

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**

WELLINGTON AFONSO DESIDERIO

**BANCO DE DESENVOLVIMENTO OU DE INVESTIMENTO?
A TRAJETÓRIA DA BNDESPAR NO CAPITALISMO BRASILEIRO**

**SÃO CARLOS/SP
2017**

WELLINGTON AFONSO DESIDERIO

**BANCO DE DESENVOLVIMENTO OU DE INVESTIMENTO?
A TRAJETÓRIA DA BNDESPAR NO CAPITALISMO BRASILEIRO**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção para a obtenção do título de Doutor em Engenharia de Produção, sob a orientação do Prof. Dr. Roberto Grün.

**SÃO CARLOS/SP
2017**



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS

Centro de Ciências Exatas e de Tecnologia
Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção

Folha de Aprovação

Assinaturas dos membros da comissão examinadora que avaliou e aprovou a Defesa de Tese de Doutorado do candidato Wellington Afonso Desiderio, realizada em 06/07/2017:

Prof. Dr. Roberto Grun
UFSCar

Profa. Dra. Alessandra Rachid
UFSCar

Prof. Dr. Mário Sacomano Neto
UFSCar

Profa. Dra. Ana Valéria Carneiro Dias
UFMG

Prof. Dr. Martin Mundo Neto
FATEC

AGRADECIMENTOS

Ao Deus criador por ser minha principal fonte de esperança e fé. Por derramar sobre mim misericórdia, amor e cuidado. E principalmente por trabalhar todos os dias na escrita da minha história.

Ao Prof. Roberto Grün pela inestimável orientação, pelas aulas instigantes, pelo companheirismo e pelas experiências que contribuíram de maneira crucial para minha evolução.

Ao Prof. Martin Mundo Neto que, desde a época da graduação, muito me apoiou no caminho da pesquisa, além de me apresentar ensinamentos que ultrapassavam a esfera acadêmica, como preciosas lições de solidariedade.

Aos professores Júlio Cesar Donadone, Mário Sacomano, Alessandra Rachid e Ana Valéria Dias que aceitaram o convite para participar das bancas de qualificação e/ou defesa: contribuíram ricamente com esse trabalho.

Aos integrantes do Núcleo de Estudos em Sociologia Econômica e das Finanças (NESEFI) pela agradável companhia. Em especial aos amigos: Malu, Carol, Celene, Angela, Fernanda, Sílvio, Márcio, Érica, Patrícia e Felipe - responsáveis por trazer simpatia e alegria ao longo desses anos.

Aos secretários do departamento, Robson e Regilene, que foram extremamente prestativos nas informações relacionadas aos procedimentos formais exigidos pelo programa, sempre dosando na medida certa bom humor e profissionalismo.

Por fim, agradeço, de maneira mais do que especial, aos meus pais, Valdemar e Cleide, que gastaram todas as energias possíveis (e impossíveis também) para apoiar minhas escolhas. Aos meus irmãos, Fernando e Elaine, por todos os importantes conselhos que muito ajudaram na minha jornada. Aos meus cunhados, Wagner e Silvânia, que sempre me incentivaram como verdadeiros irmãos. A minha sobrinha Fernanda que me trouxe muitas energias positivas nesses anos. E ao meu sobrinho Matheus, que sempre me motivou com o seu sorriso.

RESUMO

A BNDES PARTICIPAÇÕES (BNDESPAR) surgiu em 1974 como uma subsidiária integral do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). Neste trabalho, as atenções estarão voltadas para a trajetória dessa subsidiária ao longo da história do Capitalismo brasileiro. O objetivo geral consiste em verificar como o formato de atuação da BNDESPAR se transformou através do tempo. Para isso, serão analisadas as relações de forças ocorridas em torno da definição da estratégia de atuação da subsidiária. Para o estudo, será utilizado o ferramental metodológico da análise institucional das organizações e da sociologia econômica. Será entendido, amparado em Neil Fligstein, o espaço econômico como um ambiente de disputas, no qual se passa por momentos de transformações, estabilização e crises. Dessa forma, serão mapeadas as atuações dos grupos sociais que contribuíram para construir as estratégias de atuação da BNDESPAR desde o seu surgimento até o período atual. Serão analisadas as ações simbólicas desses atores e como eles ressignificaram os entendimentos acerca do funcionamento da BNDESPAR. Os dados foram obtidos através de pesquisa documental em relatórios anuais do BNDES e mapeamento da mídia do negócio.

Palavras-chave: BNDESPAR; BNDES; MERCADO DE CAPITAIS; ANÁLISE INSTITUCIONAL DAS ORGANIZAÇÕES; SOCIOLOGIA ECONÔMICA.

ABSTRACT

BNDES PARTICIPAÇÕES (BNDESPAR) started in 1974 as an integral branch from BNDES (Brazilian National Bank for Development). In this dissertation, the journey of this branch will be analyzed throughout Brazilian capitalism History. The main goal is to verify how BNDESPAR performance changed over time. Thereunto, the relationships of power over the strategy on how the branch should perform will be commentated. For this study, the methodological tools from Economic Sociology will be used, mainly the ones related to institutional analysis of organizations. Based on Neil Fligstein, Economics will be seen as a space for dispute, in which transformation, crisis and stability play roles. Therefore, the performances of the social groups that helped building the operation strategies from BNDESPAR will be mapped, since the beginning to nowadays. We will analyze the symbolic actions took by these social actors, and how they resignified BNDESPAR's tactics. The data was obtained through research over the annual reports provided by BNDES, as well as news articles.

Keywords: BNDESPAR; BNDES; CAPITAL MARKET; INTITUTIONAL ANALYSIS OF ORGANIZATIONS; ECONOMIC SOCIOLOGY.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Planejamento estratégico BNDES 2000	89
Figura 2 - Modelo de atuação da BNDESPAR	143
Figura 3 - Hierarquia organizacional da ALTUS	147

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da colaboração financeira do sistema BNDE aprovado em benefício do setor público e privado entre 1952/1979 (em %).	42
Tabela 2 - Atividades de apoio gerencial realizadas pela BNDESPAR.....	48
Tabela 3 - Comparação dos aportes do BNDES entre empresas controladas e novos investimentos no período 1982/85 (%).	57
Tabela 4 - Evolução dos resultados da BNDESPAR no período 1982/85 (em milhões).....	57
Tabela 5 - Atuação da BNDESPAR em fundos de private equities.....	127

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Transações de fusões e aquisições no Brasil – 1994/2010	17
Gráfico 2 - Número de IPO's realizados na BM&FBovespa	18
Gráfico 3 - Gestoras de Private Equity e Venture Capital criadas no Brasil.....	19
Gráfico 4 - Investimentos do Contec	68
Gráfico 5 - Distribuição Setorial da Carteira do Contec por Número de Empresas e por Valor Investido	68
Gráfico 6 - Lucros do BNDES em milhões 1998/2010.....	119
Gráfico 7 - Lucro do BNDES em milhões 2011/2016	119
Gráfico 8 - Porcentagem das participações adquiridas pela BNDESPAR nas empresas investidas por meio de fundos mútuos fechados durante o período 2003/2010.....	142
Gráfico 9 - Porcentagem em participação acionária da BNDESPAR nas empresas com capital aberto	154
Gráfico 10 - Índices e segmentos das empresas investidas pela BNDESPAR.....	158
Gráfico 11 - Experiências presentes nos conselhos de administração que contam com representantes do BNDESPAR	160
Gráfico 12 - Quantidade de conselheiros presentes em mais de um conselho de administração.	161

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Objetivos do BNDE	35
Quadro 2 - Empresas absorvidas pela BNDESPAR.....	46
Quadro 3 - Empresas não controladas com grande envolvimento com o sistema BNDES	46
Quadro 5 - Desestatizações realizadas pela BNDESPAR no período 1987/1989.....	59
Quadro 6 - Contec: Apresentação geral.....	66
Quadro 7 - Empresas investidas durante o plano CONTEC (1991/1996).....	67
Quadro 8 - Membros da diretoria da BNDESPAR em 1990.....	70
Quadro 9 - Caso Eletropaulo	103
Quadro 10 - Caso Vale	103
Quadro 11 - O caso da fusão Aracruz e Votorantim	107
Quadro 12 - O caso da atuação da BNDESPAR na empresa JBS.....	111
Quadro 13 - O caso da atuação da BNDESPAR no setor de Tecnologia da Informação	115
Quadro 14 - Objetivos da CVM	117
Quadro 15 - Atividades exercidas pela CVM.....	117
Quadro 16 - Contrato de acionista entre BNDESPAR e JBS.....	121
Quadro 17 - O caso da atuação da BNDESPAR em fundos de private equities.	128
Quadro 18 - A atuação da BNDESPAR no fundo Brascan.....	130
Quadro 19 - O caso Criatec I.....	134
Quadro 20 - O produto subscrição de valores mobiliários do BNDES	140
Quadro 21 - Empresas investidas com capital fechado	141
Quadro 22 - Apresentação da empresa ALTUS	146
Quadro 23 - Diferenças entre os dois períodos que a Empresa ALTUS recebeu participação da BNDESPAR	149
Quadro 24 - Empresas investidas pela BNDESPAR com capital aberto	153
Quadro 25 - Segmentos da BMF&Bovespa	156
Quadro 26 - Índices da BM&FBovespa	157

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
Problemas de pesquisa.....	15
Objetivos.....	20
Metodologia.....	20
Inspirações teóricas: análise institucional das organizações e sociologia econômica.....	25
1 O PERÍODO 1974-1986: SURGIMENTO DA BNDESPAR.....	29
1.1 Apresentação do capítulo.....	30
1.2 Surgimento do BNDE.....	30
1.3 A ditadura Militar e o surgimento das holdings Ibrasa, Fibase e Embramec.....	37
1.4 A Atuação da BNDESPAR no início da década de 1980.....	44
1.5 O BNDESPAR enquanto consultor empresarial	48
2 O PERÍODO 1987-1998: A CONTRIBUIÇÕES DA BNDESPAR NA CONSTRUÇÃO DE UM ESTADO “REGULADOR”	50
2.1 Apresentação do capítulo.....	51
2.2 A atuação da BNDESPAR e BNDES no final da década de 1980.....	51
2.3 BNDES na década de 1990: o banco das privatizações	62
2.3.1 BNDESPAR na década de 1990: o CONTEC e as privatizações	64
3 O PERÍODO 1998-2002: O SURGIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BNDES E NA BNDESPAR.....	75
3.1 Apresentação do capítulo.....	76
3.2 Capitalismo gerencial e capitalismo acionário	77
3.3 Os modelos de empresa no Brasil durante a década de 1990	81
3.4 A difusão da Governança Corporativa no Brasil.....	84
3.5 A atuação da BNDESPAR no segundo mandato do governo Cardoso	87
4 O PERÍODO 2003-2016: A CONSOLIDAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	99
4.1 Apresentação do capítulo.....	100
4.2 Banco de desenvolvimento ou de investimento?.....	100
4.3 O período 2005-2016	106
4.4 A dominação financeira no Brasil	120
4.5 Private equity com governança.....	123

4.6	Estado empreendedor: a atuação em fundos de venture capital	132
4.7	Debate sobre o papel do Estado durante o governo Lula a partir da atuação da BNDESPAR	134
5	ATUAÇÃO DA BNDESPAR EM COMPRA DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE EMPRESAS DURANTE O PERÍODO 2005-2016	139
5.1	Apresentação do capítulo.....	140
5.2	Participação da BNDESPAR em empresas que não atuam na BM&FBovespa.....	140
5.2.1	Estudo de caso: a atuação da BNDESPAR na ALTUS.....	146
5.2.2	BNDESPAR como desbravador do BOVESPA MAIS.....	150
5.3	A atuação das BNDESPAR nas maiores empresas do país.....	152
5.3.1	A Governança Corporativa nas empresas investidas.....	155
5.4	Críticas à BNDESPAR	162
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	165
	REFERÊNCIAS	173

INTRODUÇÃO

O Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDE) foi criado na década 1950 pelo presidente Getúlio Vargas, através da lei 1.628 de 20 de junho de 1952. Em 1982, seu nome mudou para Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Durante sua história, as preocupações do banco estiveram interligadas ao fomento da infraestrutura brasileira e ao fornecimento de financiamentos a empresas nacionais. Os propósitos do banco eram centrados na ideia de injetar recursos objetivando promover o desenvolvimento na economia brasileira.

Na década de 1960, o BNDES passou por sua primeira ampliação: a criação de uma subsidiária destinada a financiamentos, que foi chamada de Financiamentos de Máquinas e Equipamentos (FINAME). O BNDES FINAME vem atuando no fornecimento de recursos através de financiamentos para operações de compras, vendas e exportações de máquinas e equipamentos de produção nacional. De acordo com regulamento do BNDES FINAME¹, os objetivos desse braço envolvem:

- Atender às exigências financeiras da comercialização de máquinas e equipamentos fabricados no País;
- Concorrer para expansão da produção nacional de máquinas e equipamentos, mediante o oferecimento de facilidade de crédito aos respectivos produtores e aos usuários;
- Financiar a importação de máquinas e equipamentos industriais não produzidos no País;
- Financiar e fomentar a exportação de máquinas e equipamentos industriais de fabricação brasileira.

Em 1974, outra ampliação ocorreu no sistema BNDES com a criação de mais três subsidiárias: a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a Insumos Básicos S.A. (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa). Essas subsidiárias atuavam subscrevendo ações em empresas nacionais, públicas ou privadas. Embora pertencessem ao sistema BNDES, cada uma delas possuía diretoria, funcionários próprios, autonomia e atuação setorial específica. A Embramec era voltada aos bens de capital e tinha uma maturação intermediária para seus projetos, que consistiam basicamente na implantação de fábricas. A Fibase, por sua vez, era a subsidiária que tinha uma visão de longo prazo, pois ela atendia a indústria de insumos básicos. Tal indústria girava em torno, principalmente, dos setores de petroquímica, siderurgia, metalurgia, papel e celulose; cujo o período para a implantação dos projetos e

¹ Estatuto do Finame de 2014. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/regulamento_finame.html. Acesso em 30/06/2014.

início da produção levavam um período de três a cinco anos somente. Por fim, a Ibrasa era a subsidiária que lidava com o cenário mais volátil da economia brasileira de então, o de bens de consumo (BNDE, 1974). Em 1982, essas três subsidiárias se fundiram em uma única, que passou a se chamar BNDES Participações (BNDESPAR). Além disso, a BNDESPAR continuava como uma sociedade gerida por ações, constituindo-se como uma *holding* integral do BNDES.

