "Varieties of what? Should we still be Using the Concept of Capitalism?" In: GO, Julian (ed.). *Political Power and Social Theory*, v. 23. Bradford: Emerald Group Publishing Limited, 2012a, p. 269-291.

_____. "There was no Baby in this Bathwater: A Reply to the Critics". In: GO, Julian (ed.). *Political Power and Social Theory*, v. 23. Bradford: Emerald Group Publishing Limited, 2012b, pp. 323-334.

BOCATER, Maria Isabel do Prado. "Poder de controle e influência significativa". In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Temas essenciais em Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 833-845.

BOSCHI, Renato R. Introdução: instituições, trajetórias e desenvolvimento. Uma discussão a partir da América Latina. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, p. 7-30.

BORGES, Luis Ferreira Xavier. "O acordo de acionistas como instrumento da política de fomento do BNDES: O pólo de Camaçari". *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 22, dez. 2007, pp. 55-92.

CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTO, Enzo. *Dependência e desenvolvimento na América Latina*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004. 234 p.

CARMO, José Henrique do. "Inovação e capitalismo monopolista: o caso da Biofill", Curitiba, *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, n. 89, set./dez. 1996, pp. 45-74.

CAROTHERS, Thomas. “The Problem of Knowledge”. In: CAROTHERS, Thomas. *Promoting the Rule of Law Abroad: In Search of Knowledge*. Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 2006, pp. 15-28.

CARTEMOL, Fabrício. “BNDES-exim: 15 Anos de Apoio às Exportações Brasileiras”. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, pp. 3-30, dez. 2005.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 2º volume: artigos 75 a 137. 4 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2008.

_____. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, 10.303, de 31 de outubro de 2001, e 11.638, de 28 de dezembro de 2007., v. III, 4 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009a.

_____. *Comentários à lei de sociedades anônimas*: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007., v. IV, tomo I, 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009b.

_____. *Acordo de acionistas*, homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011.

CLAGUE, Christopher; KEEFER, Philip; KNACK, Stephen; OLSON, Mancur. “Democracy, Autocracy and the Institutions Supportive of Economic Growth”. In: CLAGUE, Christopher. *Institutions and Economic Development: Growth and Governance in Less-Developed and Post-Socialist Countries*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1997, pp. 67-90.

COFFEE JR., Jonh C.; BLACK, Bernard S. “Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation”. *Michigan Law Review*, v. 92, pp. 1997-2087, 1994.

COLBY, Seth. “Explaining the BNDES: what it is, what it does and how it works”. *CEBRI Artigos*, v. 13, ano VII, 2012, pp. 3-31.

_____. *Searching for Institutional Solutions to Industrial Policy Challenges: A Case Study of the Brazilian Development Bank*. Dissertation. Johns Hopkins University, 2013.

COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Forense, 1977. 408 p.

COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos (coord.). *Estudo da competitividade da indústria brasileira*. 3. ed. Campinas, SP: Papirus; Editora da Universidade Estadual de Campinas, 1995.

_____. ; FERRAZ, João Carlos; NASSIF, André; OLIVA, Rafael. “Industrial Policy and Economic Transformation”. In: SANTISO, Javier; DAYTON-JOHNSON, Jeff. *The Oxford Handbook of Latin America Political Economy*. New York: The Oxford University Press, 2012, pp. 100-133.

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Aspectos Societários da Participação do Estado em Sociedades Anônimas*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

CRUZ, Verônica. “Capitalismo regulatório e desenvolvimento no Brasil e na Argentina”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 259-278.

CUERVO-CAZURRA, Alvaro. 2006. “Business groups and their types”. *Asia Pacific Journal of Management*, Cham, v. 23, pp. 419-437.

DINIZ, Eli. “Depois do neoliberalismo. Rediscutindo a articulação Estado e desenvolvimento no novo milênio”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 31-55.

DODD JR., E. Merrick. “For Whom Are Corporate Managers Trustees?” *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 45, n. 7, pp. 1145-1163, May 1932.

DRUSO, Caio. “Acordos e conflitos de acionistas”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Temas essenciais em Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 456-466.

EIZIRIK, Nelson. “O mito do controle gerencial”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXVI, n. 66, abr./jun. 1987, pp. 103-106.

ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. *Contratos asociativos, negocios de colaboración y consorcios*. Editorial Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma: Buenos Aires, 2005.

EVANS, Peter. *Dependent development: the alliance of multinational, state, and local capital in Brazil*. Princeton: Princeton University, 1979. 362 p.

_____. *Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation*. Princeton: Princeton University Press, 1995. 336 p.

FERRAZ, João Carlos; ALÉM, Ana Cláudia; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. “A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 40, dez. 2013, pp. 5-42.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Aula 1- Estabelecimento empresarial. Tipos societários*. Pós GVLaw Direito Societário. Aula ministrada em 19 de agosto de 2014.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito Empresarial I. O empresário e seus auxiliares. O estabelecimento empresarial. As sociedades*. 3. ed. atual. ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009. 285 p.

_____; SZTAJN, Rachel. *Direito Empresarial II. Sociedade anônima. Mercado de valores mobiliários*. 2. ed. rev. atual. ampl. v.2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009. 317 p.

FORGIONI, Paula A. “PPPs e participação minoritária do Estado-acionista: o direito societário e sua instrumentalidade para o direito administrativo”. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*. Belo Horizonte, ano 4, n. 16, out./dez. 2006, pp. 177-182.

FURTADO, Celso. “Características gerais da economia brasileira”. *Revista brasileira de economia*. Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, mar. 1950, pp. 7-37.

GAITÁN, Flavio. “O desenvolvimento esquivo e as tensões do desenvolvimento. Reflexões sobre a América Latina na hora atual”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 56-85.

GALBRAITH, John Kenneth. *The New Industrial State*. Boston: Houghton Mifflin, 1967.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU”. *Stanford Law Review*, v. 63, mar. 2011, pp. 475-537.

GOMES, Tiago Franco da Silva. “As formas societárias de atuação empresarial do Estado”. *Revista do Instituto do Direito Brasileiro*. Lisboa, ano 2, n. 1, 2013, pp. 543-618.

GOMES, Eduardo R.; GUIMARÃES, Fabricia C. “Como as instituições contam. O apoio às pequenas e médias empresas no Brasil e na Argentina”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 279-313.

GOMIDE, Alexandre de Ávila; PIRES, Roberto Rocha Coelho. “Capacidades Estatais para o Desenvolvimento no Século XXI”. *Boletim de Análise Político-Institucional* 2. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2012, pp. 25-30.

GORGA, Érica. “Changing The Paradigm Of Stock Ownership From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil And Consequences For Emerging Countries”. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, pp. 439-554, 2009.

_____. “Corporate Control & Governance after a Decade from 'Novo Mercado': Changes in Ownership Structures and Shareholder Power in Brazil”. *John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Research Paper N.º 502*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2473832>. Acesso em: 7 de março de 2015.

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*. Columbia Law and Economics Working Paper n. 444. 2013. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2228194>. Acesso em: 7 de março de 2015.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 10. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. 391 p.

HALL, Peter A.; SOSKICE, David. Introduction. “In”: HALL, Peter; SOSKICE, David. *Varieties of Capitalism – the institutional foundations of comparative advantage*. New York: Oxford Press, 2001, p. 1- 68.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier R. “Agency Problems and Legal Strategies”. In: KRAAKMAN, Reinier R. et al. *The Anatomy of Corporate Law*. New York: Oxford University Press, 2004a, pp. 21-32.

_____. “The End of History for Corporate Law”. In: GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004b, pp. 33-68.

HAUSMANN, Ricardo; RODRIK, Dani. “Economic Development as Self-Discovery”, *Journal of Development Economics*, v. 72, n. 2, dez. 2003, pp. 603-633.

HIRSCHMAN, Albert. *Saída, Voz e Lealdade: reações ao declínio de firmas, organizações e Estados*. Trad. Angela de Assis Melim. 1. ed. São Paulo: Editora Perspectiva, 1973. 159 p.

INOUE, Carlos F. K. V.; LAZZARINI, Sergio G.; MUSACCHIO, Aldo. “Leviathan as a Minority Shareholder: Firm-level Implications of Equity Purchases by the State”. *Academy of Management Journal*, v. 56, n. 6, dec. 2013, pp. 1775-1801.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 3, n. 4, pp. 305-360, Oct. 1976.

KASAHARA, Yuri. “A regulação do setor financeiro brasileiro. Uma análise exploratória das relações entre Estado e setor privado”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 194-228.

KHAN, Mushtaq. “Governance and Development: The Perspective of Growth-Enhancing Governance”. In: *Diversity and Complementarity in Development Aid: East Asian Lessons for African Growth*. Tokyo: GRIPS Development Forum/National Graduate Institute for Policy Studies, 2008, pp. 107-152.

KOMESAR, Neil K. *Imperfect Alternatives*. Choosing Institutions in Law, Economics and Public Policy. Chicago & London: The University of Chicago Press, 1997.

KUBLER, Friedrich. “Should corporate law be efficient?” In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Temas essenciais em Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 607-616.

KUPFER, David. *Trajetórias de reestruturação da indústria brasileira após a abertura e a estabilização*. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1998.

KUYVEN, Luiz Fernando Martins. “Cooperação como princípio diretor dos contratos: a lição dos acordos de acionistas”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Temas essenciais em Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 764-789.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. “Law and Finance”. *The Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, pp. 1113-1155, dec. 1998.

_____. “Investor Protection and Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 58, 2000, p. 3-27.

_____.; _____.; _____. *Government Ownership of Banks*. Working paper n. 7620. National Bureau of Economic Research. 2000. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7620>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

LANZARA, Arnaldo Provasi. “Estados de bem-estar e as dinâmicas do desenvolvimento social”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 86-120.

LAZZARINI, Sérgio G. *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

_____.; MUSACCHIO, Aldo; BANDEIRA-DE-MELO, Rodrigo; MARCON, Rosilene. *What Do Development Banks Do? Evidence from Brazil, 2002-2009*. Working paper. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1969843>>. Acesso em: 7 de março de 2015.

LEFF, Nathaniel H. *Economic policy making and development in Brazil, 1947-1964*. New York: John Wiley & Sons, 1968.

LETHBRIDGE, E. “Governança corporativa”. *Revista do BNDES*, v. 4, n. 8. Rio de Janeiro, BNDES, dez. 1997, pp. 209-31.

LIMA, Danilo Araújo Rennó; JORGE NETO, Paulo de Melo. “Privatização do Setor Petroquímico no Nordeste: Um Estudo de Eventos sobre Geração de Valor”. *Revista Econômica do Nordeste*, Fortaleza, v. 33, n. 4, out-dez. 2002, pp. 747-773.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. São Paulo: Renovar, 2004. 223 p.

MANTEGA, Guido. *Teoria da dependência revisitada – Um balanço crítico*. Relatório de pesquisa n. 27/1997. São Paulo: EAESP/FGV/NPP – Núcleo de Pesquisas e Publicações, 1997. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3003/P00187_1.pdf?sequence=1>. Acesso em: 06 março 2013.

_____. *O modelo econômico brasileiro dos anos 90*. Relatório de pesquisa n. 11/2001. São Paulo: EAESP/FGV/NPP – Núcleo de Pesquisas e Publicações, 2001. 69 p. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2883/Rel%2011-2001.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 06 março 2013.

MARQUES, Eduardo. *Prospec: Modelo de Geração de Cenários em Planejamento Estratégico*. Rio de Janeiro: BNDES, 1988. Disponível em: <http://www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro_ideias/livro-11.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

MARTINUSSEN, John. *State, Market & Society: a guide do competing theories of development*. London & New York: Zed Books, 1997.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. “Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964”. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Pádua. *Agenda contemporânea: direito e economia*. São Paulo: Saraiva, 2012 (Série GVLaw), pp. 191-235.

_____; CHAVENCO, Maurício; HUBERT, Paulo; VILELA, Renato; RIBEIRO, Victor B. Holloway. *Radiografia das sociedades limitadas*. Relatório de pesquisa. Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da FGV Direito SP. 2014. Disponível em: <http://media.wix.com/ugd/66710c_db0a998749ef4681b8acc0650e4e54b4.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 19. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. 1015 p.

METTENHEIM, Kurt E. von. *Federal Banking in Brazil*. Londres: Pickering & Chatto, 2010. 228 p.

MILGRAM, Stanley. “The small world problem”. *Psychology Today*, v. 1, n. 1, pp. 61-67, May 1967.

MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism: what corporate crisis reveal about legal systems and economic development around the world*. Chicago and London: The University of Chicago Press, 2008.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa. “O BNDES e seus critérios de financiamento industrial: 1952 a 1989”. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, dez. 1994, pp. 415-430.

MOURÃO, Julio Olimpio Fusaro. “A Integração Competitiva e o Planejamento Estratégico no Sistema BNDES”. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v.1, n. 2, dez. 1994, pp. 3-26.

MORAES, Wallace dos Santos de. “Capitalismo sindicalista de conciliação e ‘capitalismo de las calles’”. Brasil e Venezuela no pós-liberalismo. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 347-372.

MOURÃO, Julio Olimpio Fusaro. “A Integração Competitiva e o Planejamento Estratégico no Sistema BNDES”. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v.1, n. 2, dez. 1994, pp. 3-26.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Temas essenciais em Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 505-517.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio G. *Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and their Implications for Economic Performance*. 2012. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2070942>. Acesso em: 7 de março de 2015.

_____. *Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2014.

NENOVA, Tatiana. "Control Value and Changes in Corporate Law in Brazil". *Latin American Business Review*, v. 6, n. 3, 2005, pp. 1-37.

NORTH, Douglass C. "Three Approaches to the Study of Institutions". In: COLLANDER, David C. *Neoclassical Political Economy: The Analysis of Rent-Seeking and DUP Activities*. Cambridge Mass: Ballinger Publishing Co, 1984, pp. 33-40.

_____. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

_____. "The New Institutional Economics and Third World Development". In: HARRIS, Jonh; HUNTER, Janet; LEWIS, Colin M. *The New Institutional Economics and Third World Development*. London: Routledge, 1995, pp. 17-26.

NOVAES, Ana. "Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional". In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrisostomo. *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra capa, 2007, pp. 35-132.

OLSON, Marcur. *The rise and decline of nations: economic growth, stagflation, and social rigidities*. New Haven: Yale University, 1982.

_____. "The New Institutional Economics: The Collective Choice Approach to Economic Development". In: CLAGUE, Christopher. *Institutions and Economic Development: Growth and Governance in Less-Developed and Post-Socialist Countries*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1997, pp. 37-64.

PAIVA, Márcia de. *BNDES: Um banco de história e do futuro*. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/livro_BNDES_um_banco_de_historia_e_do_futuro.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

PARGENDLER, Mariana. "Politics in the Origins: The Making of Corporate Law in Nineteenth-Century Brazil". *American Journal of Comparative Law*. v. 60, 2012a, pp. 805-850.

_____. "Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil". In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012b, pp. 865-883.

_____. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. *The Corporate Governance Obsession*. 2014a. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2491088>. Acesso em: 7 de março de 2015.

_____. *Corporate Governance in Emerging Markets*. 2014b. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417994>. Acesso em: 7 de março de 2015.

_____. *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2493402>. 2014c Acesso em: 7 de março de 2015.

PERES, Wilson; PRIMI, Annalisa. “Theory and Practice of Industrial Policy. Evidence from the Latin American Experience”. *CEPAL - Serie desarrollo productivo n. 187*. United Nations, 2009, pp. 5-50.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella Di. “500 anos de direito administrativo brasileiro”. *Revista Eletrônica de Direito do Estado*. Salvador, n. 5, pp. 1-25, jan./mar. 2006.

PINHEIRO, Armando Castelar. “Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: O papel do BNDES”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, pp. 47-76, dez. 1994.

_____; BONELLI, Regis; SCHNEIDER, Ben Ross. *Pragmatic Policy in Brazil: The Political Economy of Incomplete Market Reform*. Texto para discussão n. 1035. Ipea: Rio de Janeiro, 2004.

_____; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 553 p.

_____. “Bancos públicos no Brasil: para onde ir?” In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007, pp. 159-263.

PINTO, Luciane F. Gorgulho. “Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec”. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, n. 7, pp. 151-184, 1997.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*. São Paulo: Atlas, 2010. 506 p.

PROCHNIK, Marta; MACHADO, Vivian. “Fontes de recursos do BNDES 1995-2007”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, jun. 2008, pp. 3-34.

RAVACHE, Leandro Alberto Torres; RAMOS, Luciana Holanda; BASTOS NETO, Walter Pereira. “Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 37, jun. 2012, pp. 243-286.

REBELO, Nikolai Sosa. “Os investimentos e a captação de recursos por contratos de ‘private equity’ e ‘venture capital’”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 159-160, jul. 2011, pp. 142-165.

RIBEIRO, Victor Bourroul Holloway. *Reformas institucionais e regulatórias no mercado de capitais: um estudo de caso da reforma das companhias abertas brasileiras pelos segmentos de listagem*. Dissertação de mestrado (no prelo).

RÍO, André del. “A relação entre a corte suprema e o poder executivo na Argentina e no Brasil. Um olhar histórico institucional”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de*

capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 314-346.

ROE, Mark J. "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States". *The Yale Law Journal*. New Haven, v. 102, n. 8, pp. 1927-2003, jun.1993.

_____. *Strong Managers, Weak Owners*. The political roots of America corporate finance. Princeton: Princeton University Press, 1994.

RODRIGUES, Ana Carolina; DAUD, Felipe Taufik. "O Estado como acionista minoritário". *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*. Belo Horizonte, ano 10, n. 40, out./dez. 2012, pp. 9-31.

RODRIK, Dani; SUBRAMANIAN, Arvind. "The Primacy of Institutions (and what this does and does not mean)". International Monetary Fund. *Finance & Development*, jun. 2003, pp. 31-34.

_____. Industrial Policy of the Twenty-First Century. In: RODRIK, Dani. *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions, and Economic Growth*. Princeton: Princeton University, 2007, p. 99-152.

_____. "Industrial Policy: Don't Ask Why, Ask How". *Middle East Development Journal*. Cairo, v. 1, n. 1, pp. 1-29, 2009.

ROMANO, Roberta. "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance". *Yale Journal on Regulation*, v. 18, n. 2, pp. 174-252, 2001.

SABEL, Charles. "Beyond Principal-Agent Governance: Experimentalist Organizations, Learning and Accountability", *WRR meeting*, Amsterdam: Amsterdam University Press, 2004a, pp. 173-195.

_____. "Bootstrapping Development: Rethinking the Role of Public Intervention in Promoting Growth". *Protestant Ethic and Spirit of Capitalism Conference*. New York, 2004b. 63 p. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/KFDLP/Resources/461197-1134496659724/bootstrapping_deve_rough_send1.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

_____. "Self-Discovery as a Coordination Problem". In: SABEL, Charles; FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo; HAUSMANN, Ricardo; RODRIGUEZ-CLARE, Andrés; STEIN, Ernesto. *Export Pioneers in Latin America*, Inter-American Development Bank, David Rockefeller Center for Latin American Studies, Harvard University: 2012, pp. 1-45.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. "Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade". *RAE – Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, v. 48, n. 2, pp. 79-86, abr./jun. 2008.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial - as estruturas*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002. 374 p.