A BNDESPAR e o FINAME continuam até o período atual como parte do sistema BNDES. A BNDESPAR ainda está atuando diretamente no mercado de capitais e o BNDES, que continua na posição de Acionista Único, possui o direito de definir as ações e estratégias da BNDESPAR.

Nessa pesquisa as atenções estarão voltadas para a trajetória da BNDESPAR no Capitalismo brasileiro. Em seguida, serão apresentados os problemas e os objetivos que nortearam o trabalho.

Problemas de pesquisa

As ampliações realizadas no BNDES (através das criações das suas subsidiárias) aconteceram após a chegada da ditadura militar. Nesse momento, o projeto desse governo consistia em substituir as importações através do desenvolvimento da indústria nacional. A atuação do BNDES estava alinhada a esse projeto, assim, tornou-se justificável a criação da Finame - uma subsidiária que atuaria no fornecimento de crédito para o fomento na construção de máquinas e equipamentos nacionais.

Contudo, as criações das três subsidiárias na década de 1970 (Embramec, Fibase e Ibrasa) consiste em um ponto de inflexão. A proposta dessas subsidiárias seria investir em participação acionária de empresas brasileiras, desse modo, sua atuação englobaria a gestão do capital de risco. Esse tipo de atuação é natural para um banco de investimento, pois opera na lógica de comprar ações de uma determinada empresa com potencial de crescimento que, porém, esteja desestruturada. Após a compra, o banco de investimento se concentraria em estruturar a empresa para depois se retirar do negócio, seja por meio da venda para um comprador estratégico, seja por de via abertura de capital da empresa em bolsa de valores. Assim, indicamos uma questão inicial dessa pesquisa: **como é realizado o convívio da lógica de banco de desenvolvimento com a lógica de banco de investimento dentro do BNDES?** Além dessa questão, o cenário permite levantar outras perguntas: **como nascem no BNDES (um banco de desenvolvimento) subsidiárias que atuam em investimentos em**

participações acionárias? Quais as justificativas para criação dessas subsidiárias? Quais foram as estratégias de atuação das subsidiárias no período de seu surgimento e nos períodos posteriores? Quais grupos políticos tiveram papéis chave na trajetória da BNDESPAR e quais foram suas proposições?

Conforme mencionado, as três subsidiárias se fundiram na década de 1980, tornando-se BNDESPAR, mas seu espaço de atuação continuou sendo o mercado de capitais. Ao longo da história, o mercado de capitais brasileiro sofreu inúmeras transformações. Até a década de 1960, ele praticamente inexistia no Brasil. Porém, nessa década ocorreram mudanças nas leis que regulamentavam esse espaço, na tentativa de fortalecê-lo. Em 1965, tal mercado passa a ser regulado pelo Estado através da criação da Lei nº 4.728/65 (a primeira Lei de Mercado de Capitais do Brasil), que veio a disciplinar e estabelecer as medidas necessárias para o seu desenvolvimento. As diretrizes dessa lei viabilizavam as regulamentações dos bancos de investimentos, bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, financeiras, bolsa de valores, corretoras e distribuidoras. A criação da lei também impulsionou transformações em outras instituições importantes do mercado de capitais: foi realizada a reformulação da legislação sobre a Bolsa de Valores, e a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras (forçando, desse modo, a sua profissionalização). Com isso, foi estabelecida uma estrutura no mercado de capitais que facilitou a realização de investimentos para os investidores (MACARINI, 2007).

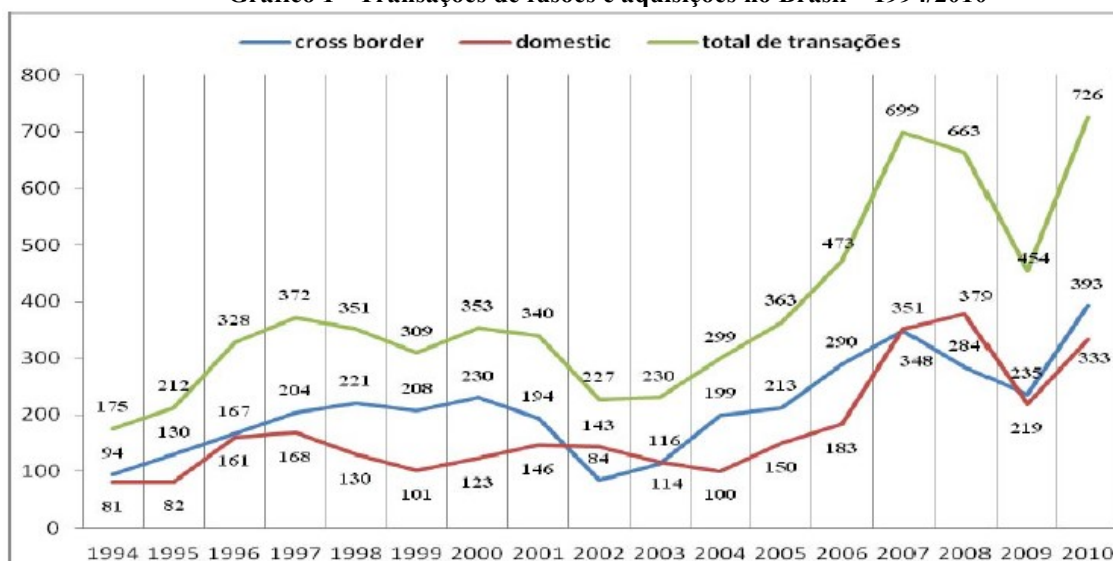
A partir de 1967, a tal nova estrutura contribuiu para uma forte demanda por ações, contudo, as emissões realizadas pelas empresas não acompanharam esse mesmo ritmo: houve um *boom* no mercado de capitais, que na literatura ficou conhecido como “*boom* de 71” (MACARINI, 2007). Esse quadro de especulação constituído no mercado de capitais gerou um período de dificuldades após 1971. Devido às ofertas de ações de várias empresas não possuírem a devida estrutura, muitos investidores sofreram grandes prejuízos e, o mercado de capitais, por sua vez, ficou conhecido como uma grande “aposta” na qual se podia ganhar muito dinheiro ou ir à falência.

A resposta do governo para o período de estagnação veio em 1976, com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ela tinha como objetivo regulamentar o mercado de capitais e fiscalizar as Bolsas de Valores, as companhias abertas e as demais instituições participantes desse mercado. Além da CVM, foi criada a segunda Lei do Mercado de Capitais, regulando questões como a publicidade de informações, legalidade, prestação de contas, responsabilização, dentre outros fatores. Contudo, as medidas não trouxeram os resultados esperados. Durante a década de 1980 (marcada pela forte recessão da economia brasileira) e

durante a maior parte da década de 1990, o mercado brasileiro de capitais não emplacou. As bolsas de valores nacionais eram enxergadas como “jogos de alto risco” (LEITE, 2011). Nesta época, as grandes empresas brasileiras que abriam seu capital, optavam pela Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) ao invés da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) (VIDOR, 2016).

O mercado de capitais nacional se fortaleceu de maneira sólida somente no final dos anos 1990, sendo a dinâmica organizacional do período a responsável por provocar essa transformação. De acordo com Donadone & Swnelzer (2004), a dinâmica organizacional brasileira dos anos noventa foi marcada pelas privatizações de empresas estatais e pela intensificação das operações de fusões e aquisições. Estes processos, envolvendo empresas brasileiras e investidores institucionais, nacionais e internacionais, seriam típicos do capitalismo no qual a lógica financeira predomina. Essa lógica seria responsável pela orientação estratégica dos principais grupos econômicos do capitalismo, nos diversos espaços industriais (FLIGSTEIN, 2001). O gráfico 1 ilustra a quantidade significativa de ocorrências de fusões e aquisições no Brasil.

Gráfico 1 - Transações de fusões e aquisições no Brasil – 1994/2010

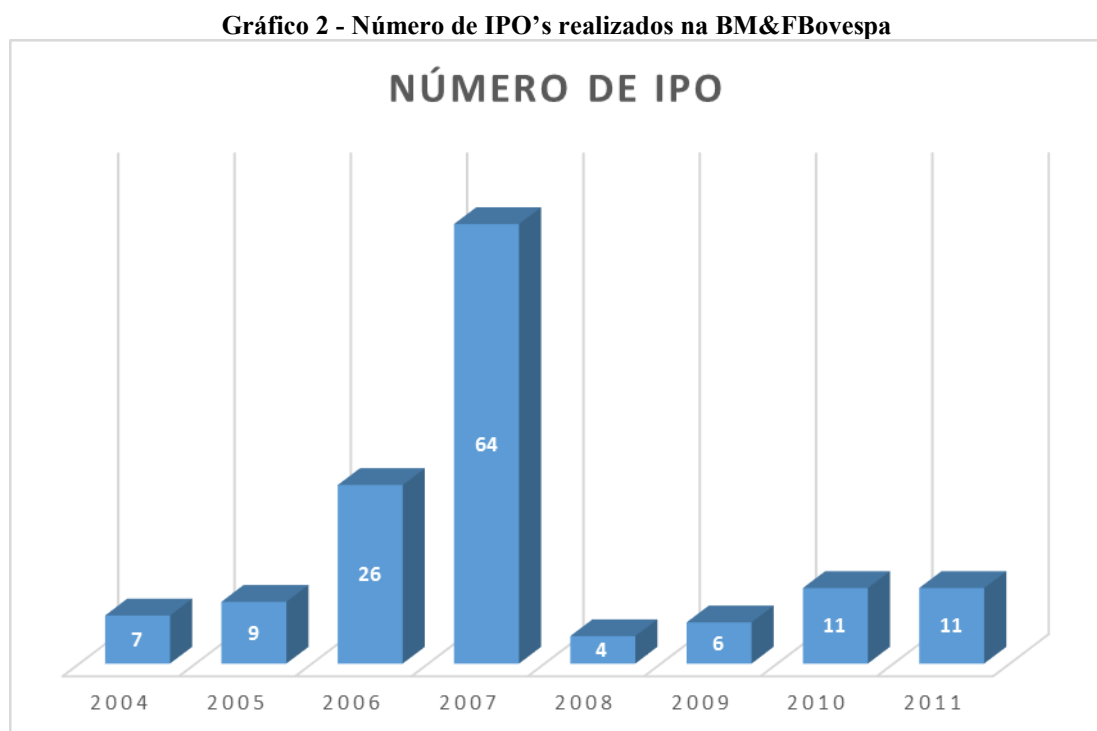


Fonte: KPMG (2011).

No Brasil, o fortalecimento do mercado de capitais estaria atrelado à financeirização da economia nacional, que ganhou pujança a partir do final da década de 1990. As mudanças nas Leis das Sociedades Anônimas (S.A.) e a criação do Novo Mercado da BM&FBovespa (com o objetivo central fortalecer o mercado de capitais), destacam-se entre as principais transformações institucionais do final dos anos noventa e início do século XXI. Grün (1999) indica que o modelo de gestão empresarial (calcado na lógica industrial, na eficiência

produtiva e na qualidade total, dominante até o início dos anos de 1990) foi sendo substituído pelo modelo da lógica financeira, da reengenharia e da maximização do retorno dos investimentos.

O mercado de capitais brasileiro ganhou legitimidade e as grandes empresas nacionais (bem como as internacionais) passaram a abrir seus capitais na BM&FBovespa. Em 2010, essa bolsa (por exemplo) era considerada a segunda maior do mundo em montante de negociações (VALOR ECONÔMICO, 2010). O gráfico 2 mostra a quantidade de empresas que abriram seu capital na BM&FBovespa.



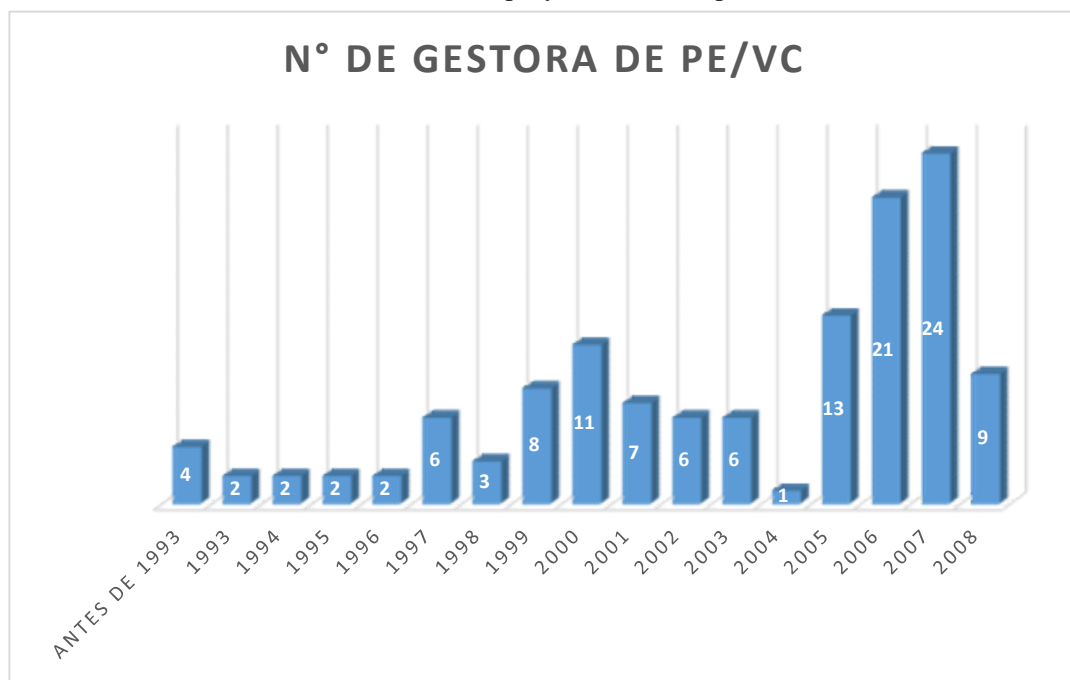
Fonte: BM&FBovespa, 2012.

O fortalecimento do mercado de capitais seria um elemento do processo de financeirização da economia brasileira. As empresas que queriam abrir seus capitais adotavam uma nova estrutura organizacional baseada na governança corporativa. Essa última se refere à uma ferramenta de transparência que contempla os interesses dos acionistas, deixando-os responsáveis por realizar a arbitragem das empresas que receberam seus investimentos. Assim, as transformações no mercado de capitais também atingiram o escopo das empresas que se adaptaram ao modelo de estrutura organizacional financeirizado.

O contexto de financeirização da economia abriu vereda também para expansão dos fundos de *private equities*. Esses se tratam de instituições que recebem investimentos de cotistas formando, assim, fundos que são direcionados para realização de investimentos em

participação acionária. Os fundos de *private equity* estariam entre os principais investidores institucionais desta fase do capitalismo. Eles representam a vanguarda em termos de estratégias financeiras e estariam entre os principais responsáveis pelas reestruturações socioeconômicas em diversas esferas das sociedades capitalistas (FOLKMAN *et al*, 2006; FROUD e WILLIAMS, 2007). O gráfico 3 mostra a quantidade de gestoras de *private equity* e *venture capital* criadas no Brasil.

Gráfico 3 - Gestoras de Private Equity e Venture Capital criadas no Brasil



Fonte: KPMG (2009)

Neil Fligstein estudou as transformações recentes ocorridas no capitalismo (FLIGSTEIN, 1991; 2001; 2012). Para o autor, o Estado é uma importante fonte de força nas transformações dos mercados. Os momentos de fusões, privatizações e crises são chaves para os processos de mudanças, visto que esse contexto abriria espaço para as mudanças organizacionais. Essa importância do Estado na configuração dos mercados torna a BNDESPAR um objeto de estudo relevante, visto que ela consiste em um braço estatal que atua como uma gestora de capital de risco no mercado de capitais brasileiro². Através desses pressupostos, é possível levantar outra questão: **a atuação da BNDESPAR no mercado de capitais consiste exclusivamente em fomentar o capital de risco, ou, ao realizar esse processo, também constrói as categorias desse mercado?**

² Como forma de legitimar o capital de risco a BNDESPAR se filiou a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP). Com a entrada, a subsidiária se juntou aos principais representantes dessa indústria.

Objetivos

Se o mercado de capitais brasileiro sofreu transformações no período 1974-2016, a BNDESPAR também teve seu formato de atuação alterado nesse intervalo de tempo. Dessa forma, o objetivo inicial e geral do trabalho consistiu em: **compreender os grupos de atores e as ações envolvidas nos processos de transformação do formato de atuação da BNDESPAR ocorridos ao longo da sua trajetória no Capitalismo brasileiro.**

Os objetivos específicos consistiram em:

Compreender como cada formato de atuação da BNDESPAR foi institucionalizado ao longo da sua trajetória.

Compreender os embates durante os momentos de transformação da estratégia de atuação da BNDESPAR

Compreender se a BNDESPAR (dado seu caráter estatal) contribuí para construir as categorias do mercado de capitais brasileiro.

Compreender como acontece a relação entre desenvolvimento e investimento em cada formato de atuação recebido pela BNDESPAR.

Metodologia

As ferramentas metodológicas dessa pesquisa são oriundas da Análise Institucional das Organizações e da Sociologia Econômica. Em contraposição à ortodoxia econômica, Hirsch (2003) sugere que os métodos sociológicos considerem o realismo, a sensibilidade, a percepção e sentidos dos atores, e não modelos limpos que veem as tomadas de decisões como uma medida puramente racional. Partindo desse princípio, a proposta dessa pesquisa envolve um entendimento sobre a construção social da dinâmica de atuação da BNDESPAR. Nesse processo, os atores são considerados “mãos visíveis”, em oposição à “mão invisível” da economia ortodoxa. O processo de construção social considera a cultura e os valores como fluidos e transformáveis. Dessa forma, a ação seria uma resposta ao contexto cultural e social que o agente está inserido, e não uma mera racionalidade baseada no cálculo puro.

O objeto de estudo dessa pesquisa, a BNDESPAR, será considerado de um ponto de vista histórico, conforme sugere Bourdieu (2005). Nesse processo de resgate histórico, serão observadas as transformações ocorridas na dinâmica de atuação da BNDESPAR. A constituição histórica do objeto será realizada com apoio do conceito de instituições de

mercado, proposto por Neil Fligstein.

Fligstein (1990) indica que, para que os mercados sejam construídos, se faz necessário a existência de determinadas instituições de mercado, essas seriam: direitos de propriedades, estruturas de governança, concepções de controle e normas de transação. Mais especificamente:

- os **direitos de propriedades** são relações sociais que definem quem tem direito aos lucros de uma empresa.

- as **estruturas de governança** correspondem às normas gerais que estabelecem as relações de competição e cooperação dos mercados, bem como as definições específicas acerca do modo como as empresas devem estar organizadas.

- as **concepções de controle** referem-se às percepções sobre como funciona o mercado, elas permitem aos atores uma interpretação do ambiente e o controle sobre as situações. Uma concepção de controle constitui, simultaneamente, uma visão do mundo (que permite aos atores interpretar as ações dos outros) e um reflexo do modo como se estrutura o mercado.

- as **normas de transações** apontam os atores que podem negociar, além de estipular as condições sob as quais se processam as transações. O estabelecimento das normas tem que considerar as tarefas de transporte, os pagamentos, o seguro, o intercâmbio de dinheiro e cumprimento dos contratos.

Para Fligstein (2003) os atores do mercado tentam criar mundos estáveis, porém os mercados nem sempre estão em momentos de estabilidade. Para o autor, os mercados podem passar por três diferentes fases, sendo elas: construção, transformação e estabilização. Na fase de construção, haveria um jogo em torno da definição das instituições dos mercados, pois a disputa entre os grupos de atores estaria relacionada à tentativa de legitimar essas categorias. A fase de estabilização se refere aos momentos em que uma determinada ordem é considerada certa e legítima. Os momentos de transformação ocorreriam através das interferências das forças externas, crises e processos de fusões e aquisições de empresas.

A BNDESPAR surgiu na década de 1970, momento em que as instituições dos mercados estavam orientadas para os projetos de conglomerados industriais elaborados no Brasil. No período 1974-atual a subsidiária do BNDES sofreu processos de transformações em sua dinâmica de atuação. Este estudo será dividido nas fases estabelecidas a partir dessas de transformações. Em seguida, serão descritas as mudanças centrais que ocorrem de uma fase para outra.

A primeira fase engloba o período de 1974 a 1986: nesse momento, a atuação estatal

estava constituída sob uma orientação interventora. A segunda fase envolve o ano de 1987 a 1998, em que é construída uma nova forma de atuação para a *holding*, agora com uma orientação mais reguladora. O terceiro período, que abrange 1998 até 2002, foi considerado como uma nova fase, pois o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro ocorreu nesses anos, e, a partir desse momento, inúmeras ferramentas financeiras foram institucionalizadas no país. Por fim, o quarto período, de 2003 a 2016, será tratado como uma nova fase devido à consolidação do mercado de capitais³, que passa a ter um papel inédito na história do Brasil.

Fligstein (1990) indica que o Estado tem total relevância na construção, transformação e estabilização dos mercados; são as economias capitalistas dos Estados que criam as condições institucionais para garantir a estabilização dos mercados. Para esse autor, os direitos de propriedade, as estruturas de governança e as normas de transação constituem arenas nas quais os Estados modernos regulamentam a ação econômica. Além disso, o Estado é uma importante fonte de força na configuração das instituições dos mercados. Considerando a natureza estatal da BNDESPAR, a instituição pode ser descrita como a “mão visível” do Estado que opera no mercado de capitais. Desse modo, nessa pesquisa, conforme já apontado nos objetivos, será verificado qual o papel da BNDESPAR na construção das categorias do mercado de capitais. A subsidiária do BNDES pode estar nesse espaço em uma relação de força com os demais agentes que, por sua vez, disputam e cooperam para legitimar a ordem desse mercado.

Será importante, inicialmente, demarcar as orientações vigentes acerca da atuação do Estado em cada uma das fases da análise. Fligstein (1990) aponta duas orientações para a atuação do Estado: regulador e interventor.

Os Estados intervencionistas envolvem-se em tomadas de decisões substantivas. Eles podem ser proprietários de empresas, realizarem investimentos diretos e regulamentarem fortemente as entradas, as saídas e a competição das empresas nos mercados. Pelo contrário, os Estados reguladores criam agências para assegurar o cumprimento das normas gerais dos mercados, mas não decidem quem pode ser proprietário de quê e de que modo os investimentos ocorrem (FLIGSTEIN, 1990: 83).

Além da orientação do Estado, o papel dos atores que ocupam as cadeiras de tomada de decisão do BNDES e BNDESPAR e atores do governo que tem interferência no banco, seriam importantes na construção dos entendimentos. Diante disso, os grupos de atores que

³ O fortalecimento do mercado de capitais foi um dos fatores que contribuíram para a agência Standard & Poor conceder o grau de investimento para o Brasil em 2008.

lideraram as transformações na dinâmica de atuação da BNDESPAR foram importantes para esse estudo, será considerado como cada grupo consegue imprimir sua marca na configuração das estratégias de atuação da subsidiária. Foram analisados os capitais dos grupos, pois as forças dos agentes estariam relacionadas às quantidades de capitais que esses possuem sob a estrutura.

Os capitais podem se referir ao capital financeiro, ou seja, esse se refere ao domínio dos recursos financeiros, que pode acontecer de forma indireta através de bancos; capital tecnológico, que envolve o domínio do desenvolvimento de novas tecnologias que contribuem para redução do custo de produção; capital comercial, que se refere ao controle da rede de fornecedores e distribuidores; por fim o capital simbólico, que reside no controle de recursos baseados no conhecimento e reconhecimento, esse capital funciona como uma forma de crédito, supondo a confiança ou a crença dos que lhes estão submetidos (BOURDIEU, 2005).

O capital simbólico seria um metacapital, pois ele envolve a percepção dos agentes em relação aos capitais: nesse sentido, os agentes (de um modo geral) dariam determinado grau de valor para os capitais específicos de um determinado agente ou ator. Desse modo, o processo de percepção que constitui o capital simbólico possui extrema relevância na estruturação dos espaços, visto que através dele são geradas e mantidas as relações de força (BOURDIEU, 2002).

Em relação à coleta de dados, para os períodos de 1974-1986 e 1987-1998, as principais fontes de dados foram os documentos disponíveis na biblioteca digital do BNDES. Nessa biblioteca, há uma série de publicações realizadas por funcionários do banco. Esses trabalhos são relatos sobre programas e projetos desenvolvidos ao longo do tempo no BNDES. Geralmente, as publicações são escritas pelos indivíduos que operacionalizaram os projetos – assim, pode-se afirmar a relevância desses dados, pois permitiram a realização do mapeamento das ações efetivadas pelo banco no período analisado. Além disso, os atores dessas ações justificam suas escolhas e suas estratégias nessas publicações. Para os demais períodos, também foi realizado esse mesmo mapeamento, com a adição de um mapeamento das páginas eletrônicas das mídias de negócios: o objetivo foi levantar as ações realizadas pelo banco, bem como as justificativas para elas. Esses mecanismos de coleta de dados foram importantes porque as tentativas de agendar entrevistas com os atores do BNDES acabaram frustradas, devido às dificuldades de disponibilidade desses últimos e a limitação de recursos do autor.

No início da década de 1990, ocorre uma mudança na orientação do Estado no Brasil, que passa de “interventor” para “regulador”. Será destinada atenção para entender o

papel da BNDESPAR na construção desse novo entendimento. Será verificado se os atores do banco contribuíram para legitimar ou não a nova ordem. Já no final da década de 1990, ocorrem significativas mudanças no mercado de capitais. Estas se referem à criação das Leis das Sociedades Anônimas e à criação do Novo Mercado na BM&FBovespa. Esse último representa um segmento especial de empresas que seguem as normas de governança corporativa. Assim, a BNDESPAR será posicionada no espaço de poder do período para que se possa entender sua contribuição nas transformações organizacionais e no mercado de capitais.

Para o período 2003-2016, as atenções estavam em compreender as consequências da mudança de governo sobre a dinâmica de atuação da BNDESPAR. Foram mapeadas as formas de atuação da subsidiária do BNDES nesse período, essas se repousavam em três estratégias centrais:

- Apoio às fusões de empresas,
- Investimentos em fundos de *private equities* e *venture capital*,
- Investimento em participação acionária de empresas.

Fligstein (2012) indica que os momentos de fusões de empresas seriam cruciais para que as instituições dos mercados fossem transformadas. A BNDESPAR fomentou 74 fusões entre 2006 e 2010 (PwC, 2011). Dessa forma, será verificado se nesses processos a *holding* estatal seria uma fonte de força na transformação e configuração dos mercados. Quanto aos investimentos da subsidiária do BNDES em fundos de *private equities* e *venture capital*, será verificado se, ao atuar nesse espaço, a *holding* estaria também contribuindo para configurar os entendimentos de como deveria funcionar essa indústria⁴.

Diante da vasta quantidade de empresas e fundos investidos pela subsidiária do BNDES, foram realizados estudos de casos específicos que são apresentados no decorrer desta tese através de quadros. O objetivo do levantamento desses casos é para comparar os resultados agregados da atuação da BNDESPAR com os casos específicos.

Em relação aos investimentos em participação acionária, foram mapeadas as empresas que recebem investimentos dessa natureza da BNDESPAR. Essas empresas são divididas em dois grupos, as que possuem capital aberto em bolsa de valores e as que não possuem. As empresas de capital fechado não são obrigadas a divulgar suas informações de governança corporativa, por isso, o acesso aos dados dessas organizações se torna mais difícil.

Para preencher essa lacuna, foi realizada uma entrevista semiestruturada com um conselheiro de uma empresa que recebe investimento em participação acionária desse tipo. Para as empresas de capital aberto, suas respectivas informações sobre governança corporativa foram mapeadas. Essas informações são disponibilizadas na página eletrônica da BM&FBovespa e nas páginas institucionais das respectivas empresas. Foram também levantadas as críticas feitas a essa forma de atuar da BNDESPAR, bem como as respostas pronunciadas pelo banco a essas críticas.