SANT'ANNA, André Albuquerque. "Brasil é a principal fronteira de expansão do petróleo no mundo". *Visão do Desenvolvimento* n. 87, 18 outubro 2010. BNDES: Rio de Janeiro,

2010. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Petroleo/201010_87.html>. Acesso em: 7 de março de 2015.

SANTANA, Carlos Henrique Vieira. “Conjuntura crítica, legados institucionais e comunidades epistêmicas. Limites e possibilidades de uma agenda de desenvolvimento no Brasil”. In: BOSCHI, Renato R. *Variedades de capitalismo, política e desenvolvimento na América Latina*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2011, pp. 121-163.

SANTANA, Maria Helena. *O Novo Mercado*. São Paulo: Bovespa, 2008.

SANTOS, Durval José Soledade. “Debêntures: Um Instrumento Moderno de Aplicação e Captação de Recursos”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, dez. 2006, pp. 35-54.

SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia*. São Paulo: Saraiva, 2010a. 327 p.

_____. “Administrative Governance, Institutional Dynamics and Industrial Financing in Brazil: New Parameters, Old Problems”. *Harvard-Stanford International Junior Faculty Forum*. 2010b. Disponível em:
<<http://blogs.law.stanford.edu/hsforum/files/2010/09/Administrative-Governance.pdf>>. Acesso em: 10 de julho de 2013.

_____. “Amarrando as próprias botas do desenvolvimento: A nova economia global e a relevância de um desenho jurídico-institucional nacionalmente adequado”. *Revista Direito GV*. São Paulo, v. 7, n. 1, jan./jun. 2011, pp. 341-352.

_____. “Making the Developmental State Work: How Does a Mandate Matter for the Brazilian Development Bank?” 2012a. *VII Research Workshop on Institutions and Organization*. 36 p. Disponível em:
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986850>. Acesso em: 15 de março de 2015.

_____. “Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco”. In: TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario G. (Org). *Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS*. São Paulo: Saraiva, 2012b, pp. 259-301.

_____.; TRUBEK, David M. “Redescobrimo o Direito e Desenvolvimento: experimentalismo, pragmatismo democrático e diálogo horizontal”. In: SCHAPIRO, Mario; TRUBEK, David. (Org.) *Direito e Desenvolvimento: um diálogo entre os Brics*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 27-70.

_____. *Ativismo Estatal e Industrialismo Defensivo: instrumentos e capacidades na política industrial brasileira*. Texto para discussão n. 1856. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: Ipea, 2013. Disponível em:
<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=19488>. Acesso em: 7 de março de 2015.

SCHNEIDER, Ben Ross. “A política de privatização no Brasil e no México nos anos 80: variações em torno do tema estatista”. Rio de Janeiro: *Dados – Revista de Ciências Sociais*, v. 34, n. 1., 1991.

_____. *Burocracia pública e política industrial no Brasil*. Trad.: Pedro Maia Soares, Suzan Semler. São Paulo: Editora Sumaré, 1994.

_____. *Comparing Capitalisms: Liberal, Coordinated, Network and Hierarchical Varieties*. 2008a. Disponível em: <http://www.researchgate.net/publication/228620313_Comparing_Capitalisms_Liberal_Coordinated_Network_and_Hierarchical_Varieties>. Acesso em: 7 de março de 2015.

_____. “Economic Liberalization and Corporate Governance: The Resilience of Business Groups in Latin America”. *Comparative Politics*, v. 40, n. 4, jul. 2008b, pp. 379-397.

_____. “Hierarchical Market Economies and Varieties of Capitalism in Latin America”. *Journal of Latin America Studies*, V. 41, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, pp. 553–575.

_____. *O Estado desenvolvimentista no Brasil: perspectivas históricas e comparadas*. Texto para discussão nº 1871. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: IPEA, 2013a. 36 p. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=19821>. Acesso em: 7 de março de 2015.

_____. *Institutions for Effective Government-Business Collaboration: Micro Mechanisms and Macro Politics in Latin America*. DB Working Paper n. 418. 2013b. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2367691>. Acesso em: 7 de março de 2015.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. W. “A Survey of Corporate Governance”. *The Journal of Finance*, Aldan, v. 52, n. 2, pp. 737-783, jun. 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson; SILVA, Carla Souza e. *As Grandes Empresas nos Anos 90: Respostas Estratégicas a um Cenário de Mudanças*. BNDES, Rio de Janeiro, out. 1999, pp. 375-410. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/eco90_11.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SMITH, Adam. *A riqueza das nações*. V. 1. Trad.: Alexandre Amaral Rodrigues, Eunice Ostrensky. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

STIGLITZ, Joseph E.; UY, Marilou. “Financial Markets, Public Policy, and the East Asian Miracle”. *The World Bank Research Observer*, v. 11, n. 2, aug. 1996, pp. 249-275.

STUDART, Rogério. “The State, the markets and development financing”. *Cepal Review*, v. 85, abr. 2005, pp. 19-32.

SUNDFELD, Carlos Ari. “Entidades Administrativas e Noção de Lucro”. *Revista Trimestral de Direito Público*, v. 6, 1994, pp. 263-268.

TEUBNER, Gunther. “The Many-Headed Hydra: Networks as Higher-Order Collective Actors”. In: MCCAHERY, Joseph; PICCIOTTO, Sol; SCOTT, Colin. *Corporate Control and Accountability*. Oxford: Clarendon, 1993, pp. 41-60.

THOMSEN, Steen; PEDERSEN, Torben. “Empirical determinants of corporate ownership structure”. *Inaugural Conference for New Institutional Economics*. St. Louis, Missouri: Washington University, Sept. 1997.

TREBAT, Thomas J. *Brazil's state-owned enterprises: a case study of the state as entrepreneur*. Cambridge: Cambridge University, 1983.

TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro. “Introduction: The Third Moment in Law and Development Theory and the Emergence of a New Critical Practice”. In: TRUBEK, David; SANTOS, Alvaro. *The new law and economic development: a critical appraisal*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, pp. 1-18.

_____. “The ‘Rule of Law in Development Assistance: Past, Present and Future”. In: TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro. *The new law and economic development: a critical appraisal*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, pp. 74-94.

_____.; COUTINHO, Diogo R.; SCHAPIRO, Mario G. “Toward a New Law and Development - New State Activism in Brazil and the Challenge for Legal Institutions”. In: TRUBEK, David M.; GARCIA, Helena Alviar; COUTINHO, Diogo R.; SANTOS, Alvaro. *Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin America*. Cambridge: Cambridge U. Press, 2013, pp. 281-314.

VELASCO JR., Licínio. “Documento Histórico – a privatização no Sistema BNDES”. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, n. 33, pp. 307-382, jun. 2010.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A Intervenção do Estado no Domínio Econômico – o direito público econômico no Brasil*. Ed. fac-similar de 1968. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. 614 p.

VILLAR, Leandro Badini; MARCHETTI, Dalmo dos Santos. *Dimensionamento do Potencial de Investimentos do Setor Ferroviário*. BNDES, Rio de Janeiro, 2007, p. 249-288. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/liv_perspectivas/08.pdf>. Acesso em: 7 de março de 2015.

VITOLS, Sigurt. “Varieties of Corporate Governance: Comparing Germany and the UK”. In: HALL, Peter A.; SOSKICE, David (ed.). *Varieties of Capitalism*. The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Nova York: Oxford University Press, 2001, pp. 337-360.

WALD, Arnoldo. “O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 110, pp. 7-15, abr./jun., 1998.

WILLIAMSON, John. “What Washington Means by Policy Reform”. In: WILLIAMSON, John. *How Much Has Happened?* Institute for International Economics. Washington, 1990, p. 7-20.

YEYATI, Eduardo Levy; MICCO, Alejandro; PANIZZA, Ugo. *Should the Government be in the Banking Business?* The Role of State-Owned and Development Banks. IDB working paper n. 428. United Nations - Conference on Trade and Development (UNCTAD). Graduate Institute of International and Development Studies (HEI). 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1818717>. Acesso em: 7 de março de 2015.

YIN, Robert. *Estudo de Caso*. Planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2001.

Anexos

A) Tabela 1 - Consolidação das participações da BNDESPAR de 2011 a 2013 (percentuais de participação e setores de atuação)

COMPANHIA	% BNDESPAR 2011	% BNDESPAR 2012	% BNDESPAR 2013	ON 2011	ON 2012	ON 2013	PN 2011	PN 2012	PN 2013	Sector/ramo de atividade
AES ELPA S.A.	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	0	0	0	Distribuição e comercialização de energia elétrica. Concessionária
AES TIETÊ S.A.	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	0	0	0	Distribuição e comercialização de energia elétrica. Concessionária
AES URUGUAIANA EMPREENDIMENTOS S.A.			(*)			(*)			0	
ALFATEST IND. E COM. DE PROD. ELETRÔNICOS S.A.	27,48	27,48		0	0		91,61	91,61		Serviços de transporte e logística. Concessionária
ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	12,21	12,1	12,1	12,21	12,1	12,1	0	0	0	
ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	24,9	34,46	39,48	0	0	0	100	100	100	Desenvolve, fabrica e comercializa equipamentos eletrônicos para automação industrial, comercial e da construção civil. Adicionalmente presta serviços e consultoria de informática e automação.
ALUPAR INVESTIMENTOS S.A.			0,03			0,01			0,08	Participação em outras sociedades atuantes nos setores de energia e infraestrutura, no Brasil ou no exterior; a geração, transformação, transporte, a distribuição e o comércio de energia.
AMATA S.A.	9,98	13,12	13,76	9,98	13,12	13,76	0	0	0	Atividades de apoio à produção florestal
AMERCEI S.A.	0,62			0			42,79			Telecomunicações
AUTEL S.A. TELECOMUNICAÇÕES	21,61	21,61	21,61	0	0	0	46,43	46,43	46,43	Telecomunicações
BANCO BRADESCO S.A.	0,25			0			0,5			Instituição financeira
BANCO DO BRASIL S.A.	0,13	0,19	0,19	0,13	0,19	0,19	0	0	0	Instituição financeira

BANCO DO NORDESTE DO BRASIL S.A.	0,46	0,43	0,43	0,03	(*)	0	1	0,97	0,97	Instituição financeira
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	0,06	0,11	0,11	0,06	0,11	0,11	0,07	0,12	0,12	Instituição financeira
BCPAR S/A			10,96			0			57,14	Fabricação de cimento para construção
BEMATECH S.A.	8,64	8,64	3,48	8,64	8,64	3,48	0	0	0	Produção, industrialização e comercialização de hardware, software e serviços
BIO FILL PRODUTOS BIOTECNOLÓGICOS S.A.	25	25	25	25	25	25	0	0	0	Atividades de atenção à saúde humana
BIOMM S.A.	14,36	14,36	13,88	0	0	13,88	25,42	25,42	0	Licenciamento de tecnologia para produção de proteínas terapêuticas recombinantes, especialmente insulina.
BM&F BOVESPA S.A.	0,42			0,42			0			administrar mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos.
BOMBRL S/A	10,61	10,61	10,61	0	0	0	16,85	16,85	16,85	Farmêutico e higiene
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.		0,12	0,12		0,12	0,12		0	0	Empresa de administração de participações no comércio (varejo e atacado)
BRASIL TELECOM S.A.	2,2			0,82			2,91			Empresa de administração de participações em telecomunicações
BRADESPAR S.A.	0,57	0,51		0	0		0,88	0,79		Empresa de administração de participações em extração mineral
BRASKEM S.A.	5,53	5,53	5,03	0	0	0	12,66	12,75	11,6	Produção de produtos químicos e petroquímicos básicos, resinas termoplásticas, utilidades e energia elétrica; prestação de serviços industriais; e participação em outras sociedades.
BRASPÊROLA IND. E COMÉRCIO S/A (massa fofada)	3,81	3,81	3,81	0	0	0	7,88	7,86	7,86	Indústria têxtil
BRF S.A.	1,92	0,76		1,92	0,76		0	0		Empresa de administração de participações na área de alimentos
BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S/A	23	23	23	23	0	0	100	100	100	Serviços de tecnologia da informação
CARBOMIL S.A - MINERAÇÃO E INDÚSTRIA	30	30	30	0	0	0	100	100	100	Extração e beneficiamento de minerais não metálicos
CASA ANGLO BRASILEIRA S/A	22,34	22,34	22,34	0	0	0	37,1	37,1	37,1	Loja de departamentos

CCR S.A.	0,14	0,12		0,14	0,12		0	0		Prestadora de serviços públicos, via concessão, nas área de rodoviária, metrôviária, inspeção veicular e aeroportuária.
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.		11,72	11,72		11,72	11,72		0	0	Desenvolvimento de projetos de carvão na Colômbia, incluindo, mas não limitado a: pesquisa, exploração, lavra, beneficiamento, industrialização, transporte, exportação e comércio de carvão
CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. - ELETRORRÁS	14,75	11,86	11,86	16,63	13,04	13,04	7,04	7,04	7,04	Empresa holding de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
CESP COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	2,85			0			4,28			Geração e comercialização de energia elétrica
CI&T SOFTWARE S/A	31,83	31,83	31,83	0	0	0	100	100	100	Empresa de desenvolvimento de aplicativos para celulares
CIA. BRAS. DE PART. AGROINDUSTRIAL	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	0	0	0	
CIA. BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	0,2			0			0,33			Comércio (atacado e varejo)
CIA. DE ABAST. D'ÁGUA E SANEAMENTO DO ESTADO-AL	(*)	(*)	(*)	0	0	0	1,27	1,27	1,27	Serviços de saneamento básico
CIA. DE TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	10,35	10,35	6,77	0	0	0	16,5	16,5	12,4	Têxtil e vestuário
CIA. DE TRÂNSITO E TRANSPORTE URBANO DO RECIFE - CITU	11,9	11,9	11,9	4,73	4,73	4,73	38,85	38,85	38,85	Serviços de transporte urbano
CIA. DE TRANSPORTES COLETIVOS DO RIO DE JANEIRO - CTC	1,39	1,39	1,39	1,39	1,39	1,39	0	0	0	Serviços de transporte urbano
CIA. DO METROPOLITANO DE SÃO PAULO	0,04	0,04	0,03	0,04	0,04	0,03	0	0	0	Serviços de transporte urbano
CIELO S.A.	0,17	0,28		0,17	0,28		0	0		Empresa prestadora de serviços de aquisição e meios de pagamento
CIPHER S.A.	15,8	15,8	15,8	0	0	0	100	100	100	Desenvolvimento de programas de computador sob encomenda
CLAMPER INDÚSTRIA E COMÉRCIO S/A	23	23	23	0	0	0	100	100	100	Fabricação de componentes eletrônicos
CLARO S.A.	0,04			0			0,24			Telecomunicações
COMPANHIA BRASILEIANA DE ENERGIA	53,85	53,85	53,85	50	50	50	100	100	100	Empresa de administração de participações no setor de energia elétrica
COMPANHIA DE ÁGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL		33,42	33,42		33,42	33,42		0	0	Prestação de serviços públicos de água e esgoto

COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS - AMBEV	0,12	0,05		0	0		0,27	0,12		Fabricação e distribuição de cervejas, refrigerantes e bebidas não carbonatadas e não alcoólicas
COMPANHIA DE ELETRICIDADE DO ACRE	(*)	(*)	(*)	0	0	0	0,01	0,01	0,01	Distribuição e comercialização de energia elétrica.
COMPANHIA DE RECUPERAÇÃO SECUNDÁRIA (cancelado - 28/06/2012)	30	30		30	30		0	0		Locação de bens à Petrobrás.
COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS - COPASA	(*)	3,67	3,67	(*)	3,67	3,67	0	0	0	Prestar serviços de saneamento
COMPANHIA DISTRIBUIDORA DE GÁS DO RIO DE JANEIRO - CEG	34,56	34,56	34,56	34,56	34,56	34,56	0	0	0	Distribuição de gás canalizado no Estado do Rio de Janeiro.
COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	1,7	1,58	0,75	0,16	0,16	0	2,9	2,68	1,13	Concessionária de serviço público de energia elétrica.
COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	23,96	23,96	23,96	26,41	26,41	26,41	21,21	21,21	21,21	Geração, Transmissão, Comercialização e Distribuição de Energia Elétrica
COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL	2,18	1,89	0,6	2,18	1,89	0,6	0	0	0	Sectores de mineração, siderurgia, logística, cimento e energia
COMTEX INDÚSTRIA E COMÉRCIO, IMP. E EXP. S.A.	28			0			100			Fabricação de equipamentos transmissores de comunicação, peças e acessórios.
CONTRAFO INDÚSTRIA DE TRANSFORMADORES ELÉTRICOS S.A.	25	25	17,25	0	0	0	100	100	77,02	Fabricação de transformadores, indutores, conversores, sincronizadores e semelhantes, peças e acessórios.
CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.	1,98	1,98	1,85	0,62	0,62	1,07	2,83	2,83	2,27	Empresa de administração de participações em telecomunicações.
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO		0,03	0,03		0,03	0,03		0	0	Produção de Açúcar, Etanol e Cogeração de Energia, Distribuição de Combustíveis, Produção e Distribuição de Lubrificantes, Transporte e Carregamento de Açúcar, Operador de Terras e Distribuição de Gás.
CPFL ENERGIA S.A.	8,42	8,42	6,74	8,42	8,42	6,74	0	0	0	Empresa de administração de participações no setor de energia elétrica
CRP CADERI CAPITAL DE RISCO S.A.	20,2	20,2	20,2	0	0	0	36,36	36,36	36,36	Holding de instituição não financeira.
CTEEP - CIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	0,12			0			0,21			Transmissão de energia elétrica.

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	1,21	1,22	1,22	0	1,22	1,22	0	0	0	Construção civil, material de construção, decoração e incorporação imobiliária.
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	0	0	0	Exploração direta ou indireta de negócios de concessão de obras e serviços públicos e organização logística do transporte de carga.
ELBERRA S.A. - ELETRÔNICA BRASILEIRA	(*)	(*)	(*)	0	0	0	(*)	(*)	(*)	Fabricação de produtos de informática.
ELETRIPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A	0,44	0,34	0,34	(*)	(*)	(*)	0,73	0,56	0,56	Distribuição de energia elétrica.
EMBRAER S.A	5,73	5,37	5,37	5,73	5,37	5,37	0	0	0	Produção de aeronaves.
EMPRESA DE TRANSPORTE URBANO DO ESTADO DE GOIÁS S/A	6,56	6,56	6,56	5,09	5,09	5,09	100	100	100	Prestação de serviços de transporte público.
ENB - EXTRATOS NATURAIS DO BRASIL IND. E COMÉRCIO S.A.	35	35	35	35	35	35	0	0	0	Fabricação de refrigerantes.
ENERGISA S.A.	0,59	0,59	0,59	0,25	0,25	0,25	0,9	0,9	0,9	Sociedade de participações em outras empresas, predominantemente em distribuidoras de energia elétrica.
EQUATORIAL ENERGIA S.A.			1,65			1,65			0	Empresa holding com atuação no setor elétrico.
ERB - ENERGIAS RENOVÁVEIS DO BRASIL S.A.			14,04			17,57			0	Geração de energia de biomassa.
ESTRUTURADORA BRASILEIRA DE PROJETOS S.A.	19,1	13,77	19,61	11,11	11,11	11,11	44,44	22,22	30,71	Estruturar projetos de infraestrutura na forma de concessões públicas e parcerias público-privadas.
ETH BIOENERGIA S.A. (ODEBRECHT AGRINDUSTRIAL S.A.)	16,33	16,33	14,37	16,33	16,33	14,37	0	0	0	Produção e comercialização de etanol, energia elétrica e açúcar.
FIBRIA CELULOSE S.A.	30,42	30,38	30,38	30,42	30,38	30,38	0	0	0	Papel e celulose.
GAFISA S.A.	2,27	2,26	2,25	2,27	2,26	2,25	0	0	0	Construção civil, materiais de construção e decoração.
GENOA BIOTECNOLOGIA S.A.	27,06	27,06	27,06	0	0	0	100	100	100	Atividades de serviços de complementação diagnóstica e terapêutica.
GERDAU S.A.	3,44	3,44	3,44	6,61	6,61	6,61	1,85	1,85	1,85	Metalurgia e siderurgia.
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.		0,03	0,03		0	0		0,07	0,07	Empresa de administração de participações no setor de serviços de transporte e logística.