Inspirações teóricas: análise institucional das organizações e sociologia econômica

Uma questão relevante para a análise institucional das organizações e sociologia econômica é: como é possível explicar a emergência e transformações dos mercados?

Para Steiner (2005), seria necessário ponderar fatores relacionais, políticos e culturais para responder tal questão e entender, a partir daí, o processo de construção dos mercados. Além disso, cada mercado exige um estudo particular, dessa forma, seria necessário estudar a construção de um mercado específico de uma determinada região.

Abramovay (2004) indica que os mercados devem ser estudados pela óptica sociológica e histórica, considerando-os como construções sociais. E ao deixarmos de lado essa abordagem estamos sujeitos a dois lapsos. O primeiro é considerar o mercado um mecanismo abstrato, acima da realidade e da vida social dos atores; isso acontece devido à adoção de soluções universais, mágicas a todo e qualquer problema da coordenação humana em sociedades descentralizadas.

O segundo equívoco é simetricamente oposto ao primeiro: versa na "diabolização" constante do mercado como expressão do egoísmo generalizado, de uma forma social que distorce a cooperação humana por definição. Assim, Abramovay (2004) argumenta que:

Esses dois extremos – o mercado enaltecido e o mercado demonizado – tocam-se por lidarem com uma categoria abstrata e não com análises históricas e empíricas. Eles são incapazes de enfrentar os desafios reais das inúmeras formas que assume a cooperação humana em uma sociedade descentralizada. Uma das mais importantes tarefas das ciências sociais contemporâneas é estabelecer programas conjuntos de pesquisa que ultrapassem fronteiras disciplinares muitas vezes artificiais e que permitam compreender os mercados como produtos da interação social. (ABRAMOVAY, 2004: 59)

⁴ Esta etapa está inserida no objetivo que envolve compreender se a BNDESPAR (dado seu caráter estatal) contribuí para construir as categorias do mercado de capitais brasileiro.

Steiner (2005) aponta que a problemática da construção social das relações mercantis fornece um conjunto de resultados que mostram a natureza e a pertinência dos esclarecimentos trazidos pela sociologia econômica. Os mercados não são os resultados de arranjos espontâneos de agentes econômicos que otimizam suas transações mercantis. Os mercados são os resultados dos conjuntos não coordenados de decisões institucionais (políticas, jurídicas, econômicas), das relações pessoais e culturais que sofrem e veiculam as contingências da história.

Um ator chave na construção dos mercados seria o Estado (FLIGSTEIN, 1990; 2001; 2012; BOURDIEU, 2012). Bourdieu (2012) indica que o Estado não possui somente o monopólio da violência física, mas também o monopólio da violência simbólica. Para o autor, o Estado produz as estruturas cognitivas que constroem o espaço, tornando-se chave no estabelecimento da ordem social. Já para Fligstein (2003), o Estado exerce papel importante na constituição das instituições do mercado. O autor utiliza a metáfora “o mercado enquanto política” para compreender o comportamento econômico dentro do contexto das instituições que criam o próprio mercado.

Fligstein (1990) aponta que a relação entre grande empresa e Estado, exerce um papel crucial para a construção de formas organizacionais para o mercado. Para defender essa tese, o autor realizou um estudo sobre as 1000 maiores empresas norte-americanas, em um recorte temporal de 100 anos. Nesse estudo, o autor utiliza o conceito de campo organizacional para sustentar sua análise.

O campo organizacional é um conjunto de organizações que representam uma área específica que seja reconhecida por atores e instituições nela atuantes. Dentre as instituições estariam: fornecedores-chave, consumidores de produtos ou serviços, donos de empresas, agências reguladoras e outras organizações competidoras que produzem serviços similares. Dessa forma, a proposta dessa abordagem é determinar um conjunto de atores e instituições chaves de um espaço organizacional (esses formariam a estrutura do campo), o qual não deve ser determinado a priori, mas mediante uma pesquisa empírica (FLIGSTEIN, 2012).

Fligstein (1990) aponta que nos campos organizacionais, as empresas estão em relações de interdependência. Em uma relação como esta, há (entre os atores) o consentimento para compartilhar uma determinada concepção para legitimar as ações. O campo organizacional e a concepção legitimada servem em benefício dos atores mais poderosos. Ou seja, através dessas construções, as grandes empresas teriam maior influência e estabilidade. Dessa forma, os campos organizacionais em estágios iniciais apresentam uma abordagem

considerável de termos e formas, pois o espaço ainda não está estabilizado. A partir do momento em que os termos e as formas começam a se homogeneizar, inicia-se uma fase em que uma determinada concepção se legitima, gerando estabilidade aos grupos mais poderosos.

Portanto, existiria uma relação entre grandes empresas e Estado, de modo que, nas grandes empresas dos Estados Unidos (desde 1980), o papel desempenhado por dirigentes seria o de interpretar os ambientes e desenvolver espaços favoráveis através de estabilização dos mercados. Assim, no campo organizacional, os atores e instituições ocupariam posições diferentes. Ou seja, em um determinado mercado, há grupos que ocupariam as posições de dominantes e desafiadores - os grupos dominantes atuam na tentativa de manter a estabilidade da sua posição. Para isso, o papel dos gestores deve ser buscar ter o controle do ambiente.

Para Fligstein (1990), as relações entre diversos atores e instituições alcançariam estabilidade essencialmente através da legitimidade de uma determinada concepção de controle. Dessa forma, as tomadas de decisão dos dirigentes e as práticas de estratégia adotadas seriam realizadas de acordo com a concepção de controle legitimada. Concepções de controle são entendimentos que estruturam as percepções sobre como funciona o mercado (o que permitem aos atores uma interpretação do seu ambiente e o controle sobre as situações). Uma concepção de controle constitui, simultaneamente, uma visão de mundo que permite aos atores interpretar as ações dos outros e refletir sobre como se estrutura um mercado.

Para o autor, desde a década de 1980, ocorreram quatro concepções de controle dominante: a Concepção de Controle Direto, a Concepção de Controle de Manufatura, a Concepção de Controle de Vendas e Marketing, a Concepção de Controle Financeira.

O controle direto era típico das organizações do século XIX, quando a legislação corporativa ainda estava em fase embrionária. Para alcançar estabilidade, as empresas deviam atacar seus principais concorrentes ou unir-se a eles, quando a primeira opção falhasse. As principais estratégias adotadas eram: práticas comerciais predatórias (competição por preços, dificultar o acesso dos concorrentes aos recursos materiais e atrapalhar as vendas dos concorrentes), a construção de cartéis e a tentativa de criação de monopólios.

A concepção de controle de manufatura teria um ponto central: o caráter defensivo, pois ela se dispõe a desencorajar a competição. Isso aconteceria devido à capacidade da grande empresa de impor respeito ao seu competidor e, mais importante, conseguir determinar os preços. As grandes empresas realizavam aquisições de fornecedores e compra de concorrentes na tentativa de estabilizar os preços (FLIGSTEIN, 1990).

A Concepção de controle de Vendas e Marketing diverge da manufatura, pois ela se foca na diversidade de produtos como estratégia central. Para isso, as empresas devem estudar

os consumidores e criar neles necessidades através de produtos diversificados. Ou seja, há um rompimento da ideia de estabilidade de preço, gerentes e empresários. Dessa forma, as empresas procuram produtos que outras empresas não estejam vendendo, diferenciam seus produtos dos competidores, apelam para diferentes compradores (baseando-se na qualidade e legitimidade alcançada pela marca) e, por fim, empresas criam produtos que seriam novidade para os mercados, na intenção de criar necessidades nos clientes. Foi após a Segunda Guerra Mundial que essa concepção de controle se difundiu nas empresas. Nesse sentido, a estabilidade que era gerada em um primeiro momento pelo preço, agora passa ser gerada por uma fidelidade do cliente à marca (FLIGSTEIN, 1990).

Porém, o contexto de antitruste abriu vereda para uma nova concepção de controle, a financeira. O surgimento da Lei Celler-Kefauver dificultou a realização de aquisição de fornecedores e compra de concorrentes. Dessa forma, os executivos da área financeira ganharam espaço no ambiente empresarial, pois a empresa se engajou na meta de manter as ações valorizadas, ao ponto que era necessário que o valor da ação sempre superasse o valor contábil da empresa.

Devido à grande onda de fusões e aquisições ocorrida na década de 1980, o autor sugere a emergência de uma nova concepção de controle, a valor para o acionista. Nesta, o acionista passaria a exercer uma posição central na tomada de decisão, e os entendimentos destes atores se direcionavam ao pensamento de que os gerentes e administradores devem gerir o negócio com o objetivo de maximizar o lucro do acionista. Esse novo entendimento aloca a governança corporativa como uma ferramenta chave na gestão, através dela o acionista consegue arbitrar as decisões que são tomadas.

DiMaggio e Powell (1991) acrescentam que, à medida em que os mercados consolidam sua estrutura, as empresas se tornam mais similares umas às outras: os mercados altamente estruturados fornecem um contexto em que os esforços individuais para lidar racionalmente com a incerteza e com restrições geralmente levam, de maneira conjunta, à homogeneidade em termos de estrutura, cultura e resultados. Através dessa consideração, esses autores mencionam os processos de isomorfismos, que acontecem quando uma determinada empresa busca se assemelhar a outra que enfrenta o mesmo conjunto de condições ambientais.

1 O PERÍODO 1974-1986: SURGIMENTO DA BNDESPAR

1.1 Apresentação do capítulo

Esse capítulo possui como objetivo principal descrever o surgimento das três *holdings* do BNDE: Fibase, Ibrasa e Embramec. Surgidas em 1974, elas se fundiram em 1982 e formaram a BNDESPAR. Porém, antes de descrever essa história, será mencionado o processo de surgimento do BNDE e o contexto econômico do período; em seguida, será retratada a criação das três subsidiárias do banco que atuam no mercado de capitais. A proposta é verificar como essas *holdings* de capital de risco nascem dentro de um banco de desenvolvimento, especificamente em um momento em que as construções econômicas do governo estavam pautadas nos projetos de substituição das importações e no desenvolvimento da indústria nacional. Além disso, serão verificados os entendimentos do banco acerca de como deveria ser realizada a gestão do capital de risco pelas subsidiárias criadas. Conforme foi exposto na introdução desta tese, as principais fontes de dados desse capítulo foram as publicações realizadas por funcionários-chave do banco em revistas acadêmicas ou revistas do próprio BNDES, nessas publicações esses atores descrevem seus projetos e justificam suas ações (VELASCO JR, 2010, 1997, 1999, 1995; MARTINS, 1985; PAIVA, 2012; SOARES, 1991; NAJBERG, 2002; SOUZA, 2010; OLIVEIRA, 2003; PROCHNIK e MACHADO, 2008). Além dessas fontes de dados, foram explorados os relatórios anuais do banco.

1.2 Surgimento do BNDE

O surgimento do BNDE como um banco estatal direcionado ao fomento representa o predomínio de uma orientação que dispõe ao Estado o papel de promover o desenvolvimento econômico. Esse entendimento não é unânime na história do Capitalismo: em outros momentos, uma orientação de livre mercado já obteve maior legitimidade na maioria dos espaços econômicos mundiais. Sendo que, na trajetória do Capitalismo, de um modo geral, o livre mercado ganha espaço na agenda dos países centrais principalmente a partir do século XVIII, através de um movimento econômico conhecido como liberalismo (POLANYI, 2012).

Polanyi (2012) aponta que o liberalismo econômico era sustentado por quatro instituições: sistema de equilíbrio e poder; padrão-internacional do ouro; mercado auto-regulável e Estado liberal. A primeira (o equilíbrio de poder) representa uma paridade ou estabilidade entre forças competitivas, de modo que ela impede um único Estado de se tornar soberano o suficiente para impor suas pretensões sobre os outros. A segunda (o padrão-ouro)

representa uma moeda com um denominador comum capaz de viabilizar as trocas internacionais, isso implica em dispor o dinheiro como uma mercadoria. A terceira (o mercado auto regulável) significa que os mercados teriam a capacidade automática de equilibrar a economia através de mecanismos de preços. Por fim, a última instituição (o Estado liberal) implica que não cabe ao Estado interferir na economia, visto que essa deve decorrer livremente, em razão da sua capacidade de se regular sozinha.

Essas instituições do liberalismo credenciam o mercado como o elemento determinante da organização da sociedade. Além disso, elas proclamam não ser necessária a intervenção direta do Estado no fomento ao desenvolvimento, pois o mercado, através da competição, seria capaz de gerar o progresso.

Para Polanyi (2012), a auto-regulamentação do mercado é imperfeita, pois gera tensões em diversas esferas da sociedade: na economia doméstica (trazendo desemprego), na política doméstica (gerando conflitos entre as classes sociais), na economia internacional (Acarretando na pressão sobre o câmbio), na política internacional (trazendo rivalidades imperialistas). Ou seja, o mercado como organizador da sociedade gerou descontrole na própria esfera do mercado e, posteriormente, tal descontrole difundiu-se para a esfera política, afetando ora o governo, ora o sistema de equilíbrio de poder. Contudo, mesmo diante desse acúmulo de tensões, os liberais não admitiam a falência do sistema de mercado.

Em 1929, com a crise econômica internacional (gerada pela quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque), os princípios de livre mercado receberam significativas críticas. Diversos economistas⁵ apontaram à necessidade de intervenção do Estado frente aos mercados, para, dessa forma, evitar as crises e distorções do capitalismo. Inúmeros governos adotaram medidas de Estado “interventor”, como, por exemplo, Franklin Roosevelt nos Estados Unidos (1933-1945) e o presidente Getúlio Vargas (1929-1945) no Brasil.

No Brasil, o governo Getúlio Vargas acenou para o desenvolvimentismo e para a industrialização. O desenvolvimentismo consistia em uma política econômica de Estado intervencionista, através da qual os governos usariam medidas fiscais e monetárias para mitigar os efeitos adversos dos ciclos econômicos de recessão, esses princípios desenvolvimentistas se espalharam por quase todos os governos capitalistas durante as décadas de 1950 e 1960 (FURTADO, 2005).

O governo Vargas é marcado por uma articulação do Estado no sentido de promover industrialização no país (OLIVEIRA, 2003). Nesse período, ocorre um conjunto de condições

⁵ Dentre eles John Keynes, economista que elaborou a teoria geral do emprego que defendia a intervenção do Estado no mercado (KAYNES, 1936).

favoráveis à industrialização, dentre elas o apoio financeiro dos Estados Unidos. Um exemplo famoso foi a indústria siderúrgica: o governo Vargas buscou formas e recursos para instalar a Companhia Siderúrgica Nacional, assim, propôs, ao governo norte-americano a liberação de investimentos para a sua construção em troca de apoio militar.

Esse fomento no desenvolvimento industrial (surgido na década de 1930, no Brasil) foi o primeiro passo para o surgimento de um banco público de desenvolvimento – que se concretizou na década de 1950. Porém, outras ações também tiveram importância no direcionamento da criação do BNDE, tais como: a Missão *Cooke*; a Missão Abbink-Bulhões; a Comissão Mista e a criação da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL). A seguir, essas ações serão descritas.

No início da década de 1940, foram realizados os acordos de Washington. Esses estavam relacionados ao interesse que os Estados Unidos tinham em obter apoio de países da América Latina durante a Segunda Guerra Mundial. O Brasil firmou sua participação nesse acordo em 1942, quando enviou seu ministro da Fazenda (Souza Costa) para assinar a parceria. Com a adesão do Brasil no acordo de Washington, os Estados Unidos realizaram uma contrapartida: a Missão *Cooke* (OLIVEIRA, 2003).

A Missão *Cooke* teve início ainda em 1942, ela consistiu na alocação de técnicos especializados americanos para colaborar, através de estudos, com o desenvolvimento da indústria brasileira. Em conjunto com os técnicos americanos, trabalharam técnicos brasileiros. Oliveira explica que:

A Missão instalou-se, oficialmente, no Rio de Janeiro, em 27 de setembro, regressando aos EUA em 3 de dezembro do mesmo ano. Tendo chegado em subgrupos (a Belém do Pará, no avião procedente dos EUA, com destino ao Rio de Janeiro, nos dias 21, 22 e 23 de setembro), a Missão foi composta inicialmente, por 12 técnicos norte-americanos e coordenada pelo Sr. Morris Llewellyn Cooke. A equipe brasileira, chefiada por João Alberto Lins de Barros, contou com o estímulo de líderes das classes produtoras e o apoio de mais de 100 técnicos espalhados pelo país (OLIVEIRA, 2003).

A Missão *Cooke* realizou de um diagnóstico da economia brasileira com o objetivo de apontar caminhos para o seu desenvolvimento e industrialização. Oliveira (2003) indica que o Presidente Getúlio Vargas acompanhou essa missão, dado seu interesse de buscar financiamentos para projetos de desenvolvimento e auxílio tecnológico. Já Souza (2010) aponta que, no lado dos Estados Unidos, o interesse em ajudar o desenvolvimento da indústria brasileira recaía sobre a necessidade de reduzir as pressões das exportações americanas

realizadas ao Brasil: devido ao contexto político as demandas americanas estavam concentradas nos esforços da guerra.

Souza (2010) indica que o governo de Getúlio Vargas recomendou três aspectos para serem explorados pela comissão:

- substituir importações de produtos essenciais;
- melhorar a tecnologia das indústrias brasileiras e dos meios de transportes;
- tratar das questões relativas ao financiamento da industrialização com recursos internos.

Os resultados dos estudos realizados pela comissão indicavam a necessidade de criação de um banco de investimento para o desenvolvimento industrial. Essa constatação foi feita porque o financiamento econômico público (realizado em 1939) utilizou os recursos vindouros das contribuições sociais recebidas pelo Banco do Brasil. Para os técnicos americanos, seria necessária uma agência específica para isso, que deveria ter seus recursos vindouros de impostos (SOUZA, 2010). Contudo, tais recomendações não foram implantadas no Brasil naquele momento.

Em 1946, ocorre a troca do governo brasileiro, Eurico Gaspar Dutra assume a presidência no lugar de Getúlio Vargas. Souza (2010) diz que uma medida tomada por Dutra foi procurar novamente uma parceria com os Estados Unidos para realização de outra missão, que seria conhecida como Abbink-Bulhões. Martins (1985) menciona que o aceite dos Estados Unidos para entrar nessa *envolvía o interesse de minimizar as ressalvas à sua política externa feita, sobretudo, por parte de industriais brasileiros que faziam críticas severas aos Estados Unidos por privilegiar a Europa, com o Plano Marshall, em detrimento dos países do continente americano.*

A missão Abbink-Bulhões, assim como a missão *Cooke*, contou com a participação de técnicos americanos e brasileiros. Do lado dos Estados Unidos, o coordenador foi o empresário John Abbink⁶, presidente da empresa McGraw-Hill no país americano. Já do lado do Brasil, o coordenador era Octávio Gouveia de Bulhões⁷. Sobre os resultados dessa missão,

⁶ John Abbink é um editor norte-americano, ocupou a presidência da editora McGraw-Hill. Em 1945, ligou-se a uma empresa de consultoria em comércio exterior e passou a trabalhar como consultor do Departamento de Estado dos Estados Unidos. Informações disponíveis em <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/john-abbink>. Acesso em 01/02/2016.

⁷ Octávio Gouveia de Bulhões nasceu no Rio de Janeiro (RJ). Bacharelou-se pela Faculdade de Direito do Rio de Janeiro, onde também concluiu o doutorado. Fez curso de especialização em economia em Washington. Foi superintendente da Sumoc nos biênios 1954-1955 e 1961-1962 e ministro da Fazenda no Governo Castelo Branco, entre 1964-1967, tendo executado, em parceria com Roberto Campos, o Plano de Ação Econômica do Governo. Disponível em: http://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/AEraVargas2/biografias/otavio_gouveia_de_bulhoes. Acesso em: 01/02/2016.

Bulhões (1950) indica que houve a sugestão de elaboração de uma política industrial ativa para o setor privado, com ênfase na questão do controle inflacionário e uma política rígida para a expansão do crédito - mantendo, porém, a ideia de um banco de investimento para indústria, desde que fosse privado.

Apesar destes preceitos, os resultados prescritos pela comissão Abbik-Bulhões não agradaram membros importantes da equipe do governo brasileiro, como, por exemplo, o então ministro da Fazenda Correia e Castro. Dessa forma, novamente, as prescrições da missão não foram materializadas - contudo, ela contribuiu para organizar uma base de dados (elaborada pelos membros da missão) sobre a economia brasileira até então inexistente, além de também fomentar o debate político sobre problemas econômicos (SOUZA, 2010).

As duas primeiras parcerias não foram materializadas em fornecimento de financiamento por parte dos Estados Unidos ao Brasil, tal feito foi alcançado somente no terceiro acordo entre os países - a Comissão Mista. Essa última foi criada nos Estados Unidos, através de um programa de apoio aos países subdesenvolvidos. Em 1949, diante das críticas recebidas (por priorizar a política de fornecimento de recursos à Europa e não aos países da América Latina), o então presidente americano, Harry Truman, criou o programa ponto IV. Esse programa previa a formação de comissões técnicas e ajudas financeiras para países subdesenvolvidos interessados.

Diante do programa americano, o governo brasileiro propôs a criação da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos. A comissão foi oficializada em 1951 e novamente foi formada por técnicos americanos e brasileiros. Dessa vez, além dos estudos coletivos, o Brasil conseguiu financiamento norte americano. Para Campos, a Comissão Mista trouxe os seguintes benefícios:

Foram aprovados 41 projetos, totalizando o montante de US\$ 392 milhões⁸, distribuídos pelos seguintes setores econômicos: transporte, com taxa de participação de 56% (a maior parte destinada a ferrovias); energia elétrica, com 33%; agricultura, com 6%; indústrias básicas e armazenagem, com 5% (CAMPOS, 1994, p.162).

Contudo, além da materialização de financiamentos, em função das atividades da Comissão Mista, é criado o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE). Ribeiro (2012) indica que os resultados dos estudos realizados pela Comissão Mista apontavam para a criação desse banco e essa instituição teria o objetivo de fomentar a indústria nacional através

⁸ De acordo com o índice USCPI, o equivalente a 392 milhões de dólares americanos em 05 Maio 1951 é de 3,6 bilhões de dólares americanos em 02 Junho 2017.

de financiamentos - os recursos poderiam ser captados no Brasil, no Eximbank e no Bird.

O governo Vargas acatou as prescrições da Comissão Mista e o banco foi criado em 20 de junho de 1952, pela lei nº1628. De acordo com Souza:

Com sua criação proposta pelo Poder Executivo e aprovada pelo Congresso Nacional, em 1952, o BNDE foi instituído com o propósito de elaborar projetos a serem financiados em conjunto pelo governo brasileiro, por meio de recursos fiscais, e por agências norte-americanas, sobretudo o Banco Mundial e o Eximbank. O BNDE foi o enquadrado pelo governo Vargas como o principal agente financiador e executor do Plano de Reparcelamento Econômico (SOUZA, 2010, p. 23)

O quadro 1, mostra os objetivos do BNDE no momento da sua criação. Como é possível ver, através da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (que culminou com a criação do banco), surgiu no Brasil uma organização direcionada ao fomento da industrialização, energia e transporte através de aportes financeiros.

Quadro 1 - Objetivos do BNDE

I - Receber os recursos provenientes da cobrança, pelo Tesouro Nacional ou outros tributos criados em lei;

II - Movimentar créditos obtidos no exterior para o financiamento do programa de reaparelhamento e fomento;

III - Promover, mediante instruções do Ministro da Fazenda, o atendimento dos compromissos, diretos ou indiretos, assumidos pelo Governo na execução do referido programa, ou de outros em cujo financiamento participar por força de lei;

IV - Receber em garantia, ou em pagamento, mediante cessão, procuração ou delegação, o produto da cobrança de impostos, taxas, sobretaxas, rendas ou contribuições de quaisquer espécies, que se destinem a custear as inversões ou despesas com o reaparelhamento econômico a cargo da União, dos Estados e Municípios, autarquias ou sociedades de economia mista em que preponderem ações do Poder Público, ou que tenham por objetivo atender ao serviço de juros, amortizações e resgate de encargos assumidos para o mesmo fim;

V - Satisfazer, diretamente ou por intermédio de outros órgãos, as obrigações decorrentes do serviço de juros, amortizações e resgate dos encargos assumidos, no país ou no

exterior, em virtude da execução de programas de reaparelhamento e fomento, inclusive quanto às obrigações governamentais;

VI - Contratar no exterior, por si ou como agente de governos, entidades autárquicas, sociedades e economia mista e organizações privadas, a abertura de créditos destinados à execução do programa de reaparelhamento e fomento;

VII - Efetuar, sempre que autorizado em lei, outras operações visando ao desenvolvimento da economia nacional.

Fonte: BNDE, 1952.

É importante mencionar que no Brasil já havia um processo de fomento a industrialização desde a década de 1930, principalmente devido a criação da Vale do Rio Doce e da Siderúrgica Nacional. Contudo, mesmo diante desses esforços, na década de 1950, o desenvolvimento industrial brasileiro ainda estava pouco avançando e necessitava de incentivos, principalmente na indústria de base e nos setores produtivos intermediários mais sensíveis.

No período inicial da criação do BNDE, o banco era visto como uma das principais instituições responsáveis por incentivar a indústria nacional. Dessa forma, a gestão do banco era fortemente influenciada pelo governo federal. Esse último elaborava planos nacionais de desenvolvimento, que, por sua vez, era seguido à risca pelo BNDE. Os planos nacionais eram responsáveis por determinar quais setores e quais empresas seriam contemplados pelos aportes do banco (PAIVA, 2012).

No decorrer do processo de institucionalização do então BNDE na economia brasileira, a seleção de pessoal foi ficando cada vez mais técnica: os funcionários passaram a desenvolver uma espécie de “espírito de corpo”, o que influenciou sua recorrente busca por autonomia e qualificação para tomar decisões sobre investimentos e um ímpeto interno de auto-sustentabilidade do banco. 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 BNDE (MARINHO, 2013). Como veremos no próximo capítulo, a autonomia na tomada de decisão começou a existir apenas a partir da década de 1980. Principalmente no processo de desinvestimento das ações da carteira da BNDESPAR.

Em suma, o banco foi criado na proposta de operacionalizar o Plano de Reaparelhamento Econômico, através da realização de investimentos em setores que

necessitavam de empréstimos de longo prazo. Marinho e Mello (2015), descrevem os papéis exercido pelo banco nos governos subseqüentes:

No governo de Juscelino Kubitscheck, o BNDE exerceu também relevante papel no financiamento de longo prazo do Plano de Metas. No governo de João Goulart, o banco teve suas atividades voltadas ao Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social. No período da ditadura militar, o BNDE, continuou a ter suas atividades controladas diretamente pelo Governo Federal, especialmente para a implantação do Primeiro (I PND) e do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) (MARINHO e MELLO, 2015, p.10).

1.3 A ditadura Militar e o surgimento das *holdings* Ibrasa, Fibase e Embramec

Após o início da Ditadura Militar no Brasil, em 1964, pode-se evidenciar que as políticas de fomento elaboradas por esses governos orientavam as preocupações centrais do desenvolvimento realizado pelo BNDE. Conforme mencionado, nas décadas de 1950, 1960 e 1970, os planos de desenvolvimento elaborados pelos respectivos governos serviram como mandatos institucionais para determinar as estratégias de atuação do BNDE (PAIVA, 2012). Durante a ditadura militar surgiram dois relevantes programas de desenvolvimento que influenciaram o início da atuação do BNDE no mercado de capitais. Nesse tópico, será explorado o contexto que propiciou o surgimento das subsidiárias: Embramec, Fibase e Ibrasa.

De maneira direta, as estratégias operacionalizadas durante a ditadura militar envolveram a execução de planos de desenvolvimento com a proposta de substituir as políticas de importação, fortalecendo, dessa forma, a indústria nacional. No entanto, para alguns autores existiu um marco de rompimento entre os projetos de desenvolvimento realizados entre os períodos do governo Vargas até Goulart e, posteriormente, os períodos da ditadura militar.