GRANBIO INVESTIMENTO S/A			15			15			0	Atuação integrada em toda a cadeia de valor do etanol de segunda geração e da química verde.
GRANO ALIMENTOS S/A	25	25	16,67	0	0	0	40,76	40,76	27,18	Fabricação de conservas de legumes e outros vegetais.
GRAÚNA AEROSPACE S.A.	40	40	40	0	0	0	100	100	100	Serviços de usinagem, tornearia e solda.
GRUPO A EDUCAÇÃO S.A.	10,14	10,14	10,14	0	0	0	80,95	80,95	80,95	Comércio varejista de livros e consultoria em tecnologia da informação.
HIGH BRIDGE SOLUTIONS INDÚSTRIA ELETRÔNICA S.A.	36	36	36	0	0	0	100	100	100	Fabricação de componentes eletrônicos.
HOSPITAL FÊMINA S.A.	21,11			17,07			62,5			Hospital.
HYPERMARCAS S.A.	0,82	0,82		0,82	0,82		0	0		Produção e Venda de Bens de Consumo e Medicamentos.
IBEMA COMPANHIA BRASILEIRA DE PAPEL	15,83	15,83	15,83	0	0	0	100	100	100	Fabricação de papel-cartão.
INDEPENDÊNCIA PARTICIPAÇÕES S.A.	21,81	21,81	21,81	0	0	0	100	100	100	Holding de instituição não financeira.
INDÚSTRIA DE ALIMENTOS NILZA S/A	35	35	35	0	0	0	100	100	100	Fabricação e comercialização de laticínios.
INDÚSTRIAS ROMI S.A.	7,13			7,13			0			Indústria e Comércio de Máquinas-Ferramenta.
INEPAR ENERGIA S.A.	14,56			13,33			15,5			Produção e distribuição de energia elétrica.
INEPAR S.A. - INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES	2,37	4,75	4,41	0	2,45	2,28	3,88	6,22	5,76	Fabricação de equipamentos e sistemas elétricos, fabricação de torres e acessórios para transmissão de energia e telecomunicações, fabricação de bens de capital e sistemas industriais sob encomenda.
IOCHPE - MAXION S.A.	6,77	6,77	6,77	6,77	6,77	6,77	0	0	0	Fabricação e comercialização de produtos do setor automotivo e equipamentos ferroviários.
ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.	0,25			0			0,49			A sociedade tem por objeto a atividade bancária em todas as modalidades autorizadas, inclusive a de operações de câmbio.
ITAÚSA - INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.	0,26			0			0,43			Gestão de Participações Societárias (Holding).
JBS S.A.	30,41	19,85	22,99	30,41	19,85	22,99	0	0	0	Alimentos.

KLABIN S.A.	9,58	8,68	8,68	0	0	0	14,63	13,26	13,26	Empresa brasileira de base florestal. Produtora de papéis e cartões para embalagens, embalagens de papelão ondulado e sacos industriais, além de ser recicladora e produtora de toras para serrarias.
LBR - LÁCTEOS BRASIL S/A	30,28	30,28	30,28	30,28	30,28	30,28	0	0	0	Fabricação de laticínios.
LIFEMED INDL DE EQUIP E ART MÉDICOS E HOSPITALARES S.A.	22	22	22	0	0	0	100	100	100	Fabricação de instrumentos não-eletrônicos e utensílios para uso médico, cirúrgico, odontológico e de laboratório.
LIGHT S.A.	15,02	13,46	10,3	15,02	13,46	10,3	0	0	0	Participação em sociedades p/ exploração serviços de energia elétrica.
LINX S.A.	21,7	21,7	6,93	0	0	6,93	51,54	51,54	0	Comunicação e informática.
LOJAS AMERICANAS S.A.	0,24	0,33		0	0		0,38	0,52		Comércio em geral, inclusive supermercado e lanchonete, lojas de conveniência, no varejo e no atacado, através de Lojas e Depósitos, de quaisquer mercadorias, bem como a realização de serviços.
LOJAS ARAPUÃ S.A.	4,22	4,22	4,22	0	0	0	8,79	8,79	8,79	Comércio, por atacado e varejo de, entre outros, aparelhos elétricos e eletrônicos, material óptico, fotográfico, utensílios e aparelhos para uso em geral, acessórios do vestuário de uso comum e etc.
LOJAS RENNER S.A.	0,36	0,27		0,36	0,27		0	0		Loja de Departamentos (Comércio Varejista).
LUPATECH S.A.	11,44	31,25	31,14	11,44	31,25	31,14	0	0	0	Fabricante de equipamentos e provedor de serviços para o setor de Petróleo e Gás.
MADDEF S/A - INDÚSTRIA E COMÉRCIO	20,29	20,29	20,29	0	0	0	26,46	26,46	26,46	Indústria de equipamentos frigoríficos.
MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A.	2,88	2,88	2,89	2,88	2,88	2,89	0	0	0	Mineração, produção e comercialização de extensa linha de materiais refratários.
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	8,38			0			13,04			Produção de relaminados, treifilados e perfilados de aço, exceto arames.

MARFRIG ALIMENTOS S.A.	13,89	12,25	19,63	13,89	12,25	19,63	0	0	0	Produção e distribuição de alimentos à base de carne bovina, suína, ovina e avícola, <i>in natura</i> , elaborados e processados, couros semi-terminados e terminados, além de outros produtos alimentícios.
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	3,99			3,99			0			Fabricação e comercialização de geladeiras e similares, de máquinas de vendas automáticas, componentes e peças.
METALÚRGICA GERDAU S.A.	0,33	0,33	0,33	0	0	0	0,49	0,49	0,49	Participação e administração no setor de metalurgia e siderurgia.
METANOR S.A. METANOL DO NORDESTE	5,57	5,57	5,57	0	0	0	8,36	8,36	8,36	Produção, comercialização, importação e exportação de metanol e seus derivados.
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	0,9	1,02	0,66	0,9	1,02	0,66	0	0	0	Extração mineral.
MPX ENERGIA S.A. (ENEVA S.A.)	2,6	10,34	10,34	2,6	10,34	10,34	0	0	0	Empresa de recursos naturais e de geração de energia elétrica. Integração vertical na geração de energia elétrica.
MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	1,14	1,43	1,43	1,14	1,43	1,43	0	0	0	Atividades de Incorporação e Construção. Atividades de Logística.
MWI - SISTEMAS DE COMUNICAÇÃO S.A.	11,49	11,49	11,49	0	0	0	36,5	36,5	36,5	Tratamento de dados, provedores de serviços de aplicação e serviços de hospedagem na internet.
NANOCORE BIOTECNOLOGIA	33,01	33,01	33,01	0	0	0	100	100	100	Pesquisa e desenvolvimento experimental em ciências físicas e naturais.
NATURA COSMÉTICOS S.A.	0,14			0,14			0			Comércio Atacadista e Produtos de Perfumaria.
NESBER S.A.	20	20	20	20	20	20	0	0	0	Agenciamento de profissionais para atividades esportivas, culturais e artísticas.
NETUNO ALIMENTOS S.A.	33,28	33,28	33,28	0	0	0	100	100	100	Fabricação de conservas de peixes, crustáceos e moluscos.
NORTEC QUÍMICA S.A.	20	20	20	0	0	20	100	100	0	Química Fina, Ciências da Vida, fabricantes de Insulinos Farmacêuticos Ativos - matéria-prima para a Indústria Farmacêutica.

NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	10,73	4,51	4,51	10,73	4,51	4,51	0	0	0	Industria e comércio de fertilizantes para agricultura.
OCEANA OFFSHORE S.A.			20			20			0	Comércio e serviços de transporte aquático.
ODEBRECHT TRANSPORT S.A.			10,61			10,61			0	Desenvolve projetos, investe, implanta e opera empresas nas áreas de mobilidade urbana, rodovias, sistemas integrados de logística, portos e aeroportos.
OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A. (ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL)	0,19	0,26	0,26	0,19	0,26	0,26	0	0	0	Empresa de administração de participações no setor de petróleo e gás.
OI S.A.		1,46	1,28		0,77	0,77		1,8	1,53	Telecomunicações.
OPENCOMMERCE S.A.	9,93	9,93	9,93	0	0	0	77,76	77,76	77,76	Holding de instituição não financeira.
OURO FINO PARTICIPAÇÕES E EMPREENDIMENTOS S.A.	20	20	20	0	0	0	100	100	100	Holding de instituição não financeira.
PADTEC S.A.			19,37			19,37			0	Fabricação de equipamentos transmissores de comunicação, peças e acessórios.
PARANAPANEMA S.A	17,23			17,23			0			Metalurgia do cobre e suas ligas.
PDG REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES	2,2	1,74	1,74	2,2	1,74	1,74	0	0	0	Participação em sociedades atuantes no setor imobiliário.
PETRÓLEO BRASILEIRO S/A PETROBRAS	11,61	10,37	10,37	2,33	0,16	0,16	23,94	23,94	23,94	Petróleo, gás e energia.
POLY EASY DO BRASIL INDUSTRIA E COMÉRCIO S/A	24,5	24,5	24,5	0	0	0	100	100	100	Fabricante e distribuidora de tubos e conexões de polietileno e polipropileno, importação de conexões de eletrofusão, compressão, ponta e máquinas de solda de topo e eletrofusão, bem como seus acessórios.
PRATICA PARTICIPAÇÕES S.A.			10,01			0			100	Fabricação de fornos combinados, estufas e máquinas para panificação.
PROCABE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S.A.	30	29,42	29,42	0	0	0	100	100	100	Construção de estações e redes de distribuição de energia elétrica.

QUALITY SOFTWARE S.A.	27	27	27	0	0	0	100	100	100	Serviços nos setores de informática, auditoria de sistemas, softwares; treinamento, desenvolvimento de sistemas de suporte técnico, hardware e software em geral; design gráfico e editoração eletrônica.
RECEPTEA BIOFARMA S.A.		7,39	16,28		0	0		100	100	Pesquisa e desenvolvimento experimental em ciências físicas e naturais.
REDE ENERGIA S. A. - em recuperação judicial	15,86	15,86	15,86	0	0	0	51,06	51,06	51,06	Participação em outras empresas de energia elétrica.
REDECARD S.A.	0,26			0,26			0			Captura, transmissão, processamento dos dados e liquidação das transações decorrentes do uso de cartões de crédito e/ou de débito.
REIVAX S/A AUTOMAÇÃO E CONTROLE	23	23	23	0	0	0	100	100	100	Fabricação de aparelhos e equipamentos para distribuição e controle de energia elétrica.
RELASTOMER TECNOLOGIA E PART. S.A.	17,73	17,73	17,73	17,73	17,73	17,73	0	0	0	
RENOVA ENERGIA S.A.		12,15	12,08		5,95	5,93		23,36	23,03	Geração de energia por meio de fontes renováveis.
ROOSTER S.A. - INDÚSTRIA E EQUIPAMENTOS	29,25	29,25	29,25	29,25	29,25	29,25	0	0	0	
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	1,58	1,54	0,99	1,58	1,54	0,99	0	0	0	Construção civil, materiais de construção e decoração, com enfoque na compra e venda de imóveis, desmembramento e loteamento de terrenos, incorporação imobiliária e construção de imóveis destinados à venda.
S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO CHAPECÓ	29,65	29,65	29,65	30,12	30,12	30,12	(*)	(*)	(*)	Abate de pequenos animais.
SAM INDÚSTRIAS S.A.	5,93	5,39	5,39	8,06	8,06	8,06	0	0	0	Fabricação de componentes eletrônicos.
SÃO MARTINHO S.A.	1,39			1,39			0			Fabricação e comércio de açúcar, álcool e derivados.
SEGURADORA BRASILEIRA DE CRÉDITO À EXPORTAÇÃO	12,09	12,09	12,09	12,09	12,09	12,09	0	0	0	Prestar seguro de crédito à exportação.

SENIOR SOLUTION S/A	21,48	21,48	11,44	0	21,48	11,44	100	0	0	Produção, desenvolvimento, licenciamento, sub-licenciamento e distribuição de programas de computador ("software") e outras atividades.
SETAL TELECOM S.A	13,5	13,5	13,5	0	0	0	100	100	100	Comércio atacadista de Máquinas e equipamentos para uso industrial, partes e peças.
SIX SEMICONDUCTORES S.A.		33,02	33,02		40,67	40,67		0	0	Fabricação de componentes eletrônicos.
SOUZA CRUZ S.A.		0,07	0,07		0,07	0,07		0	0	Fabricação de cigarros e exportação de fumo.
SPRUNGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S/A	6,21	4,46	4,45	6,21	4,46	4,45	0	0	0	Empresa de administração de participações no setor têxtil e de vestuário.
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	4,36	17,87	11,69	0	0	0	6,63	26,87	17,58	Indústria e comércio de papel e celulose.
TAUM CHEMIE INDÚSTRIA E COM. DE PRODUTOS QUÍMICOS S.A.	36,36	36,36	36,36	0	0	0	100	100	100	Fabricação de aditivos de uso industrial.
TBM - TÊXTIL BEZERRA DE MENEZES S.A.	35	35	35	42,1	42,1	42,1	0	0	0	Preparação e fiação de fibras de algodão.
TECNORED DESENVOLVIMENTO TECNOLÓGICO S.A.	31,79	31,79	31,79	31,79	31,79	31,79	0	0	0	Serviços de engenharia.
TECSIS - TECNOLOGIA E SISTEMAS AVANÇADOS S.A.	25,25	25,25	25,25	31,05	31,05	31,05	0	0	0	Fornecedora para o setor de energia elétrica.
TEIKON TECNOLOGIA INDUSTRIAL S.A.	32,99	32,99		0	0		80,66	80,66		Fabricação de componentes eletrônicos.
TELE NORTE LESTE PART. S.A.	1,34			0,41			1,94			Telecomunicações
TELEFÔNICA BRASIL S.A.	0,09	0,13	0,13	0	0	0	0,13	0,19	0,19	Prestação de serviços públicos de telecomunicações.
TELEMAR NORTE LESTE S.A.	0,09			0			0,17			Telecomunicações
TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A.	13,08	13,07	13,07	13,05	13,05	13,05	92,86	100	100	Empresa de administração de participações no setor de telecomunicações.
TIM PARTICIPAÇÕES S.A.	0,15	0,24	0,24	0,15	0,24	0,24	0	0	0	Telecomunicações
TOPSPORTS VENTURES S.A.	14,19	14,13		0	0		100	100		Atividades de produção cinematográfica, de vídeos e de programas de televisão.

TOTVS S.A.	5,23	3,91	4,55	5,23	3,91	4,55	0	0	0	Prestação de serviços de consultoria, assessoria e desenvolvimento de sistemas informatizados (software), atividades de pesquisa e inovação tecnológica, prestação de serviços relacionados a gestão.
TPJ TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.			14,75			14,75			0	Participação em empresas de concessões de rodovias, geração de energia e logística.
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0	0	0	Geração e comercialização de energia elétrica.
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.		2,61	2,61		1,3	1,3		5,26	5,26	Empresa de administração de participações no setor de transmissão de energia elétrica.
TRANSNORDESTINA LOGÍSTICA S.A.	6,58	5,17	5,62	0,56	0,42	0,85	21,38	19,01	18,81	Transporte ferroviário de cargas.
TUPY S.A.	35,57	35,57	28,19	35,77	35,77	28,19	0	0	0	Produtos fundidos para a indústria automobilística / conexões em ferro fundido para aplicações em redes hidráulicas e de gás / granilhas e perfis.
USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	1,83			0			3,65			Venda de produtos siderúrgicos, como Chapas Grossas, Laminados a quente, a frio, placas, galvanizados, entre outros.
VALE S.A.	5,34	5,08	5,08	6,71	6,34	6,34	3,42	3,14	3,14	Extração mineral
VALE SOLUÇÕES EM ENERGIA S.A.	45,63	45,84	45,84	45,63	45,84	45,84	0	0	0	Pesquisa e desenvolvimento experimental em ciências físicas e naturais.
VALEPAR S.A.	9,63	9,81	9,83	11,51	11,51	11,51	3,74	0	3,24	Holding de instituição não financeira.
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	0,46			0,46			0			Comércio e importação em geral, notadamente de calçados e roupas.
VIGOR ALIMENTOS S.A.		31,41	31,41		31,41	31,41		0	0	Empresa de administração de participações no setor de produção e comércio de laticínios e derivados de óleo.

Elaboração própria.

B) Tabela 2 - Características das participações da BNDESPAR (2011-2013)

COMPANHIA	Segmento (2014)	Debêntures	Outros (BNDES)	Acordo de acionistas	Período do investimento inicial	Data de abertura	Gestão interna (ACE/AMC)	Controle ³⁹³	Desinvestida	Posição proposta para BNDESPAR
AES ELPA S.A.	Tradicional			Acordo com a controladora concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; e <i>tag along</i> (80% - legal). Tem vigência até 2033, enquanto durarem as concessões da companhia ou enquanto a BNDESPAR tiver 25% das ações com direito a voto da controladora. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .		14/10/12	AMC	Privado estrangeiro	não	Influência significativa
AESTIETÉ S.A.	Tradicional			Acordo com a controladora concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; e <i>tag along</i> (80% - legal). Tem vigência até 2033, enquanto durarem as concessões da companhia ou enquanto a BNDESPAR tiver 25% das ações com direito a voto da controladora. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .		14/07/99	AMC	Privado estrangeiro	não	Influência significativa
AES URUGUAIANA EMPREENDIMENTOS S.A.	Fechada						AMC	Privado estrangeiro	não	Influência significativa
ALFATEST IND. E COM. DE PROD. ELETRÔNICOS S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2013.				ACE		sim	Influência significativa

³⁹³ Com inspiração em Cuervo-Cazurra (2006) e Lazzarini (2011), classificou-se em controle estatal aquele exercido, através de participações diretas ou indiretas, por ente público, independentemente de ser formalmente a controlada sociedade de economia mista ou empresa pública; em controle privado familiar aquele exercido em última instância por famílias, indivíduos ou grupos de famílias e de indivíduos; em controle estrangeiro o detido por dono final que esteja sediado no exterior; e em controle privado amplo o exercido em conjunto por diferentes atores públicos ou privados, nacionais ou estrangeiros.

ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	NM	Debêntures subscritas em controlada em 1997 (R\$ 100 mil). Debêntures subscritas em função de direito de preferência em 2009.	16 operações de financiamento pela área de infraestrutura e 4 operações pelo Finame entre 2006 e 2010 para controladas.	Concedia à BNDESPAR indicação de membros ao conselho de administração; direito de preferência, obrigação de lock up e tag along especial. Tinha vigência até 22 de outubro de 2015 ou enquanto as ações vinculadas representassem 5% do capital votante e acabou invalidado pela incorporação da companhia pela Rumo Logística. Adotava cláusulas gerais stakeholder-orientad. No âmbito da Rumo Logística, permanece o direito da BNDESPAR de indicar 1 membro ao conselho de administração e o direito de tag along especial, além da prerrogativa de eleger um membro do comitê de assessoramento do conselho de administração.	2006	02/07/98	AMC	Privado amplo	não	Controle compartilhado
ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	BM		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2004 e 2010 e 2 operações pela Área de Insunhos Básicos em 2012.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto, indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> , <i>put option</i> , fundo de resgate e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. Há obrigação de a companhia aderir ao BM. Tem vigência até que a companhia realize oferta pública inicial. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-orientad</i> .	2010	02/07/13	ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
ALUPAR INVESTIMENTOS S.A.	N2		Operação de financiamento indireto para controlada em 2006 (aprox. R\$ 20 milhões).	não	2013	18/06/08	AMC	Privado familiar	não	Passiva
AMATA S.A.	Fechada		Operação de financiamento pela Área de Insunhos Básicos em 2010.				ACE		não	Influência significativa
AMERICEL S.A.	Tradicional			não		26/03/1997 a 04/09/2012 (Tradicional)	AMC	Privado estrangeiro	sim	Influência significativa
AUTEL S.A. TELECOMUNICAÇÕES	Fechada					cancelado em 07/08/2007 (Tradicional)	ACE	Privado familiar	não	Influência significativa

BANCO BRADESCO S.A.	N1		3 operações de financiamento entre 2003 e 2004 pela Área de Agropecuária e de Inclusão Social.	não		20/07/77	AMC	Privado familiar	sim	Passiva		
BANCO DO BRASIL S.A.	NM		5 operações de renegociação de dívida com a Área de Agropecuária e de Inclusão Social e 1 abertura de linha de crédito em 2012 pela Área de Infraestrutura Social.	não	1998	20/07/77	AMC	Público	sim	Controle compartilhado		
BANCO DO NORDESTE DO BRASIL S.A.	Tradicional		2 financiamentos não reembolsáveis pela Área Industrial em 2009 e 2012.	não		20/07/77	AMC	Público	não	Controle compartilhado		
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	N2		2 operações de financiamento em 2003 e 2004 pela Área de Agropecuária e Inclusão Social.	não		02/03/07	AMC	Privado estrangeiro		Passiva		
BCPAR S/A	Fechada						AMC	Privado familiar	não	Influência significativa		
BEMATECH S.A.	NM	Debêntures convertíveis em ações subscritas em 1996.	4 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2005 e 2010.	Concedia à BNDESPAR, mediante fundo de investimento, prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração; tag along (100%), período de <i>lock up</i> para todas as partes e <i>put option</i> ; havia obrigação de listagem no NM para a companhia. Tinha vigor por 20 anos ou enquanto o FIEE Brasil 21 detivesse 0,5% das ações do capital social. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .			1996	17/04/07	AMC	Não identificável	parcialmente	Passiva
BIO FILL PRODUTOS BIOTECNOLÓGICOS S.A.	Fechada						ACE		não	Influência significativa		

BIOMM S.A.	BM		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2009 e 2013.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal, de administração e de observador aos comitês consultivos; <i>tag along</i> (100%), <i>put option</i> e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores; há para a companhia obrigação de não se tornar fechada nem adentrar a segmento de listagem inferior ao BM. Tem vigência por 20 anos, até a conclusão do empreendimento vinculado ou enquanto a BNDESPAR detiver 2,5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	1987	19/08/02	ACE	Privado familiar	parcialmente	Influência significativa
BM&F BOVESPA S.A.	NM			não		11/08/08	AMC	Não identificável	sim	Passiva
BOMBRIL S/A	Tradicional			não		26/09/84	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	NM			não	2012	04/01/06	AMC	Não identificável	não	Passiva
BRASIL TELECOM S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2009.	Acordo com controladores concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração; e <i>tag along</i> (80% - legal). O acordo se dá entre a BNDESPAR e vários outros investidores institucionais que integram o quadro de acionistas relevantes (fundos de pensão brasileiros e investidores estrangeiros) e tem vigência até 2048 ou enquanto as concessões de que a companhia é titular existirem. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	19/08/98 a 30/09/09 (Tradicional)		AMC	Privado amplo	sim	Influência significativa
BRADESPAR S.A.	N1		1 operação de financiamento para projeto de saneamento no Rio de Janeiro em 2008.	não		07/08/00	AMC	Privado familiar	sim	Passiva
BRASKEM S.A.	N1	Subscrição de debêntures em 2006.	23 operações de financiamento pela Área de Insusos Básicos e 7 operações de financiamento pela Área de Transformação/Química entre 2002 e 2014.	Concede à BNDESPAR prerrogativa de veto para a modificação dos direitos das ações dos minoritários; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%), <i>put option</i> e <i>stand still</i> . Tem vigência enquanto a BNDESPAR for detentora de 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	1979	18/12/78	AMC	Privado familiar	parcialmente	Influência significativa

BRASPEROLA IND. E COMÉRCIO S/A (massa falida)	Fechada					cancelado em 07/08/07 (Tradicional)	AMC	Privado familiar	parcialmente	Influência significativa
BRF S.A.	NM		4 operações de financiamento entre 2009 e 2012 pela Área Industrial.	não	2009	24/06/97	AMC	Não identificável	parcialmente	Passiva
BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S/A	Fechada		3 operações de financiamento entre 2007 e 2012 pela Área Industrial.				ACE		não	Influência significativa
CARBOMIL S.A. - MINERAÇÃO E INDÚSTRIA	Categoria B					27/07/93	AMC	Não identificável	não	Influência significativa
CASA ANGLO BRASILEIRA S/A	Fechada					cancelado em 09/08/05 (Tradicional)	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa
CCR S.A.	NM		Aquisição de debêntures simples, não conversíveis e com garantia flutuante no âmbito da Área de Infraestrutura em 2009.	não		19/12/00	AMC	Privado amplo	sim	Passiva
CCX CARVÃO DA COLOMBIA S.A.	NM			não	2012	19/07/06	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa
CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. - ELETRORRÁS	N1		1 operação de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2011; participação societária também do BNDES (6,86%).	não		28/01/71	AMC	Público	parcialmente	Controle compartilhado
CESP COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	N1		2 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2002 e 2003.	não	2006	27/09/71	AMC	Público	sim	Passiva
CI&T SOFTWARE S/A	Fechada		6 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2002 e 2012.		2005		ACE		não	Influência significativa
CIA. BRAS. DE PART. AGRINDUSTRIAL	Fechada						AMC		não	Influência significativa

CIA. BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	NI		4 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2003 e 2010.	não		04/04/95	AMC	Privado estrangeiro	sim	Passiva
CIA. DE ABAST. D'AGUA E SANEAMENTO DO ESTADO-AL	Fechada						AMC	Público	não	Influência significativa
CIA. DE TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	Tradicional			Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%) e <i>put option</i> . O acordo de acionistas entre a BNDESPAR e os controladores foi firmado em 1999 e tinha prazo de vigência de 7 anos. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .		11/02/71	AMC	Privado familiar	parcialmente	Influência significativa
CIA. DE TRÂNSITO E TRANSPORTE URBANO DO RECIFE - CITU	Fechada						AMC	Público	não	Influência significativa
CIA. DE TRANSPORTES COLETIVOS DO RIO DE JANEIRO - CTC	Fechada						AMC	Público	não	Influência significativa
CIA. DO METROPOLITANO DE SÃO PAULO	Fechada					25/06/09	AMC	Público	não	Influência significativa
CIELO S.A.	NM			não			AMC	Privado amplo	sim	Passiva
CIPHER S.A.	Fechada		2 operações de financiamento entre 2010 e 2011 pela Área Industrial.				ACE		não	Influência significativa
CLAMPER INDÚSTRIA E COMERCIO S/A	Fechada		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2008 e 2010.				ACE		não	Influência significativa
CLARO S.A.	Fechada						AMC	Privado estrangeiro	sim	Influência significativa
COMPANHIA BRASILEIANA DE ENERGIA	Tradicional			Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal. <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> e direito de preferência. Tem vigência até 2033, enquanto as concessões das controladas durarem ou enquanto a BNDESPAR tiver 25% das ações com direito a voto. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2003	29/06/01	AMC	Privado estrangeiro	não	Influência significativa

COMPANHIA DE AGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL	BM			Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto e possibilidade de aprovação unilateral de algumas matérias; indicação de membros ao conselho de administração, fiscal e de observador ao comitê ambiental, <i>tag along</i> (100%); <i>put option</i> e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. Há obrigação de aderir ao BM. O acordo tem prazo de vigência de 20 anos, até que ocorra um IPO qualificado ou quando a BNDESPAR passar a deter menos que 5% das ações com direito a voto. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2012	13/05/13	ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS - AMBEV	Fechada		2 operações de financiamento pela Área Industrial, em 2005 e 2012. Subscrição de debêntures simples em 2006.	não		17/12/98 a 12/12/13 (Tradicional)	AMC	Privado estrangeiro	sim	Passiva
COMPANHIA DE ELETRICIDADE DO ACRE	Fechada						AMC	Público	não	Influência significativa
COMPANHIA DE RECUPERAÇÃO SECUNDÁRIA (cancelado - 28/06/2012)	Fechada			Concedia prerrogativas de veto para todos os controladores, mediante deliberação por unanimidade; indicação de membro ao conselho de administração, e direito de preferência. O acordo de acionistas entre a BNDESPAR e os demais controladores, firmado em 2001, perdeu a vigência quando a Petrobrás adquiriu a totalidade das ações da companhia, em 2011. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2001	07/02/02 a 28/06/12 (Tradicional)	AMC	Público	sim	Controle compartilhado
COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS - COPASA	NM		4 operações de financiamento pela Área de Inclusão Social entre 2008 e 2010.	não		17/09/03	AMC	Público	não	Passiva
COMPANHIA DISTRIBUIDORA DE GÁS DO RIO DE JANEIRO - CEG	Tradicional		6 operações de financiamento pela Área de Insumos Básicos entre 2002 e 2007.	Concede à BNDESPAR possibilidade de indicação de membros ao conselho de administração e fiscal. <i>e tag along</i> (80% - legal), o acordo de acionistas é válido enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 10% do capital social votante. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2000	17/11/97	AMC	Privado estrangeiro	não	Influência significativa

COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	N1		2 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2003.	BNDSPAR é apenas interveniente anuente no acordo de acionistas entre AGC Energia S. A. e Cemig, pois pode converter debêntures permutáveis que detém na AGC por 39,12% das ações da Cemig. Se a BNDSPAR fizer a permuta, o acordo de acionistas perde a validade.		30/06/71	AMC	Público	parcialmente	Passiva
COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N1		6 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura para controlada entre 2009 e 2013.	Concede à BNDSPAR prerrogativas de veto, indicação de membros ao conselho de administração e fiscal, e <i>put option</i> . O acordo perderá a validade passados 20 anos ou se a BNDSPAR deixar de ser acionista. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	1998	04/04/94	AMC	Público	não	Controle compartilhado
COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL	Tradicional		6 operações de financiamento pela Área de Insunhos Básicos e 2 operações pela Área de Infraestrutura entre 2002 e 2009.	Acordo de acionistas firmado com o controlador permitia a indicação pela BNDSPAR de membro ao conselho de administração da CSN.	2005	26/02/43	AMC	Privado familiar	parcialmente	Passiva
COMTEX INDÚSTRIA E COMÉRCIO, IMP. E EXP. S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2008.				ACE		sim	Influência significativa
CONTRAFO INDÚSTRIA DE TRANSFORMADORES ELÉTRICOS S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2008.	Concedia à BNDSPAR prerrogativas de veto, indicação de membros ao conselho de administração, <i>tag along</i> (100%), direito de preferência e obrigação de <i>stand still</i> aos controladores, todos estes direitos compartilhados com fundos de pensão de funcionários públicos. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> . A BNDSPAR diluiu sua participação na Contax através de leilão de ações em 18/11/2010 e venda de participação à Portugal Telecom em 25/01/2011.			ACE		parcialmente	Influência significativa
CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.	N2		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2007 e 2012 para controlada.		2008	29/10/01	AMC	Privado amplo	sim	Passiva
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	NM		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2003.	não	2012	26/10/05	AMC	Privado familiar	não	Passiva

CPFL ENERGIA S.A.	NM		12 operações de financiamento a controladas pela Área de Infraestrutura e 1 operação de financiamento para controlada na Área Industrial entre 2002 e 2011.	não	2003	18/05/00	AMC	Privado amplo	parcialmente	Passiva
CRP CADERI CAPITAL DE RISCO S.A.	Fechada						ACE			Influência significativa
CTEEP - CIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	N1		3 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura entre 2007 e 2013.	não		14/07/99	AMC	Público estrangeiro	sim	Passiva
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	NM			não		07/07/94	AMC	Privado familiar	não	Passiva
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	NM			não	2010	24/09/03	AMC	Privado familiar	não	Passiva
ELBRA S.A. - ELETRÔNICA BRASILEIRA	Fechada			Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; e <i>tag along</i> (100% -N2). O acordo tem vigência até 2033, enquanto as concessões das controladas durarem ou enquanto a BNDESPAR tiver 25% das ações com direito a voto da controladora. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .		cancelado em 18/03/08 (Tradicional)	AMC	Privado familiar		Influência significativa
ELETROPAULO METROPOLITANA ELÉTRICIDADE DE SÃO PAULO S.A	N2		2 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura entre 2002 e 2004.		1999	19/08/93	AMC	Privado estrangeiro	não	Influência significativa
EMBRAER S.A	NM		Várias operações de financiamento na linha BNDES-Exim pós-embarque entre 1998 e 2014.	<i>Golden share</i> da União.		23/05/06	AMC	Não identificável	não	Passiva
EMPRESA DE TRANSPORTE URBANO DO ESTADO DE GOIÁS S/A	Fechada						AMC	Público	não	Influência significativa
ENB - EXTRATOS NATURAIS DO BRASIL IND. E COMÉRCIO S.A.	Fechada						AMC		não	Influência significativa

ENERGISA S.A.	Tradicional		20 operações de financiamento para controladas pela Área de Infraestrutura entre 2002 e 2013.	não		20/12/95	AMC	Privado familiar	não	Passiva
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	NM			não	2013	30/03/06	AMC	Privado amplo	não	Passiva
ERB - ENERGIAS RENOVÁVEIS DO BRASIL S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2006.		2013		AMC		não	Influência significativa
ESTRUTURADORA BRASILEIRA DE PROJETOS S.A.	Fechada				2008		AEP		não	Influência significativa
ETH BIOENERGIA S.A. (ODEBRECHT AGROINDUSTRIAL S.A.)	Fechada		2 operações de financiamento pela Área Industrial em 2010.		2010		ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
FIBRIA CELULOSE S.A.	NM		21 operações de financiamento pela Área de Insumos Básicos e 1 operação de financiamento pela Área de Meio Ambiente entre 2005 e 2014.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; e exige período de <i>lock up</i> para ambas as partes a partir da assinatura do acordo de 2009, que antecedia a adesão ao NM. Perde a validade passados 5 anos da sua assinatura. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	1975	02/06/86	AMC	Privado amplo	não	Controle compartilhado
GAFISA S.A.	NM			não		21/02/97	AMC	Não identificável	não	Passiva
GENOA BIOTECNOLOGIA S.A.	Fechada		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2007 e 2009.				ACE		não	Influência significativa
GERDAU S.A.	N1		2 operações de financiamento pela Área de Insumos Básicos, em 2011 e 2013.	não	2008	03/09/80	AMC	Privado familiar	não	Passiva
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	N2			não	2012	09/06/04	AMC	Privado familiar	não	Passiva
GRANBIO INVESTIMENTO S/A	Fechada				2013		ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
GRANO ALIMENTOS S/A	Fechada		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2006.				ACE		parcialmente	Influência significativa

GRAUINA AEROSPACE S.A.	Fechada		2 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2008 e 2009.				ACE		não	Influência significativa
GRUPO A EDUCAÇÃO S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2012.				ACE		não	Influência significativa
HIGH BRIDGE SOLUTIONS INDÚSTRIA ELETRÔNICA S.A.	Fechada			2009			ACE		não	Influência significativa
HOSPITAL FÊMINA S.A.	Fechada						AMC		sim	Influência significativa
		Subscrição privada de debêntures com bônus de subscrição em 2010, cuja escritura de emissão exige a manutenção de limites de endividamento similares aos garantidos pelas prerrogativas de veto de acordos de acionistas, exige <i>stand still</i> para controladores, traz cláusulas <i>shareholder-oriented</i> ; exige a manutenção da companhia no NM; e garante o direito de ajuste do preço de subscrição em caso de uso do bônus. A escritura faz remissão expressa às Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES.								
HYPERMARCAS S.A.	NM		2 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2007 e 2011.	não	2010	16/04/08	AMC	Privado familiar	sim	Influência significativa
IBEMA COMPANHIA BRASILEIRA DE PAPEL	Fechada						ACE		não	Influência significativa
INDEPENDÊNCIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Fechada				2010		AMC		não	Influência significativa
INDÚSTRIA DE ALIMENTOS NILZA S/A	Fechada						ACE		não	Influência significativa
INDÚSTRIAS KOMI S.A.	NM		5 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2003 e 2013.	não	2007	19/04/38	AMC	Privado familiar	sim	Passiva