Para Cardoso e Faletto (1970), enquanto no primeiro período, a orientação era voltada aos processos de industrialização direcionando os benefícios às massas populares, no período militar, a orientação foi voltada para um Estado que realizava os processos de desenvolvimento através de uma industrialização agressiva: como consequência, este tinha uma maior exclusão na esfera social. Nesse processo, foi realizada uma proximidade entre o capital industrial nacional e investidores estrangeiros exportadores de tecnologia.

Já Najberg (2008) indica que a mudança está na destinação dos investimentos entre

setor público e setor privado. Para esse autor, a atuação do BNDE durante o período militar era voltada ao apoio do setor privado. A atuação do banco contemplava o desenvolvimento tecnológico, financiamentos de pequenas e médias empresas, o desenvolvimento do comércio de máquinas e equipamentos. O autor ainda ressalta a criação do Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos (Finame)⁹, atrelando-o ao projeto de desenvolvimento do comércio de máquinas e equipamentos na esfera privada. Através da linha Finame, o banco concedia financiamentos a médio e longo prazo para compra de equipamentos.

A partir da década de 1970, o BNDE ganha maior relevância, pois foi escolhido para ser a principal ferramenta do governo para operacionalizar as estratégias de substituição das importações de insumos básicos e bens de capital. O banco era o responsável por cuidar dos principais programas de desenvolvimento do país, que eram os Planos Nacionais de Desenvolvimento (PND I e PND II).

O PND I durou de 1970 até 1974, seu direcionamento foi para a realização de grandes obras de infraestrutura (como transporte e telecomunicações), além disso, concentrava um forte apoio às indústrias dos setores naval, siderúrgico e petroquímico. Esse plano foi arquitetado pelos ministros João Paulo dos Reis Velloso e Mário Henrique Simonsen, durante o governo Médici. O objetivo era gerar um crescimento econômico entre 8% e 9 % ao ano, além de um aumento de US\$ 100 milhões¹⁰ nas reservas cambiais (BNDES, 2005)

Inicialmente, o PND I obteve sucesso, visto que, entre os anos de 1970 e 1973, houve crescimento da economia e redução da taxa média da inflação. No entanto, nesse momento, o contexto internacional era marcado por dois fenômenos que provocaram fortes impactos na economia mundial e que causaram o término da “era dourada do capitalismo”. Paiva (2012, p.159), explica que:

Na primeira metade dos anos 1970, o sistema mundial foi abalado por dois fatos que, ao afetar o centro e também a periferia, provocariam recessão e obrigariam a economia do mundo todo a promover mudanças que levaram ao fim a chamada “Era

⁹ O Fundo de Financiamento Para Aquisição de Máquinas e Equipamentos (Finame) foi criado pelo Decreto 55.275, de 22 de dezembro de 1964, como fundo contábil, que constituía uma conta gráfica nos livros do BNDES. O Decreto 59.170, de 2 de setembro de 1966, incorporando o Fundo, criou a Agência Especial de Financiamento Industrial (também Finame). Já o Decreto-Lei 45, de 18 de novembro de 1966, incorporando as disposições do Decreto 59.170, atribuiu personalidade jurídica à entidade. A Lei 5.662, de 21 de junho 1971, enquadrando a Finame na categoria de empresa pública, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, sendo subsidiária do BNDES.

¹⁰ De acordo com o índice US CPI, o equivalente a 100 milhões de dólares em 05 junho de 1970 é de 633 milhões de dólares em 02 Junho 2017

Dourada” do capitalismo. O primeiro deles foi quando o governo de Richard Nixon, em agosto de 1971, mudou drasticamente a estratégia dos Estados Unidos em relação à sua moeda. Diante do enfraquecimento do dólar e da incapacidade de conter a especulação no mercado cambial, Nixon rompeu com o padrão estabelecido em Bretton Woods, pelo qual a moeda norte-americana tinha sua conversibilidade em ouro. O segundo fato decorreu do acirramento do conflito no Oriente Médio, quando, depois da Guerra do Yom Kipur e do apoio explícito dos Estados Unidos a Israel, a Organização dos Países Produtores de Petróleo (Opep) impôs um embargo aos países do Ocidente, com forte redução da oferta de óleo bruto no mercado mundial.

Com a diminuição da oferta de petróleo no mercado (tratava-se de uma diminuição em torno de 50%), entre outubro de 1973 e março de 1974, os preços desse produto aumentaram em mais de 300%, gerando déficits nas balanças comerciais das nações importadoras. Sobre esse cenário, Paiva (2012, p.160) acrescenta que:

Os países, marcados por crises cambiais e por fortes desequilíbrios em seus balanços de pagamentos, viam-se obrigados a implantar políticas restritivas como forma de promover o ajustamento de suas contas externas, iniciando um período de semi-estagnação econômica. O novo patamar de preços do petróleo, importante componente de custo presente em quase todas as cadeias produtivas, responderia também pela aceleração da inflação no plano mundial (PAIVA, 2012, p.160).

Esse contexto internacional contribuiu para romper com o crescimento da economia brasileira durante o período do PND I, ocorrido entre 1970 e 1973. Diante do contexto de dificuldade, o então presidente (Ernesto Geisel, sucessor de Médici) lançou o PND II na tentativa de estabelecer uma nova estratégia para responder à crise. O II PND gerou grandes transformações no BNDE - uma delas foi o aumento da quantidade de recursos destinados ao banco nesse período: ele passou a ter o direito de receber os recursos do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). Dessa forma, os recursos recebidos pelo banco cresceram de maneira abrupta, chegando ao ponto de duplicarem (NAJBERG, 2008).

Outra mudança muito relevante que o II PND contribuiu para realizar no BNDE foi a criação das três subsidiárias para atuar no mercado de capitais. O presidente do banco no período, Marcos Vianna¹¹, realizou um acordo com Ernesto Geisel, para operacionalizar as

¹¹ Formou-se em 1957 pela Escola Nacional de Engenharia da Universidade do Brasil e no ano seguinte ingressou na Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), tornando-se em 1959 chefe da Comissão Especial de Obras Portuárias da empresa. Em 1960, sem prejuízo da chefia que exercia, assumiu a cadeira de resistência de materiais da Escola de Engenharia da Universidade do Espírito Santo. Em junho de 1961 foi designado para a chefia do Departamento de Obras da CVRD, que ocupou até 1962, quando passou a superintendente-geral da empresa. Acumulou essa função, de 1963 a 1965, com a de diretor da Beneficiamento de Itabiritos S.A.- Benita -, e neste último ano deixou a Vale do Rio Doce para assumir a direção da Aços Anhangüera S.A. Retornou

metas de desenvolvimento do II PND através de estratégias que consistiam também em subscrever ações e outros valores mobiliários em empresas públicas e privadas. Para isso, foram criadas três subsidiárias para atuarem no mercado de capitais: a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a Insumos Básicos S.A. (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa).

Segundo Paiva (2012), essas subsidiárias eram responsáveis por subscreverem ações e outros valores mobiliários em empresas nacionais públicas ou privadas que se enquadrassem no II PND. A estratégia de fomento envolvida nesse tipo investimento era contribuir com empresas que necessitassem de capital de giro, dessa forma, esse era o principal requisito para a escolha das empresas investidas.

Dentro deste plano de desenvolvimento, cada subsidiária possuía uma vocação setorial. Voltada aos bens de capital, a Embramec tinha uma maturação intermediária para seus projetos, que consistiam basicamente na implantação de fábricas. A Fibase, por sua vez, era a subsidiária que tinha uma visão mais a longo prazo, pois a indústria de insumos básicos (que girava principalmente em torno dos setores de petroquímica, siderurgia, metalurgia, papel e celulose) geralmente levava um período de três até 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 (BNDE, 1975). Ou seja, a atuação das três subsidiárias era realizada exclusivamente através do mercado de capitais. Dessa forma, antes de explorar o surgimento dessas subsidiárias é importante expor algumas considerações sobre o mercado de capitais brasileiro.

No início da década de 1960, havia uma consideração de que o processo de desenvolvimento da indústria nacional no Brasil (alavancado a partir da década de 1950) não foi acompanhado por um processo análogo no mercado de capitais. Contudo, a partir da chegada de Delfim Neto ao Ministério da Fazenda em 1967, são elaboradas ações para o fortalecimento do mercado financeiro, inclusive o mercado de capitais. O projeto de Delfim

contudo à Vale em 1968 no cargo de superintendente-geral industrial. Dirigiu a Rio Doce Madeiras de 1969 a janeiro de 1970, quando, na condição de superintendente do Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (IPEA), foi nomeado secretário-geral do Ministério do Planejamento e Coordenação Geral, na gestão de Hélio Beltrão. Ainda em 1970 presidiu o Instituto de Planejamento (Iplan) e a Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), atual Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Na condição de secretário-geral, substituiu também interinamente o ministro do Planejamento. Naquele mesmo ano, tornou-se presidente da Tecnicorp DTVM (depois Banco Tecnicorp), na qual permaneceria até 1975. Em outubro de 1970, durante o governo do presidente Emílio Garrastazu Médici (1969-1974), foi nomeado pelo então ministro do Planejamento, João Paulo dos Reis Veloso, presidente do BNDE, em substituição a Jaime Magrassi de Sá. Sua atuação à frente desse órgão voltou-se para o reforço da função privatista da instituição e do setor privado da economia brasileira. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/marcos-pereira-viana>. Acesso em 01/02/2016.

Neto consistia na formação de um conglomerado bancário. Foi destinado apoio para os bancos comerciais mais fortes comprarem os menores, gerando, dessa forma, concentração nesse setor. A concentração bancária comercial trouxe (para esse tipo de instituição) o interesse em participar das intermediações financeiras, dada às significativas possibilidades de lucratividade que ela poderia gerar. Com isso, surgiu uma tendência a partir da chegada de Delfim Neto: a crescente expansão tentacular do capital bancário começava a invadir as esferas da intermediação financeira (MACARINI, 2007).

Uma das esferas financeiras exploradas pelos bancos comerciais foi o mercado de capitais. Esses bancos contribuíram com o *boom* ocorrido nesse mercado entre os anos de 1969/1971. Para Macarini:

Em paralelo, o febril surto especulativo no mercado de ações observado nos anos 1969-1971 aguçaria o apetite dos bancos comerciais pela área de atuação dos bancos de investimento, corretoras e distribuidoras. O Banco Central arbitraria em favor dos bancos comerciais com a resolução 157, de 10 de setembro de 1970, permitindo-lhes participar de operações de *underwriting* do tipo *best effort* (modalidade em que a instituição financeira assumia apenas o compromisso de tentar colocar no mercado o máximo possível de ações, não se sujeitando a qualquer obrigação ou punição em caso de fracasso da operação) (MACARINI, 2007).

O autor ainda chama a atenção para a expansão dos bancos comerciais nesse espaço:

Na entrada dos anos 1970, os conglomerados já despontavam como as instituições dominantes do sistema financeiro. Assim, na altura de 1971-1972 as financeiras independentes (cerca de 53 em 1972, de um total de 155) respondiam por tão somente 12 a 15% do total das emissões de aceites cambiais; em contraste, as financeiras vinculadas a conglomerados sob controle de bancos comerciais abarcavam de 67 a 69% das emissões totais (confirmando plenamente as previsões sugeridas por Delfim Netto).

O plano de Delfim Neto englobava o fortalecimento do mercado de capitais. Embora esse tenha passado por um breve crescimento entre 1969-1971, acabou sofrendo um processo de bolha especulativa. Houve uma procura maior por ações maior do que a emissão de oferta de realizada pelas empresas. Esse fenômeno comprometeu o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro ao ponto de fazer ocupar uma posição marginal no cenário econômico nacional no período pós 1971.

Embora o mercado de capitais passasse por um momento de dificuldade em 1974, o objetivo do BNDE com a criação das suas três subsidiárias, não envolvia diretamente o fortalecimento desse mercado. Segundo Velasco Jr (1997), a criação das três subsidiárias do BNDE estava atrelada à esfera da política governamental do período: contribuir com a capitalização da empresa privada nacional. Através desse projeto, enxergava-se uma estratégia de complementação ao Finame, que era responsável por fornecer financiamento às

empresas. Dessa forma, voltadas à atuação no mercado de capitais, as subsidiárias se concentrariam no âmbito do fortalecimento do capital próprio das empresas através de compra de participação acionária.

Sobre a justificativa para a criação das três subsidiárias, Martins (1985) indica que o remédio para os problemas da economia brasileira sugerido pelo banco foi: *“não apenas a prescrição em doses maiores do medicamento financeiro habitual, mas já agora a presença permanente do BNDE à cabeceira do doente”*.

A partir de 1974, então, o BNDE passou a dispor de braços especializados para atuar como investidor estratégico. São dois os tipos de investimento direto do banco até hoje: primeiro as operações de renda fixa (que consistem em empréstimos que necessitam da apresentação de contrapartidas como garantia) e segundo, as operações de renda variável (realizadas mediante a subscrição de valores mobiliários).

É interessante ressaltar também a mudança de direcionamento dos desembolsos que ocorre com a ditadura militar. Se na fase de surgimento, a esfera pública abocanhava a maioria dos desembolsos do banco; a partir dos militares, a iniciativa privada ganha maior atenção. Em 1964, o setor privado absorveu 5,8% dos financiamentos, enquanto em 1968 esse percentual passou para 54,2% - tendo, em 1978, atingido 87% (BNDES, 2005). A tabela 1 aponta essa divisão.

Tabela 1 - Evolução da colaboração financeira do sistema BNDE aprovado em benefício do setor público e privado entre 1952/1979 (em %).

Ano	Setor público	Setor Privado
1952	100	-
1953	89	11
1954	90	9
1955	77	22
1956	95	4
1957	78	21
1958	86	13
1959	70	30
1960	91	8
1961	90	9
1962	95	4
1963	91	9
1964	94	5
1965	67	32
1966	58	41
1967	65	34
1968	45	54
1969	40	59

1970	34	65
1971	34	66
1972	21	78
1973	24	75
1974	33	66
1975	22	77
1976	18	81
1977	20	79
1978	13	87
1979	17	83

Fonte; BNDES: 2005

Essa orientação de divisão dos desembolsos estava amparada no princípio da ditadura militar: a consolidação do modelo brasileiro de capitalismo industrial dependia do setor privado. Dessa forma, o Banco modificou seus critérios usuais de apoio e adotou uma posição pouco convencional até então, pois algumas empresas privadas receberam, simultaneamente, financiamento direto do BNDES, participação acionária da BNDESPAR em 50% do capital e crédito da Finame para aquisição de equipamento nacional (VELASCO JR, 1997).

Esses dados apresentados até aqui esclarecem a inflexão inicial dessa pesquisa: como subsidiárias de investimento em capital de risco nascem dentro de um banco de desenvolvimento?

Embora essas subsidiárias tenham sido criadas em um formato de capital de risco (visto que se envolviam exclusivamente na compra de ações), seu funcionamento não estava fundamentado na lógica do investimento. Seu papel estava orientado em uma lógica de desenvolvimento, sendo que esse pensamento era a categoria central que direcionava os planos econômicos da ditadura militar. O objetivo se centrava em fortalecer a indústria nacional, principalmente a da esfera privada. Nesse contexto, ao operacionalizar ferramentas de capital de risco, o banco as distorce de acordo com um pensamento interventor desenvolvimentista.

Os objetivos das subsidiárias Embramec, Fibase e Ibrasa não estão centrados em realizar fomento buscando uma valorização das ações investidas para, depois disso, operacionalizar a venda para um ator estratégico. O objetivo é contribuir com a capitalização das empresas, assim, as subsidiárias seriam enxergadas como instrumentos de desenvolvimento que contribuiriam com uma lacuna deixada pelo Finame, que é o capital de giro das empresas. É importante ressaltar que os desinvestimentos das ações para um comprador estratégico estão longe de ser o centro das preocupações da atuação das três

subsidiárias do BNDE (BNDE, 1974; 1975; 1976).

Se a criação do Finame faz sentido na fase das substituições das importações, pois contribui com as indústrias na aquisição de equipamentos, a criação das três subsidiárias de capital de risco passa a ter sentido no momento que sua atuação é centrada na contribuição para o fortalecimento do capital de giro das empresas nacionais. Assim, para as subsidiárias nascerem de dentro de um banco de desenvolvimento elas recebiam um entendimento peculiar sobre como deveria ser realizada a gestão do capital de risco - tal gestão é orientada por uma categoria interventora desenvolvimentista.

Finalmente, vale ressaltar que as justificativas apontadas pelo banco para a criação das três subsidiárias não estão pautadas no fortalecimento do mercado de capitais nacional. Nos relatórios desse período, em nenhum momento é justificada a criação dessas subsidiárias para esse fim (BNDE, 1974; 1975; 1976). Nesse momento, os atores (responsáveis por estabelecerem as categorias de entendimento sobre como deveria ser realizada a gestão do capital de risco pelas três subsidiárias) estão inseridos no grupo político dos militares, que, por sua vez, buscavam o fortalecimento das empresas privadas no plano econômico. Desse modo, a criação das três subsidiárias está muito mais orientada ao fomento dessas empresas que ao fortalecimento do mercado de capitais brasileiro.

1.4 A Atuação da BNDESPAR no início da década de 1980

Na década de 1970, o BNDE já possuía os financiamentos do Finame e, conforme mencionado, as três subsidiárias foram criadas com o propósito de complementar as fontes de recursos do banco já existente através de um mecanismo de fortalecimento do capital próprio das empresas (VELASCO JR, 2010). Com esse formato de atuação das subsidiárias, o BNDE ajudou inúmeras empresas em dificuldades financeiras no final da década de 1970 e início da década de 1980. Nesse período, ocorreu na América Latina (inclusive no Brasil), uma fase de estagnação devido ao baixo crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), volatilidade de mercados, aumento da desigualdade social e da inflação. No Brasil, por exemplo, houve significativas reduções no PIB - além disso, as alterações nas taxas internacionais de juros causaram um crescimento da dívida brasileira com os Estados Unidos e, também, aumento do déficit público. A dívida interna seguia o mesmo caminho, aumentando cada vez mais por causa da política fiscal expansionista do governo brasileiro (PAIVA, 2012).

Nesse contexto de crise, as grandes empresas brasileiras possuíam enorme dificuldade financeira. Frente a esse problema, as subsidiárias Ibrasa, Embramec e Fibase

realizaram um papel de sustentação, segundo Velasco Jr (2010, p. 312).

Com o advento da crise que se abateu sobre a economia brasileira no final da década de 1970 e início dos anos 1980, as três subsidiárias do Banco – Ibrasa, Embramec e Fibase – constituídas em 1974 e unificadas em 1982 sob o nome de BNDESPAR, em conjunto com o BNDES, passaram a exercer um papel de sustentação do parque industrial instalado. Isso incluiu, em alguns casos, a garantia da sobrevivência de grupos privados nacionais que tiveram seus investimentos maturados em plena crise. Algumas empresas não foram capazes de pagar os financiamentos e ou honrar avais e finanças que obtiveram do BNDES. Como forma de equacionamento dessa situação, os créditos do Banco foram convertidos em ações que eram assumidas pela BNDESPAR.

Essa prática de apoiar empreendimentos em crise (convertendo dívidas de empresas inadimplentes ao BNDE em participação acionária) ocorreu entre o período de 1974 a 1985 e ficou conhecida como “operações de hospital” (VELASCO JR., 2010; PAIVA, 2012) - reforçando, dessa forma, o argumento de que a atuação das três subsidiárias tinha um caráter interventor. Esse formato de atuação que era realizado pelas subsidiárias, gerou expressivas participações, que, por sua vez, geraram acordos de acionistas que caracterizaram o BNDE como um participante efetivo no controle compartilhado da empresa.

Ocorreram casos em que as dívidas de empresas convertidas em ações para as subsidiárias do BNDE eram tão expressivas que credenciavam o banco a exercer o papel de controlador majoritário da respectiva companhia. Nessas situações, funcionários do BNDE assumiam a presidência da empresa. A seguir, serão pontuados alguns desses exemplos¹²: Casinor teve essa empresa teve como presidente um funcionário da BNDESPAR, já a Sibra teve funcionários da BNDESPAR tanto na diretoria quanto na presidência, por fim, a Caraíba teve um funcionário da BNDESPAR como presidente e vários funcionários do BNDES em sua diretoria.

Vale ressaltar que em 1982, as três subsidiárias se fundiram formando a BNDESPAR. Velasco Jr (2010), explica que:

As empresas controladas pela BNDESPAR chegaram a concentrar mais de 50% do volume de seus desembolsos no período 1982-1985. Os desembolsos se voltaram basicamente para custear gastos correntes das controladas, relegando ao segundo plano os investimentos da BNDESPAR em participações minoritárias. Ocorreu um forte direcionamento de esforços para a administração e para o acompanhamento financeiro e operacional dessas empresas controladas, uma vez que elas se encontravam, como regra, em situação extremamente crítica (VELASCO JR, 2010).

Através do quadro 2 e do quadro 3, serão apresentadas as empresas que eram controladas pela BNDESPAR ou que recebiam grande influência dela.

¹² Dados retirados dos relatórios do BNDES da década de 1980, disponíveis em www.bndes.br

Quadro 2 - Empresas absorvidas pela BNDESPAR

EMPRESAS	SETOR DE ATIVIDADE	PORTE ECONÔMICO	UF	ANO DA COMPRA DE AÇÕES
Caraíba Metais S/A	Mineração e Metalurgia do Cobre	Grande Empresa	BA	1974
Celpag-Cia Guatapar de Papel e Celulose	Papel e Celulose	Grande Empresa	SP	1981
CCB-Cia. De Celulose da Bahia	Papel e Celulose	Grande Empresa	BA	1978
CBC-Cia Brasileira do Cobre	Mineração	Média Empresa	RS	1974
Cia Nacional de Tecidos Nova Ameria	Têxtil	Grande Empresa	RJ	1985
Cosinor-Cia Siderúrgica do Nordeste	Siderúrgica	Grande Empresa	PE	1982
Mafersa S/A	Bens de capital	Grande Empresa	SP	1974
Máquinas Piratininga S/A	Bens de capital	Pequena Empresa	SP	1982
Máquinas Piratininga do Nordeste S/A	Bens de capital	Pequena Empresa	PE	1982
Sibra-Eletrosiderurgica S/A	Ferro-ligas	Grande Empresa	BA	1982

Fonte: VELASCO JR, 2010

Quadro 3 - Empresas não controladas com grande envolvimento com o sistema BNDES

EMPRESAS	SETOR DE ATIVIDADE	PORTE ECONÔMICO	UF	PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA
Aracruz Celulose S/A	Papel e Celulose	Grande Empresa	ES	Controle compartilhado a BNDESPAR e outros grupos, regulado através de Acordo de Acionista.
Cimetal Siderurgia S/A	Siderurgia	Grande Empresa	MG	Controle compartilhado entre BNDES e o BDMG.

Cobra Computadores e Sistema Brasileiros S/A	Informática	Grande Empresa	RJ	Controle compartilhado entre o BNDES, a CEF e o Banco do Brasil
CRN-Cia Riograndense de Nitrogenados	Energético	Média empresa	RS	Controle compartilhado entre a BNDESPAR, Petrofértil e o Estado do Rio Grande do Sul
Siderurgia N.S. Aparecida S/A	Siderurgia	Média Empresa	SP	Embora não tivesse o controle da empresa, participava das decisões
Usiminas Mecânica S/A – Usimec	Bens de capital	Média Empresa	MG	Controle assumido pelo BNDES pela cisão da USIMINAS.

Fonte: VELASCO JR, 2010

Os dados permitem indicar que a criação das *holdings* para atuar na compra de participação acionária vai além da esfera do fomento. Ao atuar nas empresas que recebem seus investimentos através de seus atores, a BNDESPAR torna-se uma fonte de força presente na direção de estruturar os entendimentos sobre a gestão da respectiva empresa. Dessa forma, a subsidiária do BNDES já se postula desde a sua fundação como uma fonte de força na construção das instituições dos mercados, argumento esse que será desenhado ao longo desta tese. Na década de 1970 e início da década de 1980, a atuação da BNDESPAR contribuiu para construir os entendimentos da estrutura de governança de um conjunto de empresas investidas; já os direitos de propriedades dessas empresas privadas foram alocados ao Estado, através da conversão das dívidas em ações que seriam detidas pela BNDESPAR.

Em relação às normas de transação do mercado de capitais de 1965 até 1975, vale

ressaltar que elas se concentravam exclusivamente na Lei do mercado de capitais de 1965. A função de fiscalização desse mercado cabia ao Banco Central, que se pautava nas orientações da lei para realizá-la. Em 1976, uma nova lei para o mercado de capitais foi elaborada e, junto com essa, a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (uma instituição que atuaria exclusivamente na fiscalização e regulação do mercado de capitais). Nessas duas fases, as regulações do mercado de capitais estavam pautadas na orientação de fortalecer esse mercado para que ele desse subsídio ao processo de industrialização que ocorria no Brasil (CVM, 2016). No quarto capítulo desta tese, será notado que no final da década de 1990, as normas de funcionamento do mercado de capitais passam a ter um foco central no acionista, esse foco seria consequência da construção de uma nova concepção de controle, baseada no valor para o acionista.

A seguir, será apontado que, em 1976, as *holdings* do BNDE expandiram suas atribuições iniciais e passaram também a fornecer consultorias para as empresas da sua carteira. Isso reforça que sua atuação envolve também a construção dos entendimentos de como as empresas deveriam ser geridas.

1.5 O BNDESPAR enquanto consultor empresarial

Em 1976, foi firmado um convênio entre as subsidiárias do BNDE e o Programa Nacional de Treinamento de Executivos (PNTE) desenvolvido pela secretaria de planejamento da presidência da república. Posteriormente, as subsidiárias assumiram o controle do programa. As ações desse programa envolviam criar projetos de consultoria e apoio gerencial para as empresas da carteira de ações da Embramec, Fibase e Ibrasa (que posteriormente se tornaram BNDESPAR) (SOARES, 1991). A tabela 2 aponta os tipos de projetos realizados através desse programa de consultoria.

Tabela 2 - Atividades de apoio gerencial realizadas pela BNDESPAR

Período	Tipo de projeto	Números de empresas	Números de projetos	Números de horas	Número de participantes
1976/77	Cursos modulados	281	30	1008	411
1977/84	Seminários abertos	100	47	992	150

1977/85	Projetos de desenvolvimento gerencial	84	120	10861	-
1976/85	Projetos internos	-	22	655	472

Fonte: SOARES, 1991.

Esse programa tinha um corpo técnico próprio de consultores que trabalhavam sob a forma de projeto - com objetivos, metodologias, carga horária e conteúdo programático. Os projetos eram elaborados com as informações obtidas junto às áreas operacionais da BNDESPAR e junto à própria empresa e se referiam aos temas gerenciais. Os projetos eram desenvolvidos dentro da empresa por um consultor ou vários. O consultor tinha o objetivo de orientar o trabalho a ser executado pelo próprio pessoal da empresa (diretores e gerentes) (SOARES, 1991).

Nesses projetos, não eram ministradas aulas, mas eram realizadas reuniões. Pelo seu caráter prático, os projetos eram implantados na medida em que se desenvolvia. Os consultores do BNDE estavam presentes em todas as atividades do projeto, a eles cabendo a articulação da BNDESPAR com a empresa (SOARES, 1991).

Esse projeto indica que a BNDESPAR exerce um papel de difusão de ferramentas gerenciais. Logo, através desse processo, a estatal atuaria na direção de criar as categorias de entendimento de gestão empresarial. Desse modo, já no seu início, a atuação da subsidiária do BNDE funciona na direção do argumento que será desenhado nessa tese: indo além de fomento, a *holding* seria uma fonte de força na configuração das instituições dos mercados (FLIGSTEIN, 2012).

2 O PERÍODO 1987-1998: A CONTRIBUIÇÕES DA BNDESPAR NA CONSTRUÇÃO DE UM ESTADO “REGULADOR”

2.1 Apresentação do capítulo

A década de 1980 consistiu em um período de recessão econômica no Brasil, marcada pelo baixo crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), alta taxa de inflação, retração na produção industrial e desigualdade social. O cenário econômico negativo colocava o Brasil em um momento de crise, Fligstein (2012) aponta que os momentos de crise econômica abrem veredas para transformações nos mercados. Segundo esse autor, uma das principais características fundamentais da sociedade capitalista é a dinâmica interativa dos mercados: alguns mercados estão a emergir, outros são estáveis e outros ainda estão em crise, sujeitos às mudanças.