INEPAR ENERGIA S.A.	Fechada	Subscrição de debêntures convertíveis em ações em 1998.		Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; obrigação de <i>stand still</i> para controladores; direito de preferência para todos; <i>tag along</i> (100%) e put option. O acordo tinha validade enquanto a BNDESPAR detivesse ao menos 5% do capital social volante. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	1998	17/12/97 a 21/11/11 (Tradicional)	AMC	Privado familiar	sim	Influência significativa
INEPAR S.A. - INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES	N1			Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%) e direito de preferência. O acordo de acionistas entre a BNDESPAR e os controladores, firmado em 2000, vigorava enquanto a subsidiária detivesse ao menos 5% do capital social e foi rescindido pelas partes em 2010. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2000	22/01/80	AMC	Privado familiar	parcialmente	Passiva
IOCHPE - MAXION S.A.	NM	Participação conjunta com o Fundo de Participação Social (FPS).		A BNDESPAR já foi parte em diferentes acordos de acionistas da companhia, que lhe asseguravam a eleição de membros no conselho de administração no último momento, mas também direito de preferência e <i>tag along</i> (100%) quando da contratação inicial, em 2001, tendo o acordo de acionistas chegado ao seu prazo final de vigência em 26/10/2013, após o ingresso da companhia no NM. Os acordos adotavam cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> . O formulário de referência da companhia aloca a BNDESPAR como uma das acionistas que exerce seus direitos de voto e poder de indicar membros aos órgãos de administração como parte do grupo controlador.	2001	17/07/84	AMC	Privado amplo	parcialmente	Controle compartilhado
ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.	N1			não		30/12/02	AMC	Privado familiar	sim	Passiva
ITAÚSA - INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.	N1			não		20/07/77	AMC	Privado familiar	sim	Passiva
JBS S.A.	NM		6 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2005 e 2010.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração, assim como direito de requerer a criação de comitês consultivos, com indicação de membros a estes, e <i>tag along</i> (100% - NM). Tem prazo de vigência por 5 anos, automaticamente renovado caso a BNDESPAR ainda	2007	27/03/07	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa

				detenha 15% do capital social votante decorrido esse prazo. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .							
KLABIN S.A.	N1		20 operações de financiamento pela Área de Insumos Básicos entre 2002 e 2014.	não		06/08/97	AMC	Privado familiar	parcialmente	Influência significativa	
LBR - LÁCTEOS BRASIL S/A	Fechada				2008		ACE	Privado familiar	não	Influência significativa	
LIFEMED INDL DE EQUIP E ART MEDICOS E HOSPITALARES S.A.	Fechada		2 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2010 e 2011.		2006		ACE	Privado familiar	não	Influência significativa	
LIGHT S.A.	NM	Subscrição particular de debêntures conversíveis em ações em 2005.	Várias operações de financiamento para controladas pela Área de Infraestrutura entre 2002 e 2014.	não	2006	12/12/05	AMC	Privado amplo	parcialmente	Influência significativa	
LINUX S.A.	NM		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2008 e 2012.	A BNDESPAR pode pedir a instalação do conselho fiscal da companhia enquanto for acionista. Havia acordo de acionistas com mais poderes para a subsidiária antes da abertura de capital e oferta secundária (prospectos).		06/02/13	ACE-AMC	Privado familiar	parcialmente	Influência significativa	
LOJAS AMERICANAS S.A.	Tradicional		6 operações de financiamento entre 2002 e 2014 pela Área Industrial, incluindo aquisição de debêntures quirografárias em oferta pública.	não		20/07/77	AMC	Privado familiar	sim	Passiva	
LOJAS ARAPUÃ S.A.	Tradicional			não		09/10/95	AMC	Privado familiar	não	Passiva	
LOJAS RENNER S.A.	NM			não		20/07/77	AMC	Não identificável	sim	Passiva	
LUPATECH S.A.	NM	Subscrição de debêntures conversíveis em ações em 2001 e em 2003.	5 operações de financiamento pelas Áreas Industrial e de Insumos Básicos entre 2005 e 2009, incluindo aquisição de debêntures simples em oferta pública.	não	2001	08/05/07	ACE	Não identificável	não	Influência significativa	

MADRF S/A - INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Fechada					19/03/2009 a 23/09/10 (Tradicional)	ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
MAGNESITA REFRATÁRIOS S.A.	NM	3 operações de financiamento pela Área de Insumos Básicos entre 2003 e 2009 e 1 operação de financiamento pelo BNDES-Exim pré- embarque em 2010.	não	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; obrigação de <i>stand still</i> para os controladores, direito de preferência para a Ibrasa e <i>tag along</i> (100%). O acordo permaneceria em vigor enquanto a Ibrasa detivesse ao menos 5% do capital social, sem restrição temporal. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder- oriented</i> . Há declaração de que o acordo teve sua vigência encerrada em 28/12/12.	1975	28/12/71	AMC	Privado amplo	não	Passiva
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	NI							Privado familiar	sim	Influência significativa
MARFRIG ALIMENTOS S.A.	NM	Subscrição de debêntures convertíveis em ações em 2010. A escritura de emissão de debêntures faz remissão expressa às Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES, exige da emissora obrigações financeiras similares às prerrogativas de veto observadas em acordos de acionistas e que a companhia permaneca listada no NM ou em segmento superior.	4 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2005 e 2010.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal e de administração e aos comitês consultivos; <i>tag along</i> (100%) obrigação de <i>stand still</i> para os controladores, assim como <i>call option</i> das ações e debêntures convertíveis e direito de preferência para 75% da participação. Tem vigência pelo prazo de 5 anos contados da conversão completa das debêntures ou enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2007	18/06/07	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa
METALFERIO SOLUTIONS S.A.	NM			não	2007	10/04/07	AMC	Não identificável	sim	Passiva
METALÚRGICA GERDAU S.A.	NI			não		17/05/68	AMC	Privado familiar	não	Passiva
METANOR S.A. METANOL DO NORDESTE	Tradicional			não		26/12/74	AMC	Privado amplo	não	Passiva
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	NM			não		10/11/98	AMC	Privado amplo	não	Passiva

MPX ENERGIA S.A. (ENEVA S.A.)	NM	Subscrição privada de debêntures convertíveis em ações em 2011. A escritura de emissão de debêntures faz remissão expressa às Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES, exige da emissora obrigações financeiras similares às que as prerrogativas de veto observadas em acordos de acionistas protegem e que a companhia permaneça listada no NM ou em segmento superior. Além disso, estabelece a manutenção de <i>covenants</i> de mercado específicos para que as debêntures possam ser liquidadas mediante a entrega de ações.		O acordo de acionistas firmado entre os controladores expressa ser possível a indicação de 1 membro ao conselho de administração pela BNDESPAR, por conta do seu percentual de participação.	2011	07/12/07	AMC	Privado amplo	não	Influência significativa
MIRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	NM			não		13/07/07	AMC	Privado familiar	não	Passiva
MWI - SISTEMAS DE COMUNICAÇÃO S.A.	Fechada						ACE		não	Influência significativa
NANOCORE BIOTECNOLOGIA	Fechada		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2007 e 2010.				ACE		não	Influência significativa
NATURA COSMÉTICOS S.A.	NM	Subscrição privada de debêntures convertíveis em ações em 2001.	9 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2005 e 2013, incluindo aquisição de debêntures simples em oferta pública em 2010.	não	2004	21/05/04	AMC	Privado familiar	sim	Passiva
NESBER S.A.	Fechada						AMC		não	Influência significativa
NETUNO ALIMENTOS S.A.	Fechada		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2006 e 2007.		2006		AMC		não	Influência significativa
NORTEC QUÍMICA S.A.	BM		5 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2006 e 2007.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto, indicação de membros ao conselho fiscal e de administração. <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> e <i>put option</i> . Há obrigação de adentrar ao BM. Tem prazo de vigência por 15 anos ou enquanto a BNDESPAR deriver pelo menos 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .		23/11/12	ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
NUTRIPLANT INDÚSTRIA E	BM			não	2008	11/02/08	ACE	Privado familiar	parcialmente	Passiva

COMÉRCIO S.A.									
OCEANA OFFSHORE S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área de Insumos Básicos em 2012.		2013		ACE	não	Influência significativa
ODEBRECHT TRANSPORT S.A.	Fechada				2013		AMC	Privado familiar não	Influência significativa
OGX PETROLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A. (ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL)	NM			não		19/07/06	AMC	Privado familiar não	Passiva
OI S.A.	N1		Acordo com controladores concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração, e <i>tag along</i> (80% - N1). O acordo se dá entre a BNDESPAR e vários outros investidores institucionais que integram o quadro de acionistas relevantes (fundos de pensão brasileiros e investidores estrangeiros) e tem vigência até 2048 ou enquanto as concessões de que a companhia é titular existirem. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .		2012	27/03/80	AMC	Privado amplo não	Influência significativa
OPENCOMMERCE S.A.	Fechada						ACE	não	Influência significativa
OURO FINO PARTICIPAÇÕES E EMPREENDIMENTOS S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2007.				ACE	não	Influência significativa
PADTEC S.A.	Fechada		2 operações de financiamento pela Área Industrial em 2010 e 2012.		2013		ACE	não	Influência significativa
PARANAPANEMA S.A.	NM		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2012.	Houve acordo para reestruturação de dívida em 2006, do qual eram partes a BNDESPAR, os controladores - fundos de pensão brasileiros - e outros credores, pelo qual prerrogativas de veto eram estruturadas para os credores subscritores de novas ações e o ingresso da companhia ao menos no N1 era exigido (prospecto).	2007	20/07/97	AMC	Não identificável sim	Influência significativa
PDG REALITY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES	NM		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2009.	não		23/01/07	AMC	Não identificável parcialmente	Passiva

PETRÓLEO BRASILEIRO S/A PETROBRAS	Tradicional		11 operações de financiamento pela Área de Insumos Básicos entre 2009 e 2014.	não		20/07/77	AMC	Público	não	Controle compartilhado
POLY EASY DO BRASIL INDUSTRIA E COMERCIO S/A	Fechada						ACE		não	Influência significativa
PRATICA PARTICIPAÇÕES S.A.	Fechada						ACE		não	Influência significativa
PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S.A.	Fechada				2008		ACE		não	Influência significativa
QUALITY SOFTWARE S.A.	BM		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2013.	Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> , <i>put option</i> , fundo de resgate e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. Há obrigação de aderir ao BM. O acordo será válido enquanto a BNDESPAR manter participação de pelo menos 0,5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2008	03/12/13	ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
RECEPTA BIOFARMA S.A.	Fechada			Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%); <i>put option</i> e obrigação de <i>stand still</i> para os controladores. O acordo é válido enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2012		ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
REDE ENERGIA S.A. - em recuperação judicial	Tradicional	Houve subscrição de debêntures convertíveis em ações em data não especificada.	2 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2002.		1999	16/10/69	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa
REDECARD S.A.	Fechada			não		11/07/07 a 18/10/08 (NM)	AMC	Privado familiar	sim	Influência significativa
REIVAX S/A AUTOMAÇÃO E CONTROLE	Fechada				2008		ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
RELASTOMER TECNOLOGIA E PART. S.A.	Fechada						ACE			Influência significativa

RENOVA ENERGIA S.A.	N2			Concede à BNDESPAR indicação de membro ao conselho de administração e <i>tag along</i> (100%). O acordo de acionistas tem vigor por 15 anos, enquanto a BNDESPAR deiver ao menos 5% do capital social ou até que a liquidez das Units tenha atingido volume médio diário de 10 milhões de reais. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .	2012	20/08/08	AMC	Privado amplo	não	Influência significativa
ROOSTER S.A. - INDÚSTRIA E EQUIPAMENTOS	Fechada						ACE		não	Influência significativa
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	NM			não		01/07/97	AMC	Privado familiar	parcialmente	Passiva
S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO CHAPECÓ	Tradicional			não		30/11/79	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa
SAM INDÚSTRIAS S.A.	Tradicional			não		18/08/86	AMC	Privado familiar	não	Passiva
SÃO MARTINHO S.A.	NM		4 operações de financiamento pela Área Industrial e 1 operação de financiamento pela Área de Infraestrutura entre 2003 e 2013.	não	2007	07/02/07	AMC	Privado familiar	sim	Passiva
SEGUROADORA BRASILEIRA DE CRÉDITO À EXPORTAÇÃO	Fechada				1997		AMC	Privado estrangeiro	não	Influência significativa
SENIOR SOLUTION S/A	BM		6 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2002 e 2012.	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação membro ao conselho de administração; <i>tag along</i> (100%) e <i>drag along</i> , o que também se aplicava a fundo de investimento que era acionista da empresa, cabendo <i>put option</i> e fundo de resgate exclusivamente à BNDESPAR. As famílias controladoras e o fundo de investimento tinham direito de preferência. Havia obrigação de aderir ao NM, o que acabou ocorrendo no BM. O acordo de acionistas deixou de vigor em decorrência da realização de oferta pública secundária de ações que ocasionou dispersão acionária. Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2005	26/04/12	ACE	Não identificável	parcialmente	Influência significativa
SETAL TELECOM S.A.	Fechada						AMC		não	Influência significativa

SIX SEMICONDUCTORES S.A.	Fechada				2012		ACE	Privado estrangeiro	não	Influência significativa
SOUZA CRUZ S.A.	Tradicional				2012	18/09/69	AMC	Privado estrangeiro	não	Passiva
SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S/A	NM			não	2007	25/07/07	AMC	Privado familiar	Parcialmente	Passiva
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	N1	Subscrição de debêntures conversíveis em ações em 2001 e 2006.	17 operações de financiamento pela Área de Insunhos Básicos entre 2002 e 2013.	Primeiramente firmado em 2004, o acordo de acionistas concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; <i>put option</i> ; <i>tag along</i> (100%), obrigação de <i>stand still</i> para os controladores e previa obrigação de adesão ao N1. Esse acordo tinha vigência enquanto a BNDESPAR detivesse ao menos 5% docs capital social. Em 2011, quando da subscrição de debêntures conversíveis, as partes firmaram um novo acordo, pelo qual a BNDESPAR obteve prerrogativas de veto e <i>tag along</i> (100%). Convertidas as ações, o acordo vale enquanto a BNDESPAR detiver ao menos 5% do capital social ou até que a companhia se liste no NM. Primeiramente, adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> , que passaram a ser <i>shareholder-oriented</i> na última versão do acordo.	2004	15/04/92	AMC	Privado familiar	Parcialmente, mas participação foi elevada pela conversão de debêntures posteriormente	Influência significativa
TAUM CHEMIE INDUSTRIA E COM. DE PRODUTOS QUÍMICOS S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área de Insunhos Básicos em 2008.				ACE		não	Influência significativa
TBM - TÊXTIL BEZERRA DE MENEZES S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área Industrial em 2002.				ACE	Privado familiar	não	Influência significativa
TECNOREID DESENVOLVIMENTO TECNOLÓGICO S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área de Insunhos Básicos em 2013.				AMC		não	Influência significativa
TECSIS - TECNOLOGIA E SISTEMAS AVANÇADOS S.A.	Fechada						AMC-ACE		não	Influência significativa
TEIKON TECNOLOGIA INDUSTRIAL S.A.	Fechada		2 operações de financiamento pela Área Industrial em 2008 e 2009.				ACE	Privado familiar	sim	Influência significativa

TELE NORTE LESTE PART. S.A.	Fechada			Concedia à BNDESPAR algumas prerrogativas de veto, direito de indicação de membros ao conselho de administração e <i>tag along</i> legal em conjunto com os fundos de pensão, que também investiram na companhia em decorrência do acordo de acionistas com a controladora. Tinha vigência até 2048 ou enquanto durassem as concessões da companhia. A BNDESPAR realizou desinvestimento, tendo se retirado do quadro societário. Adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .		19/08/98 a 27/02/12 (Tradicional)	AMC	Privado amplo	sim	Influência significativa
TELEFÔNICA BRASIL S.A.	Tradicional		2 operações de financiamento pela Área Industrial em 2004 e 2007.	não		19/08/98	AMC	Privado estrangeiro	não	Passiva
TELEMAR NORTE LESTE S.A.	Fechada		4 operações de financiamento pela Área Industrial e 2 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura entre 2003 e 2012, sendo uma delas estruturada pela emissão de debêntures não conversíveis. A escritura não faz menção expressa às regras do BNDES, mas o prospecto esclarece os limites de endividamento exigidos, que coincidem com os normalmente exigidos nas por meio das prerrogativas de veto de acordos de acionistas.	Concedia à BNDESPAR algumas prerrogativas de veto, direito de indicação de membros ao conselho de administração e <i>tag along</i> legal em conjunto com os fundos de pensão, que também investiram na companhia em decorrência do acordo de acionistas com a controladora. Tinha vigência até 2048 ou enquanto durassem as concessões da companhia. A BNDESPAR realizou desinvestimento, tendo se retirado do quadro societário. Pelo estatuto social, as ações preferenciais da BNDESPAR na companhia eram resgatáveis. Adotava cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .	2008	12/12/79 a 11/05/12 (Tradicional)	AMC	Privado amplo	sim	Influência significativa

TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A.	Categoria B			Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho fiscal, de administração e diretoria; <i>tag along</i> (100%); fundo de resgate para as ações preferenciais, obrigação de <i>stand still</i> para controladores e direito de preferência recíproco com os fundos de pensão, também investidores. O acordo tem vigência até 2048 ou enquanto durarem as concessões das companhias controladas. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> .	1999	11/07/00	AMC	Privado amplo	não	Influência significativa
TIM PARTICIPAÇÕES S.A.	NM		5 operações de financiamento pela Área Industrial e 2 pela Área de Infraestrutura entre 2005 e 2013 para controlada.	não		19/08/98	AMC	Privado estrangeiro	não	Passiva
TOPSPORTS VENTURES S.A.	Fechada				2009		ACE		sim	Influência significativa
TOTVS S.A.	NM	Subscrição de debêntures conversíveis em ações em 2008.	2 operações de financiamento pela Área Industrial em 2008 e 2013.	não	2008	07/03/06	AMC	Não identificável	parcialmente	Passiva
TPI TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.	NM			Concede à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração; exigência de contratação de seguro de gestão; livre circulação das ações, a não ser pelo <i>tag along</i> (100%) do NM e pela condição de que eventual adquirente do controle acionário adira aos seus termos. O acordo tem prazo de vigência por 15 anos, enquanto a BNDESPAR detiver 5% do capital social ou até que as ações da companhia atinjam liquidez com volume médio diário de 10 milhões de reais. O acordo também exige o envio período de informações contábeis específicas. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2013	05/12/02	AMC	Privado familiar	não	Influência significativa
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	NM		2 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2002 e 2009, sendo a última mediante a subscrição de debêntures.	não		28/05/98	AMC	Privado estrangeiro	parcialmente	Passiva

TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	N2		Subscrição de debêntures simples, não convertíveis, em oferta pública, em 2010.	não	2012	06/09/06	AMC	Privado amplo	não	Passiva
TRANSNORDESTINA LOGÍSTICA S.A.	Categoria B		3 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura entre 2003 e 2009.	Os acionistas integrantes do bloco público (que inclui BNDES, BNDESPAR e FINAME) detêm direitos substantivos sobre certas decisões relevantes da empresa e podem interferir na condução normal dos negócios, atuando nas definições do orçamento, políticas internas, gastos de capital, endividamento, entre outros (prospecto).		11/01/07	AMC	Privado amplo (inclui BNDESPAR)	não	Influência significativa
TUPY S.A.	NM	Adiantamento de recursos em 2002 em relação a debêntures não convertíveis, com bônus de subscrição, o subscritas em 2004.	2 operações de financiamento pela Área Industrial em 2009 e 2012.	Trata-se de acordo de acionistas de compartilhamento de controle entre BNDESPAR e PREVI, que determina serem os votos oferecidos em assembleia uniformes entre as partes, podendo cada qual indicar membros de sua escolha ao conselho de administração e fiscal; ambos têm direito de venda conjunta, inclusive em oferta pública de ações, que deve ser realizada pelas partes para a dispersão do controle. Até então, ambos também possuem direito de preferência e obrigação de <i>stand still</i> em caso de não aderência da outra parte à iniciativa de dispersão ou alienação do controle. O acordo é válido até que a oferta pública ocorra ou por prazos prorrogáveis de 5 anos. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	1991	01/07/66	AMC	Privado amplo	parcialmente	Controle compartilhado
USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	N1		8 operações de financiamento pela Área de Insusos Básicos entre 2003 e 2011.	não	1991	11/04/94	AMC	Privado amplo	sim	Passiva
VALE S.A.	N1		8 operações de financiamento pela Área de Insusos Básicos e 9 operações de financiamento pela Área de Infraestrutura entre 2007 e 2014.	Acordo da controladora prevê para a BNDESPAR a indicação de membro ao conselho de administração; direito de preferência e obrigação de stand still para os controladores, tratando-se de acordo no qual todas as partes são consideradas controladoras. O acordo é válido por 20 anos, prorrogável por prazos de 10 anos conforme acordado entre as partes. Adota cláusulas gerais <i>stakeholder-oriented</i> . Existe <i>golden share</i> para a União Federal.	1997	02/01/70	AMC	Privado amplo (inclui BNDESPAR)	não	Controle compartilhado

VALE SOLUÇÕES EM ENERGIA S.A.	Fechada		2 operações de financiamento pela Área de Insunhos Básicos em 2010.		2007		AMC-ACE	Privado amplo	não	Controle compartilhado
VALEPAR S.A.	Fechada		1 operação de financiamento pela Área de Insunhos Básicos em 2008	Concede à BNDESPAR indicação de membro ao conselho de administração; direito de preferência e traz obrigação de <i>stand still</i> ; tratando-se de acordo no qual todas as partes são consideradas controladoras. O acordo é válido por 20 anos, prorrogável por prazos de 10 anos conforme acordado entre as partes. Adota cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> .	2003		AMC	Privado amplo	não	Controle compartilhado
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Tradicional			não		20/07/77	AMC	Privado familiar	sim	Passiva
VIGOR ALIMENTOS S.A.	NM		3 operações de financiamento pela Área Industrial entre 2003 e 2009.	Concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração e fiscal; e <i>tag along</i> (NM – 100%). Adotava cláusulas gerais <i>shareholder-oriented</i> . Firmado em 2012, o acordo vigeria enquanto a subsidiária devesse ao menos 10% do capital social e foi rescindido pelas partes em 2014.	2012	02/04/12	AMC	Privado familiar	sim	Influência significativa

Elaboração própria.

C) Tabela 3 – Relação de participações por cotas de fundos de investimento (31/09/2014)

Fundo	Quantidade de empresas investidas
CRP EMPREENDEDOR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	2
EMPREENDEDOR BRASIL FD MUTUO DE INV. EMP. EMERGENTES	2
FD CRP VI VENTURE	5
FD STRATUS GC III	5
FIPAC - FUNDO DE PARTICIPAÇÕES E CONSOLIDAÇÃO	3
FMIEE CRIATEC	30
FUNDO BURRILL BRASIL I FMIEE INOVADORAS	2
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES AEROESPACIAL	-
FUNDO CAPITAL TECH FIEE	6
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES INSEED FIMA	4
MERCATTO ALIMENTOS FMIEE	4
MVP TECH FUND FUNDO DE INV. EM EMP. EMERG. DE BASE TECN	5
RB NORDESTE II FMIEE	4
RIO BRAVO NORDESTE I - FMIEE	3
RSTEC FUNDO MÚTUO INV EMP EMERG DE BASE TECNOLÓGICA	2
SCTEC FUNDO MUTUO INV EMP EMERG. BASE TECNOLÓGICA DE SC	2
BRASIL AGRONEGÓCIO-FD. DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	3
BRASIL MEZANINO INFRA-ESTRUTURA - FIP	5
BRASIL ÓLEO E GÁS FIP	3
BR EDUCACIONAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	1
CAPITAL TECH II -FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES	-
CRP VII - FUNDO DE INVESTIMENTO E PARTICIPAÇÕES	5
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CRIATEC II	-
FD INFRA BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES	10
FIP BRASIL SUSTENTABILIDADE	3
FIP EMPRESAS SUSTENTÁVEIS NA AMAZÔNIA	1
FIP PERFORMA KEY DE INOVACAO EM MEIO AMBIENTE	1
FIP TERRA VIVA - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES	3
FUNDO AG ANGRA INFRA-ESTRUTURA FIP	4
FUNDO BRASCAN DE PETRÓLEO E GÁS - FUNDO DE INVETIMENTO	1
FUNDO DE INVEST EM PART BRASIL ENERGIA	7
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA AMBIENTAL	4
INVESTIDORES INSTITUCIONAIS - FUNDO DE INVEST. EM AÇÕES	1
INVESTIDORES INSTITUCIONAIS II - FUNDO INVEST. PARTIC.	1
LOGÍSTICA BRASIL	6
TOTAL	138

Fonte: BNDES.

D) Tabela 4 – Justificativas oficiais atribuídas para o financiamento das companhias da amostra

Através dos relatórios de operações diretas³⁹⁴, de notícias veiculadas no sítio eletrônico do BNDES³⁹⁵, das cláusulas preambulares dos próprios acordos de acionistas, de fatos relevantes, de prospectos de distribuição pública de papeis publicados no sítio eletrônico da CVM³⁹⁶ e de trabalhos científicos procurou-se a motivação oficial do financiamento das companhias da amostra.

Companhia	Justificativa	
AES Elpa S.A.	Acordo para amortizar dívida vencida da controladora (fatos relevantes)	Inclui expressamente participação.
AES Tietê S.A.	Acordo para amortizar dívida vencida da controladora (fatos relevantes)	Inclui expressamente participação.
Aes Uruguaiana Empreendimentos S.A.	Acordo para amortizar dívida vencida da controladora (fatos relevantes)	Inclui expressamente participação.
Alfatest Indústria e Comércio de Produtos Eletrônicos S.A.	Operação de financiamento para desenvolvimento de equipamento para diagnóstico automotivo.	
ALL – América Latina Logística S.A.	Investimento inicial para privatização da Malha Sul da RFFSA através de concessão; após, participação para reorganização societária com mudança de controle em 2006 (MARCHETTI; VILLAR, 2007); diversos financiamentos para investimento em projetos de infraestrutura por controladas de 2002 a 2014.	Inclui expressamente participação.

³⁹⁴ Como os relatórios de operações diretas começaram a ser divulgados apenas em 2002 pelo Sistema BNDES e muitas vezes não é nem mesmo possível compreender se o apoio financeiro a que se referem se deu por participação societária, pode ser que as justificativas neles encontradas digam respeito a outras ocasiões de financiamento das companhias em referência, as quais não correspondem ao aporte por aquisição acionária. De qualquer forma, as informações extraídas desses relatórios servem para elucidar que interesses estratégicos podem motivar o Sistema BNDES a financiar, por qualquer forma de apoio, as empresas específicas a que se referem. Os relatórios de operações diretas de 2002 a 2014 estão disponíveis em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Consulta_as_operacoes_do_BNDES/operacoes_diretas.html>. Acesso em: 11 janeiro 2015.

³⁹⁵ Procurou-se notícias oficiais sobre as motivações de financiamento através da aposição das principais partículas dos nomes empresariais das companhias da amostra na ferramenta de busca do sítio eletrônico do BNDES. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em: 11 janeiro 2015.

³⁹⁶ Obteve-se tais fatos relevantes seguindo o seguinte caminho no sítio eletrônico da CVM <www.cvm.gov.br>: Participantes do Mercado > Companhias Abertas > ITR, DFP, IAN, IPE e outras Informações > nome empresarial > Fato Relevante ou Prospectos.

Altus Sistema de Automação S.A.	O financiamento por participação se deu em 2010 para o investimento da companhia em infraestrutura, treinamento, pesquisa e desenvolvimento. Outros 5 financiamentos ocorreram entre 2002 e 2014 por dívida, sendo 2 deles para o fornecimento de sistemas de automação para construção civil e os demais para investimento em infraestrutura, treinamento, pesquisa e desenvolvimento.	Inclui expressamente participação.
Alupar Investimentos S.A.		
Amata S.A.	Financiamento pela área de insumos básicos em 2010 para plantio de espécies exóticas e nativas e implantação de projeto de manejo florestal sustentável, atrelado a <i>clusters</i> de processamento de madeira na região amazônica.	
Americel S.A.		
Autel S.A. Telecomunicações		
Banco Bradesco S.A.	Operações de financiamento pela Área de Agropecuária e Inclusão Social para incentivar a atividade de fumicultores de estados da região Sul do país.	
Banco do Brasil S.A.	Operações de renegociação de dívida com a Área de Agropecuária e de Inclusão Social para recuperação da competitividade da lavoura cacaueteira baiana e abertura de linha de crédito para instituições financeiras públicas para empréstimo a estados e distrito federal em 2012 pela Área de Infraestrutura Social.	
Banco do Nordeste do Brasil S.A.		
Banco Santander (Brasil) S.A.		
BCPar S.A.		
Bematech S.A.	Operações de financiamento pela Área Industrial entre 2005 e 2010 para a realização de investimentos voltados à modernização, capacitação de funcionários, pesquisa e desenvolvimento e internacionalização da companhia, sendo o último no âmbito do Prosoft-empresa.	
Bio Fill Produtos Biotecnológicos S.A.	Investimento por participação societária no final da década de 1990 para desenvolvimento de pesquisa e desenvolvimento de substituto para pele humana (CARMO, 1996)	Inclui expressamente participação.
Biommm S.A.	Antecessora apoiada desde 1987, com novos aportes em participação para novos projetos ao longo dos anos. O último projeto apoiado por participação foi a construção de unidade industrial para a produção de insulina (último acordo de acionistas). Outras operações de financiamento pela Área Industrial foram aprovadas para o mesmo projeto. Foi realizado aporte em 2009 sob a justificativa de apoio ao mercado de capitais (mercado primário).	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
BM&FBovespa		
Bombril S/A		
BR Malls Participações S.A.		
Bradespar S.A.		

Brasil Telecom S.A.	Operação de financiamento em 2009 para apoiar o plano trienal de investimento da empresa.	
Braskem S.A.	Várias concessões de financiamento e limites de crédito ao longo das últimas duas décadas para investimentos em modernização e produção. Participação no quadro societário de companhias do Polo Petroquímico de Camaçari que são antecessoras da Braskem (LIMA; JORGE NETO, 2002; BORGES, 2007)	Inclui expressamente participação.
Braspêrola Indústria e Comércio S/A		
BRF S.A.	Compra de ações em oferta primária para apoio ao mercado de capitais em 2009 e operações de financiamento entre 2009 e 2012 para aumento da capacidade de produção.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
BRQ Soluções em Informática S.A.	3 operações de financiamento entre 2007 e 2013 pela Área Industrial para modernização e aquisição de concorrentes, sendo a última no âmbito do BNDES-Prosft.	
Carbomil S.A. - Mineração e Indústria		
Casa Anglo Brasileira S/A		
CCR S.A.	Aquisição debêntures de emissão da Companhia de Concessões Rodoviárias S.A. em montante equivalente a até R\$ 75 milhões, no âmbito da oferta pública de debêntures da empresa, no valor total de R\$ 500 milhões, para a amortização da dívida decorrente de emissão anterior de debêntures e reforço do caixa caso reste saldo disponível.	Inclui expressamente apoio ao mercado de capitais.
CCX Carvão da Colômbia S.A.		
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás	Operação de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2011 para implantação da usina termonuclear Angra 3	
CESP Companhia Energética de São Paulo	A subscrição de ações ocorreu em oferta pública primária para reestruturação da dívida da companhia. Ocorreram operações de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2002 e 2003 no âmbito do programa emergencial e excepcional de apoio financeiro às concessionárias de serviços públicos de geração de energia elétrica e produtores independentes.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.

CI&T Software S/A	Operações de financiamento pela Área Industrial entre 2002 e 2012 para investimentos em infraestrutura, treinamento de funcionários, modernização, pesquisa e desenvolvimento. Subscrição de ações em 2005 para investimentos em infraestrutura, treinamento e qualidade, P&D, marketing e comercialização, além da abertura de nova fábrica de software no país e de um escritório nos Estados Unidos. O empreendimento permitirá o aumento das exportações brasileiras de serviços de tecnologia da informação.	Inclui expressamente participação.
Cia. Bras. Part. Agroindustrial		
Cia. Brasileira de Distribuição	Houveram 2 operações de financiamento para construção de novas lojas e ampliação e modernização de antigas e mais 1 para apoio ao plano de investimentos da empresa. Além disso, em 2010, houve subscrição de debêntures quirografárias em oferta pública.	
Cia. de Abast. D'água e Saneamento do Estado - AL		
Cia. de Tecidos Norte de Minas - Coteminas	Aquisição de debêntures conversíveis em ações na 1ª emissão de debêntures da companhia, conversíveis em ações preferenciais (acordo de acionistas).	Inclui expressamente participação.
Cia. de Trânsito e Transporte Urbano do Recife - CTTU		
Cia. de Transportes Coletivos do Rio de Janeiro - CTC		
Cia. do Metropolitano de São Paulo		
Cielo S.A.		
Cipher S.A.	Operações de financiamento pela Área Industrial entre 2010 e 2011 no âmbito do BNDES-Prosoft para modernização, investimento em pesquisa e desenvolvimento, treinamento de pessoal, capital de giro e internacionalização.	
Clamper Indústria e Comércio S.A.	Operações de financiamento pela Área Industrial entre 2008 e 2010 no âmbito da linha Inovação - Capital Inovador e Inovação - Produção para ampliar a capacidade de produção e comercialização.	
Claro S.A.		
Companhia Brasileira de Energia	Acordo para amortizar dívida vencida (fatos relevantes)	Inclui expressamente participação.
Companhia de Águas do Brasil – Cab Ambiental	Investimentos na otimização e ampliação dos serviços de abastecimento de água potável e esgotamento sanitário da companhia e das controladas e desenvolvimento de novas concessões de nos investimentos decorrentes; projetos e consultorias; adequação da estrutura de capital e aquisições (acordo de acionistas)	Inclui expressamente participação.

Companhia de Bebidas das Américas - Ambev	Operações de financiamento pela Área Industrial para ampliação da capacidade de produção e modernização e apoio do plano de investimentos de 2010 a 2013. Subscrição de debêntures simples em oferta pública.	Inclui expressamente apoio ao mercado de capitais.
Companhia de Eletricidade do Acre		
Companhia de Recuperação Secundária	Financiamento para locação de bens e prestação de serviços à Petrobrás (acordo de acionistas).	Inclui expressamente participação.
Companhia de Saneamento de Minas Gerais	Operações de financiamento pela Área de Inclusão Social entre 2008 e 2010 para modernização e ampliação dos serviços prestados.	
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	Operações de financiamento pela Área de Insumos Básicos para implantação e saturação da rede de distribuição de gás natural canalizado em municípios do Rio de Janeiro, Niterói, São Gonçalo e na Baixada Fluminense; de conversão de infra-estrutura de gás manufaturado para gás natural no Rio de Janeiro; e de substituição e renovação de rede e ramais em ferro fundido; e geração de empregos.	
Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	Operações de financiamento pela Área de Infraestrutura em 2003 no âmbito do programa emergencial e excepcional de apoio financeiro às concessionárias de serviços públicos de geração de energia elétrica e produtores independentes.	
Companhia Paranaense de Energia - Copel	Interesse em submeter a empresa a processo de privatização (acordo de acionistas), mas o Estado do Paraná jamais deixou o seu controle.	Inclui expressamente participação.
Companhia Siderúrgica Nacional	Permuta de debêntures permutáveis da Vicunha Siderurgia por ações da CSN (fato relevante).	Inclui expressamente participação.
Comtex Indústria e Comércio, Imp. e Exp. S.A.	Operação de financiamento pela Área Industrial para construção de um novo parque industrial e investimentos em pesquisa e desenvolvimento.	
Comtrafo Indústria de Transformadores Elétricos S.A.	Operação de financiamento pela Área Industrial para aumento da capacidade de produção, aprimoramento tecnológico, qualificação interna e investimentos em marketing e em internacionalização.	
Contax Participações S.A.		
Cosan S.A. Indústria e Comércio	Operação de financiamento em 2003 para expansão de unidade produtiva de açúcar. Aquisição de ações ocorreu em oferta pública no mercado de capitais (contato com a empresa).	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.

CPFL Energia S.A.	Aquisição de ações dos controladores em 2003 e em oferta primária em 2004 para incremento da dispersão da companhia no mercado de capitais (prospecto). Entre 2002 e 2011 diversas controladas receberam financiamentos do BNDES, incluindo os concedidos no âmbito do programa emergencial e excepcional de apoio financeiro às concessionárias de energia elétrica. Os demais financiamentos foram vinculados a projetos para ampliação da capacidade de geração e transmissão de energia elétrica.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
CRP - Caderi Capital de Risco S.A.	Constituída pela BNDESPAR no período anterior a 1996 para "atrair sócios privados regionais que, juntamente com o sócio estatal, capitalizassem as correspondentes companhias, que então aportariam recursos em empresas emergentes". Tinha como foco a região Sul do Brasil, conforme Schapiro (2010a, p. 231).	Inclui expressamente participação.
CTEEP - Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	Operações de financiamento entre 2007 e 2013 para financiamento dos planos de investimentos da companhia.	
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend. e Participações		
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.	Aquisição de ações em oferta pública primária e secundária de ações ordinárias para apoio do plano de crescimento da empresa em 2010	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Elebra S.A. - Eletrônica Brasileira		
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A	Operações de financiamento pela Área de Infraestrutura entre 2002 e 2004 no âmbito do programa emergencial e excepcional de apoio às concessionárias de energia elétrica.	
Embraer S.A	Várias operações de financiamento pós-embarque no âmbito da linha BNDES-Exim, para apoio à exportação dos produtos da empresa.	
Empresa de Transporte Urbano do Estado de Goiás		
ENB - Extratos Naturais do Brasil Ind. e Comércio S.A.		
Energisa S.A.	Para suas controladas, já foram alocadas várias concessões de financiamento entre 2002 e 2013 no âmbito do programa emergencial e excepcional de apoio financeiro às concessionárias de energia elétrica, para a construção de parques eólicos e de geração de energia em geral e para o apoio aos planos de investimentos dessas companhias controladas.	
Equatorial Energia S.A.	A participação na companhia decorre de compensação de crédito que a BNDESPAR detinha contra a Celpe, adquirida pela Equatorial em 2012. A Celpe se encontra em recuperação judicial (prospecto).	Inclui expressamente participação.

ERB - Energias Renováveis do Brasil S.A.	Operação de financiamento para a instalação de parque eólico no Rio Grande do Norte.	
Estruturadora Brasileira de Projetos S.A.	Apoiar e prestar cooperação técnica para a realização de projetos de infraestrutura no país.	Inclui expressamente participação.
ETH Bioenergia S.A. (Odebrecht Agroindustrial S.A.)	Aquisição de ações se deu para a constituição da companhia, que deverá ser uma das líderes em produção de etanol e cujo porte permitirá maior acesso aos mercados de capitais, relevantes ganhos de sinergia e melhor posicionamento perante movimentos estratégicos do setor. Operações de financiamento pela Área Industrial para implantação de novas unidades industriais em 2010.	Inclui expressamente participação.
Fibria Celulose S.A.	Resgatou a empresa na década de 1980, chegando a fazer parte do seu grupo controlador de então, tendo-a privatizado em 1989 (VELASCO JR., 2010). Recebeu reiterados financiamentos entre 2005 e 2014 para a implantação de diferentes projetos do seu setor de atuação, apoio aos seus planos de investimentos e modernização das suas instalações.	Inclui expressamente participação.
Gafisa S.A.	Modernização e atualização tecnológica das 12 usinas do grupo no país, condição fundamental para que a companhia mantenha a liderança no mercado de aços longos das Américas e a competitividade no mercado global - linha limite de crédito (Notícias BNDES).	
Genoa Biotecnologia S.A.	Desenvolvimento de processos moleculares para avaliação de características do rebanho, bem como de vacinas terapêuticas para o tratamento de tumores cancerígenos e HIV, usando dados de genômica; adequar a estrutura de capital da empresa para sua atividade e reforçar seu capital de giro.	Inclui expressamente participação.
Gerdau S.A.	Aquisição na oferta pública primária realizada em 2008.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Aquisição em oferta pública secundária de ações preferenciais da companhia, decorrente do encerramento do plano de recompra de ações de emissão da companhia.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.

Granbio Investimentos S.A.	Investimento por subscrição de ações para aceleração do plano de investimentos da empresa, direcionado para a produção de etanol de segunda geração e bioquímicos diversos a partir do desenvolvimento e aplicação de tecnologias de extração de açúcar de biomassa com competitividade de custo. O aporte de recursos será efetuado de maneira gradual, conforme a execução do plano de negócios, e em conjunto com o acionista controlador, a GranInvestimentos S.A.	Inclui expressamente participação.
Grano Alimentos S.A.	Operação de financiamento pela Área Industrial para apoiar investimentos visando alavancar o valor da marca, ampliar a oferta de produtos com redução de custos operacionais, aumentar seu mix de produtos e maximizar a cadeia de distribuição.	
Graúna Aerospace S.A.	2 operações de financiamento pela Área Industrial para modernização, expansão e desenvolvimento tecnológico de plantas industriais.	
Grupo A Educação S.A.	Operação de financiamento pela Área Industrial para ampliação do catálogo de títulos, em educação profissional no segmento de odontologia.	
High Bridge Solution Indústria Eletrônica S.A.	Implantação de unidade de manufatura e comercialização de módulos de memória para computadores.	
Hospital Fêmina S.A.		
Hypermarcas S.A.	Implantação da estratégia de crescimento, do plano de negócios e reforço da estrutura de capital do Grupo Hypermarcas e aquisição da Neoquímica, no âmbito da política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) para o Complexo Industrial da Saúde. Além disso, outras operações de financiamento ocorreram para apoiar a produção e comercialização de medicamentos inéditos no Brasil e modernizar e ampliar planta industrial da companhia.	
Ibema Companhia Brasileira de Papel		
Independência Participações S.A.	Apoio ao programa de crescimento das atividades da empresa através da subscrição privada de ações.	Inclui expressamente participação.
Indústria de Alimentos Nilza S/A	Investimento para aquisição de outras companhias do setor de laticínios.	Inclui expressamente participação.

Indústrias Romi S.A.	Aquisição de ações em oferta primária e secundária em 2007. Várias operações de financiamento pela Área Industrial entre 2002 e 2013 para desenvolvimento de produtos novos, implantação de unidades industriais e modernização de instalações.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Inepar Energia S.A.	Juntar recursos financeiros, tecnológicos, administrativos e demais recursos empresariais com o objetivo de desenvolver os negócios da companhia.	
Inepar S.A. – Indústria e Construções	Expansão da empresa, com impactos sociais e ambientais positivos e geração de emprego (Notícias BNDES)	
Iochpe - Maxion S.A.		
Itau Unibanco Holding S.A.		
Itaúsa - Investimentos Itaú S.A.		
JBS S.A.	Investimentos no âmbito da estratégia de internacionalização da empresa, mediante fusões e aquisições. Primeira subscrição de ações ocorreu em 2007, no montante de R\$ 1,1 bilhão. Os recursos foram utilizados na aquisição da americana Swift Foods, operação que transformou a JBS na maior companhia mundial de carne bovina.	Inclui expressamente participação.
Klabin S.A.	Vários financiamentos ao longo dos anos 2000 para ampliação da capacidade de produção, modernização e treinamento de pessoal, assim como aquisição de novas plantas.	
LBR-Lácteos Brasil S.A.	Investimento para adequação da estrutura de capital da companhia, otimização da utilização das plantas industriais atuais, investimentos fixos com foco na ampliação da linha de produtos refrigerados, investimento na ampliação da estrutura de ações comerciais e para o capital de giro necessário para suportar o crescimento esperado.	Inclui expressamente participação.
Lifemed Indl de Equip e Art Médicos e hospitalares	Investimentos para a expansão e aumento da capacidade produtiva da empresa no âmbito do BNDES-Profarma Produção.	
Light S.A.	O financiamento ocorreu primeiramente por subscrição de debêntures conversíveis em ações em 2005, as quais foram convertidas em 2006, fazendo com que a BNDESPAR passasse a deter 33,7% da companhia. A conversão ocorreu para redução do endividamento da companhia, visando adequação do capital de giro e geração de caixa. A partir de 2008, a participação começou a ser alienada em oferta secundária.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.

Linx S.A.	Vários financiamentos entre 2008 e 2012 com o objetivo de consolidar o segmento de software de gestão para varejo no Brasil. BNDES-Prosoft.	
Lojas Americanas S.A.	Várias operações de financiamento entre 2002 e 2014 para expansão e modernização da rede de lojas, em diversos estados, e melhoria dos sistemas de informação e controle.	
Lojas Arapuã S.A.		
Lojas Renner S.A.		
Lupatech S.A.	Operações de financiamento para aquisição de empresas e patentes, modernização e ampliação da capacidade produtiva e investimentos sociais e reforço de capital de giro, no âmbito do Programa de Fortalecimento da Capacidade de Geração de Emprego e Renda (Progeren). Houve subscrição de debêntures em oferta pública e a participação decorre de conversão de debêntures em 2003 e 2005. O relacionamento com a BNDESPAR teria se iniciado em 1987, conforme o formulário de referência, mas o presidente da companhia em 2008 afirmou que o relacionamento por renda variável se iniciou em 2001 (Schapiro, 2010a, p. 252).	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Madef S/A - Indústria e Comércio		
Magnesita Refratários S.A.	Apoiar estratégia de internacionalização da empresa por meio da aquisição de ações. Operações de financiamento ocorreram para modernização e ampliação de unidade produtiva e aquisição de outra companhia do mesmo setor.	Inclui expressamente participação.
Mangels Industrial S.A.	O investimento foi decisão de uma das antecessoras da BNDESPAR, Ibrasa, em 1975.	Inclui expressamente participação.
Marfrig Alimentos S.A.	Apoio ao programa de investimento e financiamento de capital de giro, com a subscrição de ações e debêntures mandatoriamente conversíveis em ações. As ações foram adquiridas tanto em ofertas primárias quanto por aquisição privada entre 2007 e 2009. As debêntures foram subscritas em 2010.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Metalfrio Solutions S.A.	Aquisição de ações em oferta pública primária em 2007.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Metalúrgica Gerdau S.A.		
Metanor S.A. Metanol do Nordeste		
MMX Mineração e Metálicos S.A.		

MPX Energia S.A.	Subscrição de debêntures para reforço da estrutura de capital da companhia para custeio de parte do seu programa de investimentos, o qual inclui o Projeto MPX Parnaíba, que consiste em um sistema integrado de geração de energia e produção de gás natural na bacia do Parnaíba, no Estado do Maranhão, e o Projeto MPX Colômbia, de exploração de carvão térmico na Colômbia, conforme escritura de emissão.	
MRV Engenharia e Participações S.A.		
MWI - Sistemas de Comunicação S.A.		
Nanocore Biotecnologia S.A.	Operações de financiamento pela Área Industrial para o desenvolvimento de novos produtos farmacêuticos, inclusive no âmbito do BNDES-PSI e do BNDES Profarma.	
Natura Cosméticos S.A.	Várias operações de financiamento ao longo dos anos 2000 para expansão da companhia, da sua capacidade produtiva, de criação de novos produtos e geração de emprego. Houve subscrição privada de debêntures conversíveis em 2001, quando ainda era uma companhia fechada, que foram convertidas em ações em 2004 para alienação na oferta pública inicial da companhia.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Nesber S.A.		
Netuno Alimentos S.A.	Subscrição de ações em 2006 para a implantação de duas linhas para processar 43 mil t/ano de peixes e camarões, no Recife (PE) e Paulo Afonso (BA), a construção de um centro de alevinagem e de oito centros de apoio a produtores de tilápias. Operações de financiamento entre 2006 e 2007 permitiram a expansão do processamento de duas linhas de produtos, a implantação de um novo projeto de processamento e a adequação do capital de giro.	Inclui expressamente participação.
Nortec Química S.A.	Reiterados financiamentos para apoio ao plano de P&D da empresa, abrangendo pesquisa e desenvolvimento para síntese e produção de princípios ativos farmacêuticos. Profarma-inovação	Inclui expressamente participação.
Nutriplant Indústria e Comércio S.A.	Apoio ao mercado de capitais, no âmbito do BM, pela compra de ações ordinárias de emissão da empresa, em oferta pública primária de ações.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Oceana Offshore S.A.	Operação de financiamento pela Área de Insumos Básicos para a construção de 4 embarcações.	
Odebrecht Transport S.A.		
OGX Petróleo e Gás Participações S.A.		
Oi S.A.	Participação desde a privatização do setor de telecomunicações (acordo de acionistas).	Inclui expressamente participação.
Opencommerce S.A.		
Ouro Fino Participações e Empreendimentos S.A.	Operação de financiamento pela Área Industrial apoiou o plano de investimentos do biênio 2007/2008.	

Padtec S.A.	Investimento para o desenvolvimento de novas linhas de produtos, expansão internacional das operações e aquisição de empresas.	Inclui expressamente participação.
Paranapanema S.A.	Foi firmado acordo para reestruturação da situação financeira da companhia em 2007, que envolvia os controladores - fundos de pensão brasileiros -, a BNDESPAR e fundos de investimento ligados ao Banco do Brasil.	Inclui expressamente participação.
PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações	Financiamento para aquisição de empreendimentos imobiliários.	
Petróleo Brasileiro S/A Petrobrás	Vários financiamentos ao longo dos anos 2000, dentre os quais está incluído o apoio ao mercado de capitais em oferta primária (relatórios de operações diretas 2009 a 2012).	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Poly Easy do Brasil Indústria e Comércio S.A.	Investimento para apoiar o plano de investimentos da empresa, que inclui o desenvolvimento de novos produtos e criar condições para abertura de capital.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Pratica Participações S.A.	Investimento por subscrição de ações para suportar seus projetos de crescimento que incluem a internacionalização da marca, pesquisa e desenvolvimento, aumento da capacidade produtiva e abertura de novas concessionárias.	Inclui expressamente participação.
Procable Energia e Telecomunicações S.A.	Investimento para implementação do plano de negócios da empresa, visando investimentos em desenvolvimento tecnológico, internacionalização e expansão da capacidade de prestação de serviços.	Inclui expressamente participação.
Quality Software S.A.	Investimento para pesquisa, desenvolvimento e aperfeiçoamento do middleware, para utilização quando da implementação do Sistema Brasileiro de Televisão Digital Terrestre - SBTVD-T. A companhia foi beneficiada no âmbito do BNDES-Prosoft em 2013.	Inclui expressamente participação.
Recepta Biopharma S.A.	Investimento para apoiar os programas de biotecnologia da companhia, que visam testar moléculas biológicas para terapia do câncer. Também foi apoiada no âmbito do Funtec.	Inclui expressamente participação.
Rede Energia S.A.	Subscrição de ações e debêntures para que a empresa perseguisse seu objeto social, conforme o acordo de acionistas. Apoiada também no âmbito do Programa de Apoio à Capitalização de Empresas Distribuidoras de Energia Elétrica e para a diminuição do seu endividamento em 2007.	Inclui expressamente participação.
Redecard S.A.		
Reivax S.A.	Investimento para o desenvolvimento de novos reguladores de tensão e velocidade e de novas tecnologias de controle; desenvolvimento de sistemas de teste e produção desses reguladores; implantação de infra-estrutura e obtenção de certificações voltadas para introdução de produtos nos mercados interno e externo.	Inclui expressamente participação.
Relastomer Tecnologia e Part. S.A.		

Renova Energia S.A.	Subscrição de Units em junho de 2012. A participação da BNDESPAR no capital social da companhia e de seus representantes no seu Conselho de Administração proporcionam um melhor entendimento do seu direcionamento estratégico e nos rumos do setor de energia convencional e alternativa.	Inclui expressamente participação.
Rooster S.A. - Indústria e Equipamentos		
Rossi Residencial S.A.		
S/A Indústria e Comércio Chapecó S.A.		
Sam Indústrias S.A.		
São Martinho S.A.	Subscrição de ações em oferta pública primária em 2007. Outras operações de financiamento para aumento da capacidade de produção ocorreram entre 2003 e 2013.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação	Aquisição de participação em 1997 para viabilização do apoio a empresas brasileiras que desejem atuar no comércio exterior.	Inclui expressamente participação.
Senior Solution S/A	Subscrição de ações e várias operações de financiamento estiveram voltadas a investimentos em pesquisas e desenvolvimento de produtos voltados para o segmento financeiro, infraestrutura, treinamento e qualidade, marketing e comercialização no âmbito do PROSOFT Empresa.	Inclui expressamente participação.
Setal Telecom S.A.		
Six Semicondutores S.A.	Apoio ao setor de componentes tecnológicos e informática.	Inclui expressamente participação.
Souza Cruz S.A.		
Springs Global Participações S/A	Aquisição de ações na OPA inicial da companhia em 2007	
Suzano Papel e Celulose S.A.	Viabilizar a incorporação da Companhia Suzano Papel e Celulose na Bahia Sul Celulose S.A., que objetivou permitir a consolidação operacional e societária entre os negócios de papel e celulose da companhia com aqueles da Companhia Suzano de Papel e Celulose, consolidação esta que é de interesse dos acionistas de ambas, conforme o acordo de acionistas. A companhia recebeu apoio por financiamento em reiteradas ocasiões ao longo dos anos 2000 para a implantação de novos projetos.	Inclui expressamente participação.
Taum Chemie Indústria e Comércio de Prod. Químicos S.A.	A operação de financiamento ocorrida em 2008 apoiou a implantação de unidade de fabricação de gel com alta concentração de argila organofílica.	
TBM - Têxtil Bezerra de Menezes S.A.	Operação de financiamento em 2002 ocorreu para aquisição de insumos para produção têxtil.	
Tecnored Desenvolvimento Tecnológico S.A.	Operação de financiamento para apoiar o plano de investimentos de 2013 a 2015 de desenvolvimento tecnológico do processo Tecnored, um processo inovador de produção de ferro gusa líquido por rota tecnológica alternativa ao uso de altos fornos para a indústria siderúrgica.	

Tecsis - Tecnologia e Sistemas Avançados S.A.		
Teikon Tecnológica Industrial S.A.	Operações de financiamento se deram para o desenvolvimento e introdução no mercado de linhas de receptores embarcados para a TV digital e ao suporte para introdução de processo produtivo inovador para manufatura de bens de eletrônica de consumo em larga escala, no âmbito da Linha de Inovação - Produção.	
Tele Norte Leste Part. S.A.		
Telefônica Brasil S.A.	Operações de financiamento ocorreram para a expansão da infraestrutura para prestação de serviços de telefone móvel e banda larga.	
Telemar Norte Leste S.A.	Houve subscrição de ações preferenciais resgatáveis, conversíveis em ordinárias e permutáveis por ações preferenciais comuns em 2008. Houve subscrição de debêntures em oferta pública em 2009, que foram voltadas à reestruturação de dívidas vincendas da companhia. Outras operações de financiamento para expansão dos serviços de telecomunicações e aperfeiçoamento tecnológico ocorreram. Houve compromisso de levar a participação da BNDESPAR à leilão público, o que acarretou o desinvestimento.	Inclui expressamente participação.
Telemar Participações S.A.	Apoiar a privatização do setor de telecomunicações em 1999, conforme o acordo de acionistas. Em 2008, ações preferenciais resgatáveis, conversíveis em ordinárias ou permutáveis por ações de controlada foram também subscritas.	Inclui expressamente participação.
Tim Participações S.A.	Operações de financiamento ocorreram com o objetivo de apoiar o projeto de expansão da área de cobertura, aumento de capacidade e modernização da rede de atendimento da TIM Celular S/A.	
Topsports Ventures S.A.	Subscrição de ações preferenciais em 2009 e 2011 para apoiar investimentos em expansão da programação nacional de televisão, por meio da ampliação da capilaridade do conteúdo da companhia, desenvolvimento de novos conteúdos via investimentos fixos em equipamentos e via aquisição de direitos de transmissão.	Inclui expressamente participação.
Totvs S.A.	O prospecto de oferta primária e secundária esclarece ter a BNDESPAR adquirido 16,7% das ações preferenciais da companhia em 2005, para reestruturação das suas reservas. Em 2006, a BNDESPAR diluiu sua participação em oferta secundária. Além disso, ocorreram subscrição de debêntures e financiamentos para apoio a investimentos em fusões e aquisições, pesquisa e desenvolvimento, treinamento e qualidade, marketing e comercialização, infra-estrutura e em estudos e projetos no âmbito do Prosoft Empresa e do BNDES-PSI.	Inclui expressamente participação.
TPI - Triunfo Participações e Investimentos S.A.		

Tractebel Energia S.A.	A companhia foi apoiada no âmbito do programa emergencial e excepcional de apoio financeiro às concessionárias de serviços públicos de geração de energia elétrica e produtores independentes em 2002. Em 2009, o BNDES subscreveu 9000 debêntures simples e não conversíveis em oferta pública, cujos recursos foram destinados à amortização de dívidas da companhia. Não se obteve a causalidade específica da participação da BNDESPAR no capital da companhia, mas esta realizou desinvestimento gradual da sua participação em ofertas secundárias no NM.	
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	Subscrição de debêntures para apoio à oferta pública da companhia em 2010.	
Transnordestina Logística S.A.	Operações de financiamento ocorreram para a modernização da companhia, recuperação da via ferroviária permanente, renovação da frota e construção de nova ferrovia.	
Tupy S.A.	A primeira ocasião de participação ocorreu para a reestruturação financeira e fortalecimento da governança corporativa da Tupy em 1991, em conjunto com a Previ. Após, subscrição de debêntures com bônus de subscrição ocorreu em 2004, cujos bônus foram utilizados em 2007 pela BNDESPAR e pela PREVI para reduzir a alavancagem da companhia e permitir que esta investisse em novos projetos. Operações de financiamento para modernização da empresa e expansão de suas unidades produtivas também ocorreram em período mais recente. Em 2013, a BNDESPAR iniciou o desinvestimento em oferta secundária.	Inclui expressamente participação.
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - Usinimas	Foi adquirida participação pulverizada no leilão de privatização da companhia em 1991 (VELASCO JR., 2010). A companhia recebeu diversos financiamentos ao longo dos anos 2000 para modernização, aumento da capacidade de produção e implantação de projetos ambientais.	Inclui expressamente participação e apoio ao mercado de capitais.
Vale S.A.	Apoiar a privatização da Companhia Vale do Rio Doce, conforme o acordo de acionistas.	Inclui expressamente participação.
Vale Soluções em Energia S.A.	Subscrição de ações em 2007 para desenvolvimento de produtos para geração de energia distribuída e ambientalmente sustentável, o que contribuirá para o aumento da oferta brasileira de energia no médio prazo. Operações de financiamento ocorreram mediante investimento em conjunto com a Vale para apoiar projetos em pesquisa e desenvolvimento de tecnologias, equipamentos, sistemas de produção de energia e implantação de um centro de treinamento.	Inclui expressamente participação.

Valepar S.A.	Diante do desinvestimento de vendedor (SPE Fundações) da Valepar, a administração do BNDES considerou que seria interessante que a sua subsidiária compusesse o quadro de acionistas responsável pelas decisões estratégicas da Vale. Houve operação de financiamento posterior para capitalização da companhia.	Inclui expressamente participação.
Vulcabrás/Azaleia S.A.		
Vigor Alimentos S.A.	A participação foi adquirida em oferta pública de permuta de ações da JBS S.A. por ações da Vigor Alimentos S.A., conforme o acordo de acionistas. Houveram financiamentos anteriores para capital de giro, no âmbito do Programa Especial de Crédito - PEC.	Inclui expressamente participação.

Elaboração própria.

E) Tabela 5 – Companhias que sofrem influência societária de outros investidores estratégicos

Companhia	Ator com influência societária	Controle
Alupar Investimentos S.A.	FI-FGTS tem prerrogativas de veto; pode indicar membros ao conselho de administração; e detém direito de preferência em conjunto com os controladores.	Privado familiar
Americel S.A.	Fundos de pensão brasileiros já detiveram prerrogativas de veto; possibilidade de indicação de membro ao conselho de administração; e stand still, com <i>call option</i> para o controlador em caso de inadimplemento das obrigações dos investidores, que também tinha direito de preferência.	Privado estrangeiro
Banco Bradesco S.A.	Investidor estrangeiro já deteve direito de indicação de membro ao conselho de administração; <i>put option</i> escalonada, com direito de preferência para o controlador em caso de venda em outras situações.	Privado familiar
BR Malls Participações S.A.	Fundos de capital de risco estrangeiros já detiveram prerrogativas de veto; direito de indicação de membros ao conselho de administração; obrigação decorrente de <i>lock up</i> , com direito de preferência passado o período e direito de <i>drag along</i> e <i>tag along</i> .	Não identificável
Bradespar S.A.	Sociedade empresária privada sediada no Brasil já teve direito de indicar 2 membros ao conselho de administração e <i>tag along</i> (100%).	Privado familiar

Brasil Telecom S.A.	Controladores nacionais e estrangeiros, investidores institucionais estrangeiros e fundos de pensão nacionais dividiam prerrogativas de veto; direito de indicar diretores; tinham obrigação de <i>lock up</i> recíproca, direito de preferência, <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> , <i>put</i> e <i>call option</i> .	Privado amplo
Companhia de Bebidas das Américas - Ambev S.A.	Fundo de investimento estrangeiro tem prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração; obrigação de <i>lock up</i> recíproca com o controlador e direito de preferência para ambos caso ocorra alienação.	Privado estrangeiro
Companhia de Saneamento de Minas Gerais S.A.	Município de Belo Horizonte teve direito a indicar membros ao conselho de administração e ao conselho fiscal.	Público
Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	Sociedade empresária controlada por família nacional pode indicar o diretor de desenvolvimento de negócios.	Público
Cosan S.A – Indústria e Comércio	Família brasileira, que não é a controladora, tem direito de indicar membro ao conselho de administração; o desinvestimento dessa família pode ocorrer apenas em tranches de 25% da sua participação a cada ano e a família controladora tem direito de preferência.	Privado familiar
CPFL Energia S.A.	Há acordo de controle, mas, no âmbito dele, além das famílias envolvidas, a Previ pode indicar 2 membros ao conselho de administração.	Privado amplo
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.	Investidor estrangeiro já teve prerrogativa de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração; sofreu restrições à venda de sua participação no mercado, tendo de conceder ainda direito de preferência aos controladores, gozando de direito de <i>tag along</i> (100%).	Privado familiar
Energisa S.A.	Fundo de investimento sediado no Brasil pode indicar membro ao conselho de administração.	Privado familiar
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Investidores estrangeiros já tiveram prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração; obrigação de permanecer na companhia por período de <i>lock up</i> , com direito de preferência para os controladores, <i>tag along</i> (100%) e <i>drag along</i> .	Privado familiar
Klabin S.A.	Sociedades empresárias privadas sediadas no Brasil detêm direito de indicar membros ao conselho de administração.	Privado familiar
Light S.A.	Há acordo de controle que prevê não ser necessário à Cemig conceder direito de preferência aos demais controladores para alienar suas ações em leilão público.	Privado amplo

MRV Engenharia e Participações S.A.	Investidor institucional estrangeiro já teve prerrogativas de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração; direito de preferência em conjunto com os controladores, <i>tag along</i> (100%); e exigia que os controladores tornassem a companhia aberta, listada no NM, com a realização de IPO.	Privado familiar
OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	Fundo de pensão estrangeiro detinha prerrogativas de veto baseadas na legislação do seu país de origem e direito de <i>tag along</i> especial.	Privado familiar
Rossi Residencial S.A.	Investidor institucional estrangeiro tem prerrogativas de veto; possibilidade de indicação de membro ao conselho de administração ou, alternativamente, um observador; há <i>stand still</i> para os controladores, período de <i>lock up</i> para o investidor, exceto se em OPA secundária, quando há direito de preferência para os controladores.	Privado familiar
Springs Global Participações S.A.	Investidores institucionais estrangeiros têm prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração; obrigação de permanência por período de <i>lock up</i> , <i>put option</i> em caso de alienação de controle com <i>call option</i> em contrapartida e <i>tag along</i> (100%).	Privado familiar
Tim Participações S.A.	Sociedade empresária privada já teve prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração, com período de <i>lock up</i> , direito de <i>tag along</i> (100%), direito de <i>drag along</i> e <i>call option</i> para o controlador.	Privado estrangeiro

F) Companhias em que há outros investidores estratégicos compartilhando influência societária com a BNDESPAR

Companhia	Influência significativa ou controle compartilhado de outro ator
ALL - América Latina Logística S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, fundos de pensão e família detinham prerrogativas de veto e indicação de membros ao conselho de administração pelo acordo de acionistas.
Biommm S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, algumas famílias detêm prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração e fiscal, <i>tag along</i> (100%), <i>drag along</i> e <i>call option</i> . Já o Estado de Minas Gerais, através da BDMGTEC Participações S.A, detém prerrogativas de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração e fiscal; e direito de <i>tag along</i> (100%) pelo acordo de acionistas.

Braskem S.A.	Há um outro acordo de acionistas com a Petrobrás que garante à estatal prerrogativas de veto; indicação de membros ao conselho de administração, diretoria e conselho fiscal; <i>tag along</i> (100%); direito de preferência para aquisição do controle e manutenção da participação acionária em caso de evento que causaria diluição. Há memorando de entendimentos com fundos de pensão que garante-lhes direito de <i>tag along</i> especial.
Iochpe Maxion S.A.	Participação no bloco de controle conjunta com o Fundo de Participação Social (FPS).
MPX Energia S.A.	Há um acordo de acionistas pelo qual família e estrangeiro detém prerrogativas de veto; indicação de membro ao conselho de administração e direito de preferência para aquisição do controle.
Oi S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, o acordo de acionistas garante a fundos de pensão de funcionários públicos da União prerrogativas de veto e direito de indicação de membro ao conselho de administração.
Renova Energia S.A.	Através de acordo de acionistas entre o outro controlador e a Light S.A., o Estado de Minas Gerais e FIP detido por família têm prerrogativas de veto; direito de indicação de membros ao conselho de administração e conselho fiscal; direito de preferência, <i>tag along</i> (100%) e direito especial de saída do bloco de controle. Por meio do mesmo acordo, outra família, através da RR Participações, detém prerrogativas de veto; de indicação de membros ao conselho de administração e conselho fiscal; direito de preferência, <i>tag along</i> (100%) e direito especial de saída do bloco de controle. Tal acordo concede a um outro FIP o direito de indicar membro ao conselho de administração.
Senior Solution S.A.	Pelo acordo de acionistas, além dos direitos reservados à BNDESPAR, as famílias do grupo controlador tinham direito de preferência umas sobre as outras para aquisição do controle. Um FIP detinha prerrogativas de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração e à diretoria; direito de preferência para aquisição do controle; <i>tag along</i> (100%) e <i>drag along</i> .
Telemar Participações S.A.	Pelo acordo de acionistas, além da BNDESPAR, fundos de pensão de funcionários públicos da União detém prerrogativas de veto; direito de indicar membro ao conselho de administração, ao conselho fiscal e à diretoria; <i>tag along</i> (100%), direito de preferência e exigência de <i>stand still</i> contra os controladores. Investidores estrangeiros têm direito de preferência para aquisição do controle e direito de indicar membros ao conselho de administração e à diretoria.
Tupy S.A.	No acordo de controle com a BNDESPAR, fundo de pensão de funcionários públicos da União detém prerrogativas de veto; direito de indicar membros ao conselho de administração e fiscal; direito de preferência para aquisição do controle e <i>stand still</i> contra a subsidiária.
Vale S.A.	Além dos direitos reservados à BNDESPAR, o acordo de acionistas garante aos demais membros do grupo de controle prerrogativas de veto e direito de indicar membros ao conselho de administração e fiscal. Há direito de preferência da Valepar S.A. para adquirir as participações diretas dos controladores na Vale S.A.
Paranapanema S.A.	Pelo acordo de reestruturação de dívida, os demais credores - investidores institucionais brasileiros, nomeadamente fundos de investimento vinculados ao Banco do Brasil - detém as mesmas prerrogativas de veto que a BNDESPAR, exigindo igualmente a listagem da companhia ao menos no N1.

G) Documentos

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E NACIONAL – BNDES. _____. *Relatório Anual 1994*. 1995. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/relatorio_anual1994.pdf>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 1995*. 1996. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/relatorio_anual1995.pdf>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 1996*. 1997. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/relatorio_anual1996.pdf>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 1997*. 1998. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/relatorio_anual1997.pdf>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 1998*. 1999. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anuar/RelAnual1998.html>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 1999*. 2000. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/condicionamento/relato99/rel99.pdf>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 2000*. 2001. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/relato00.pdf>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 2001*. 2002. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/ra2001/Ra01.PDF>. Acesso em: 21 junho 2014.

_____. *Relatório Anual 2002*. 2003. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/relatorio2002/2002/index.htm>. Acesso em: 31 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2003*. 2004 Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/ra2003/port/index.htm>. Acesso em: 31 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2004*. 2005. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/ra2004/relatorio_anual2004.pdf>. Acesso em: 31 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2005*. 2006. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/ra2005/relatorio_anual2005.pdf>. Acesso em: 31 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2006*. 2007. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/ra2006/relatorio_anual2006.pdf>. Acesso em: 31 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2007*. 2008. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anual/RelAnual2007.html>. Acesso em: 23 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2008*. 2009. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anual/RelAnual2008.html>. Acesso em: 23 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2009*. 2010. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anual/RelAnual2009.html>. Acesso em: 23 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2010*. 2011. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anual/RelAnual2010.html>. Acesso em: 23 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2011*. 2012. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anual/RelAnual2011.html>. Acesso em: 23 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2012*. 2013. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Relatorio_Anual/index.html>. Acesso em: 23 maio 2014.

_____. *Relatório Anual 2013*. 2014. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/RelAnual/ra2013/relatorio_anual_2013.pdf>. Acesso em: 27 janeiro 2015.

COUTINHO, Luciano. *Investimento, Financiamento e o BNDES*. Apresentações e artigos institucionais da alta administração. Rio de Janeiro: BNDES, 2013. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Coutinho_CAE_270813.pdf>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

_____. BNDES decide abandonar a política de criação de “campeãs nacionais”. *Estado de S. Paulo*. São Paulo, 22 abr. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,bndes-decide-abandonar-a-politica-de-criacao-de-campeas-nacionais,151356,0.htm>>. Acesso em: 22 abr. 2013.

_____. “Cabe ao governo eleito pelo povo fixar as prioridades”. *Valor Econômico*. São Paulo, 22 abr. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3743488/cabe-ao-governo-eleito-pelo-povo-fixar-prioridades>>. Acesso em: 22 out. 2014.

FINGERL, Eduardo Rath. *BNDES – Desenvolvendo a governança corporativa*. Apresentações e artigos institucionais da alta administração, 2 junho 2006. BNDES: Rio de

Janeiro, 2006. Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/eduardo_fingerl_GovernancaCorporativa.pdf>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

FIOCCA, Demian. *Governança corporativa: O papel do BNDES*. Apresentações e artigos institucionais da alta-administração, 20 novembro 2005. BNDES: Rio de Janeiro, 2005.

Disponível em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/fiocca_governanca.pdf>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010. *Comunicado nº 105*, 10 agosto 2011. 2011. Disponível em:

<http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/comunicado/110810_comunicadoipea105.pdf>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

LANDIM, Raquel; LEOPOLDO, Ricardo; TEREZA, Irany. BNDES decide abandonar a política de criação de ‘campeãs nacionais’. *O Estado de S. Paulo*, 22 abril 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,bndes-decide-abandonar-a-politica-de-criacao-de-campeas-nacionais,151356,0.htm>>. Acesso em: 22 abril 2013.

LOPES, Adriano. *Crédito: mudança metodológica mostra nível menor dos spreads e da inadimplência*. Itaú BBA, 26 fevereiro 2013. Disponível em:

<<http://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/publicacoes/macro-brasil/credito-mudanca-metodologica-mostra-nivel-menor-dos-spreads-e-da-inadimplencia>>. Acesso em: 10 julho 2013.

LUNA, Denise. Saída da Vale faz Steinbruch se concentrar na CSN. *Reuters*. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/2000/06/01/ult29u772.jhtm?action=print>>. Acesso em: 12 abril 2014.

MANDL; Carolina; MARQUES, Felipe. Espaço para banco privado é restrito. 30 de setembro de 2013. *Valor Econômico*. Disponível em:

<<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3287542/financas/3287542/espaco-para-banco-privado-e-restrito>>. Acesso em: 30 setembro 2013.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>. Acesso em: 06 fevereiro 2014.

NEVES, Andrea da Costa. Vicunha vai quitar dívida de R\$ 1,9 bi com o BNDES. 07 abril 2005. *Jornais do Grupo de Estudos de Economia Industrial*. Departamento de Economia. Unesp/Fclar. Disponível em: <http://geein.fclar.unesp.br/jornais_det.php?codigo=2994>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION (OECD). *Minority Shareholdings*. Policy Roundtables. 2008. Disponível em:

<<http://www.oecd.org/daf/competition/mergers/41774055.pdf>>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

_____.; DEVELOPMENT STATISTICAL OFFICE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (EUROSTAT). Oslo Manual. Guidelines for collecting and interpreting innovation data. 3 ed. OECD: Paris, 2005. Disponível em: <http://www.mct.gov.br/upd_blob/0005/5068.pdf>. Acesso em: 15 fevereiro 2014.

PUPO, Fábio. Cosan confirma proposta para incorporação da ALL pela Rumo. *Valor Econômico*. 24 fevereiro 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3441076/empresas/3441076/cosan-confirma-proposta-para-incorporacao-da-all-pela-rumo>>. Acesso em: 25 fevereiro 2014.

_____. BATISTA, Fabiana; RIBEIRO, Ivo. Rumo oferta R\$ 6,95 bi para incorporar ALL. *Valor Econômico*. 25 fevereiro 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3442318/empresas/3442318/rumo-oferta-r-695-bi-para-incorporar-all>>. Acesso em: 25 fevereiro 2014.

RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. *Voto no ato de concentração n.º 53500.012487/2007*, 07 abril 2010. Disponível em <<http://www.cade.gov.br/upload/Voto-AC-2007-53500-012487-Telefonica-RAGAZZO.pdf>>. Acesso em: 26 julho 2013.

RIBEIRO, Ivo. ALL e Rumo anunciam hoje acordo de fusão. *Valor Econômico*. 24 fevereiro 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/3440638/all-e-rumo-acertam-acordo-de-fusao>>. Acesso em: 25 fevereiro 2014.

_____.; PUPO, Fábio; FONTES, Stella. Previ, Funcef e BRZ contestam fusão da ALL. *Valor Econômico*. 28 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/3447222/previ-funcef-e-brz-contestam-fusao-da-all>>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

RITTNER, Daniel. Governo coloca todas as cartas na mesa para destravar plano da ALL. *Valor Econômico*, 15 abril 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/3548098/governo-coloca-todas-cartas-na-mesa-para-destravar-plano-da-all>>. Acesso em: 19 maio 2014.

ROMERO, Cristiano; VALENTI, Graziella. Nova ALL terá de investir R\$ 8 bi até 2020. *Valor Econômico*. 13 janeiro 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3392448/empresas/3392448/nova-all-tera-de-investir-r-8-bi-ate-2020>>. Acesso em: 13 janeiro 2014.

SCARAMUZZO, Mônica. Cosan deve propor troca de ações à ALL. 13 janeiro 2014. *Estado de S. Paulo*. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/noticia_imp.php?req=impresso,cosan-deve-propor-troca-de-aco-es-a-all,1117767,0.htm>. Acesso em: 13 fevereiro 2014.

SOARES, Elisa. BNDES dá mais espaço ao mercado de capitais. 05 de fevereiro 2014. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3419746/brasil/3419746/bndes-da-mais-espaco-ao-mercado-de-capitais>>. Acesso em: 05 fevereiro 2014.

H) Entrevistas

DE TAL, Fulano (maio 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. São Paulo, 2014. 1 arquivo .m4a (1:35:10 min.) (cotista da Previ).

DE TAL, Fulano (maio 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. São Paulo, 2014. 1 arquivo .m4a (10:11 min.) (funcionário da CSN).

SOUTO, Luiz. (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. 2 arquivos .m4a (12:50 min.) (30:49 min.) (Superintendente da Área de Capital Empreendedor do BNDES).

MELO, Caio. (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. 1 arquivo .m4a (1:11:49 min.) (Superintendente da Área de Mercado de Capitais do BNDES).

RAVACHE, Leandro (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. Sem áudio. (Gerente jurídico da Área de Capital Empreendedor do BNDES).

SOLEDADE, Durval (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. 1 arquivo .m4a (1:22:15 min.) (Advogado aposentado do BNDES).

PELLINI, Patrícia Bolina (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. São Paulo, 2014. 1 arquivo .m4a (1:13:21 min.) (Gerente de Regulação e Orientação a emissores da BM&FBovespa).