Desse modo, no Brasil, a crise dos anos 1980 abriu veredas para transformações relacionadas ao papel que o Estado deveria desempenhar frente aos mercados. Se no início da década de 1980 havia um Estado “interventor”, movido pela orientação do desenvolvimento; no início dos anos 1990 havia um Estado regulador, que defendia a privatização e a abertura comercial. Dessa forma, esse capítulo pretende verificar como o BNDES e a BNDESPAR contribuíram durante a década de 1980 para reclassificar os entendimentos acerca de qual deveria ser o papel do Estado.

Assim como no capítulo anterior, a principal fonte de dados foram os trabalhos de atores-chave do BNDES publicados em revistas acadêmicas, neles, são apresentados os projetos estratégicos desenvolvidos pelo banco durante o período analisado nesta parte da tese (MOURÃO, 1994; VELASCO JR, 2010, 1997, 1999, 1995). Esse capítulo será dividido em duas seções: inicialmente serão tratadas as transformações ocorridas no BNDES no final da década de 1980 e, em seguida, será analisado o papel do banco nos anos 1990.

2.2 A atuação da BNDESPAR e BNDES no final da década de 1980

A década de 1980 marca uma fase de transição que culmina na ruptura da trajetória desenvolvimentista, até então em vigor no Brasil. Segundo Bresser Pereira (1998), durante essa década havia uma frustração em relação ao projeto desenvolvido no governo Geisel, que tinha o objetivo de tornar o Brasil uma potência intermediária. Esse resultado não foi alcançado, pelo contrário, na década de 1980, o Brasil entra em um momento de recessão econômica no qual não consegue emplacar um crescimento contínuo. Nesse cenário, a dificuldade econômica gera, ao então governo Figueiredo, uma redefinição dos objetivos do

Estado, pois os projetos de longo prazo que vinham sendo executados (como industrialização e desenvolvimento da infraestrutura) deram lugar às prioridades de curto prazo (BRESSER PEREIRA, 1998).

Araújo (2015) aponta que esse contexto de crise abriu veredas para críticas na esfera econômica acerca do tamanho do Estado - sendo que tais críticas colocavam os grupos que defendiam uma orientação interventora na defensiva. Dessa forma, teria início um período em que o Estado desenvolvimentista (defendido na década de 1970 pela ditadura militar) já não teria a mesma legitimidade.

Para Araújo,

A partir dos anos 1980, em função do aprofundamento da crise da dívida externa, da necessidade de reajuste fiscal e cambial, do descontrole inflacionário, e também do desgaste do modelo de desenvolvimento do regime militar, a diminuição do tamanho do Estado e sua saída de segmentos até então considerados estratégicos foi ganhando corpo. Na Constituição de 1988, apesar de sua importância para a democratização, do ponto de vista do avanço do ideário liberal, nela estão contidas brechas e aberturas, principalmente, no campo da definição de conceitos, que seriam decisivos para o futuro processo de privatizações (ARAÚJO, 2015, p.7).

As inflexões sobre o tamanho do Estado afetavam também o BNDES, que segundo Mourão (1994), a situação deixava o banco refém de uma crise de identidade, visto que diante desse contexto de instabilidade econômica não conseguia estabelecer uma linha clara de ação. De um modo geral, o único consenso que havia era a necessidade do BNDES se atentar para os problemas econômicos sociais mais urgentes.

Mourão (1994) menciona que a falta de uma linha clara de ação para o banco abriu veredas para que grupos de funcionários de carreira do BNDES elaborassem e executassem projetos de forma autônoma. Mourão ainda indica que foi o contexto de transição de governos (marcado pelo fim do período militar) que contribuiu para que os funcionários do banco conseguissem realizar seus projetos com autonomia. Essa liberdade era um fenômeno muito raro no BNDES, visto que, na década passada, os projetos econômicos da ditadura militar serviam de mandato institucional para determinar qual seria a linha de ação do banco (PAIVA, 2012).

Dessa forma, a partir de 1986, grupos de funcionários técnicos¹³ elaboraram dois projetos ligados à ação estratégica do banco, tratam-se da Integração Competitiva e dos desinvestimentos da carteira da BNDESPAR. Esses projetos contribuíram para definir novas

¹³ Vale ressaltar que esses grupos não são indicados politicamente e, sim, são funcionários de carreira que ocupavam cadeiras de trabalho de destaque na estrutura do banco.

categorias sobre como deveria ser a atuação do BNDES. Ambos os projetos carregam consigo orientações de Estado “regulador”, abertura comercial e privatizações. Eles serão melhores apresentados a seguir.

Em 1986, o BNDES se engajou no projeto de Integração Competitiva que estava relacionado ao objetivo de ligar o Brasil ao quadro de globalização da economia. O ator-chave no desenvolvimento da Integração Competitiva foi Julião Mourão¹⁴. Esse ator destaca que foram três aspectos importantes que ganharam ênfase no banco e antecederam o projeto de Integração Competitiva e esses teriam preparado o terreno para as mudanças que estavam por vir. Tratam-se:

- Da identificação de que componentes autônomos de demanda privada seriam responsáveis por um novo ciclo de crescimento, abandonando a ideia de um desenvolvimento liderado pelo Estado;
- Da visão de mercado externo como importante indutor do desenvolvimento, e não como concorrente da produção voltada a atender as necessidades internas;
- Da Modernização empresarial visando à competitividade como um objeto essencial para o desenvolvimento econômico e social, e não apenas a expansão da capacidade geradora de emprego (MOURÃO, 1994, p. 12).

De imediato, os aspectos acima mencionados indicam que estaria ganhando ênfase no banco entendimentos que apoiavam um Estado “regulador”, diferente das propostas desenvolvimentistas adotadas pelos governos nacionais até esse período. De um modo geral, o projeto Integração Competitiva, conforme será descrito, estava também em diálogo com a ideia de privatização e abertura comercial.

O projeto de Integração Competitiva consistiu na elaboração de um planejamento estratégico para o banco através da construção de cenário¹⁵. Esse planejamento enquadrou o período 1986-1989. A primeira constatação realizada por esse projeto apontava para o

¹⁴ Julio Mourão foi superintendente de planejamento do BNDES entre 1983 e 1990 e é conhecido por ter sido um dos intelectuais responsáveis pela idealização e aplicação da teoria da "integração competitiva" no Brasil, que marcou uma mudança crucial na política desenvolvimentista do país. Nascido em Belo Horizonte, estudou no Colégio Estadual de Minas Gerais antes de mudar-se para o Rio de Janeiro e formar-se em economia pela UERJ. Kursou mestrado em Engenharia de Produção na UFRJ. Entrou no BNDES por concurso público em 1966 e chegou a exercer o cargo de superintendente. Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/marcos-pereira-viana>. Acesso 03/03/2015.

¹⁵ A construção de cenários é uma parte do planejamento estratégico que combina ferramentas e tecnologias para administrar as incertezas do futuro, ou seja, são modelos para antecipar situações que podem ocorrer. O planejamento por cenários é um método estruturado (disciplinado) para imaginar futuros possíveis. Um cenário é uma visão internamente consistente da estrutura futura de um setor. É baseado num conjunto de suposições plausíveis sobre as incertezas importantes que poderiam influenciar a estrutura industrial (PORTER, 1996).

esgotamento das substituições das importações. Julião Mourão justifica que:

Nós não negamos o papel da substituição de importações. No período dos anos 50 ele exerceu um papel importante, grande parte dos anos 60, depois nos anos 70, já com mais problemas, mas foi o motor do desenvolvimento por muitos anos. Então, nós não negamos o papel da substituição de importação e nem o papel do Estado que foi o empreendedor de uma série de setores, com um papel desenvolvimentista. O que nós dissemos é que o mundo estava mudando e que o Brasil já tinha chegado num grau de desenvolvimento que ele tinha que descobrir novos caminhos. Ele tinha não, ele ia passar por um processo diferente. Aquele anterior tinha se esgotado. (...) Então, não havia motivação ideológica. Nós apenas constatamos algo que a gente vislumbrava que iria ocorrer. Podia retardar mais ou menos dependendo do governo, dos políticos. Mas que era um processo que o Brasil ia entrar e o resto do mundo também. Tanto que entrou, a Ásia, os BRICS, todos entraram, o Brasil deu uma atrasada, a Coréia veio antes (PIRES, 2010).

Mourão justifica a necessidade de redefinir a atuação do BNDES através do argumento da crise financeira do Estado:

Constatou-se que a poupança do setor público, que na década de 1970 havia alcançado níveis elevados e permitindo um enorme crescimento dos investimentos estatais, havia não só esgotado, como revertido em déficit. Diante da necessidade de um plano de estabilização que superasse o processo inflacionário, e tendo em vista a profunda crise financeira do Estado, o país não deveria mais contar com investimento público como fator de crescimento. Pelo contrário, o Estado deveria passar por um forte enxugamento (MOURÃO, 1994, p.13).

Além desse argumento, Mourão também apontava que o comércio internacional poderia ser benéfico às empresas brasileiras: *“grande parte do crescimento internacional vem se dando pelo comércio intrafirmas, ou seja, entre as matrizes e filiais, assim os países que querem aproveitar as oportunidades que o mercado internacional oferece devem ter em conta esta realidade”* (MOURÃO, 1994, p. 16).

O projeto de integração competitiva também defendia uma nova orientação para o Estado:

A intervenção do Estado na economia deveria mudar radicalmente de natureza: ao invés de provocar distorções no mercado visando beneficiar a produção voltada para o mercado interno, mesmo que a um custo mais elevado, deveria passar a estimular a competitividade, a produção ao menor preço e com qualidade de nível internacional. Era preciso facilitar o acesso de empresas brasileiras ao mercado mundial, modernizar a infraestrutura para melhorar a competitividade sistêmica (MOURÃO, 1994, p. 16)

Para justificar a necessidade de explorar os benefícios do mercado, Mourão ressalta ainda que:

A abertura da economia brasileira à competição externa seria um passo importante nessa direção, com a eliminação de subsídios, de controles quantitativos das importações, da proteção estatal e com a redução gradual e planejada das barreiras alfandegárias. O Brasil precisava uma nova postura nas negociações com o GATT e em outros foros multilaterais, abandonando posições terceiro-mundista e procurando se inserir construtivamente como um parceiro no sistema internacional. Era o momento de flexibilizar as regras para o capital estrangeiro, no sentido de estimular especialmente as associações em empresas nacionais visando ao desenvolvimento tecnológico e à ampliação de mercados (MOURÃO, 1994, p. 16).

O programa de Integração Competitiva coordenado por Mourão gerou como consequência uma reorganização interna no banco. O objetivo dessa reorganização seria se adaptar às novas condições, gerando um “novo BNDES” (MOURÃO, 1994).

De forma agregada, os dados sobre o projeto de Integração Competitiva, indica que o BNDES seria uma das primeiras instituições brasileiras a incorporar princípios do que viria a ser o Consenso de Washington. Esse último foi realizado no *International Institute for Economy* em 1989, através de reuniões em que se debateram mudanças fundamentais para os países da América Latina sobrepujarem os momentos de crise que enfrentavam (notadamente a crise relacionada à dívida desses países). Funcionários do governo dos Estados Unidos participaram da reunião, além de organismos internacionais e economistas latino-americanos. O resultado desse encontro foi o desenvolvimento de dez regras de cunho neoliberal que prescreveram os rumos da economia para voltar ao caminho do crescimento (IBARRA, 2011).

A proposta do Consenso de Washington teve como objetivo atacar as medidas protecionistas dos países da América Latina. Essas nações eram marcadas por economias pouco competitivas, alto grau de endividamento e escassez de moeda estrangeira. Diante deste cenário, os países latino-americanos adotaram as medidas protecionistas na intenção de proteger suas economias. Para o Consenso de Washington, essa proteção prejudicava os interesses dos consumidores nacionais, pois restringia seu acesso aos novos produtos, bem como inibia a inserção dos países em uma economia mundial mais competitiva (IBARRA, 2011).

Araújo (2015) aponta que o grupo de atores que formava o projeto de Integração Competitiva, na sua maioria, tinha mestrado ou doutorado em economia - desse modo, eles acompanhavam as publicações acadêmicas americanas sobre os novos planos econômicos desenvolvidos em torno da constituição do Consenso de Washington.

Tem-se assim “mãos visíveis” no BNDES que atuam na criação de categorias frente à economia brasileira que defendem o Estado “regulador”. Em 1986, essa ideia defendida pela

Integração competitiva deu sustentação para efetivação de mais um projeto com apelo ao Estado “regulador”: o desinvestimento da carteira da BNDESPAR.

Conforme mencionado no capítulo anterior, várias empresas tinham suas ações sob o controle da BNDESPAR, de modo que, em várias dessas empresas, a *holding* estatal era majoritária. Entre 1987 e 1989, ocorreu uma série de processos de desinvestimentos dessas ações. Esses processos estavam em diálogo com os apontamentos realizados pelo projeto de Integração Competitiva, que indicavam que “*o melhor caminho seria usar os mecanismos de mercados*” (MOURÃO, 1994, p. 16).

Durante o período de 1987 até 1989, houve uma mudança na estratégia de atuação da BNDESPAR, pois sua função principal deixou de ser o investimento em ações e passou a ser o desinvestimento da sua carteira. Desde a fusão das suas antecessoras, em 1982, a subsidiária se encontrava em situação financeira deficitária: sem condições de investir de maneira eficiente nas novas empresas promissoras e nas já financiadas (que também se encontravam em quadro agudo de crise). Nesse cenário, a saída foi desinvestir sua carteira de participação acionária (VELASCO JR, 2010).

Conforme exposto anteriormente, a BNDESPAR investiu na compra de participações acionárias para fortalecer o capital de giro das empresas. Contudo, a maioria desses empreendimentos enfrentou grandes dificuldades financeiras - o que, por sua vez, levou a BNDESPAR a comprar significativas porções de ações, com o propósito de evitar falência. Dessa forma, em muitos casos, a subsidiária se tornou a majoritária do capital acionário e passou a controlar a empresa - quando isso acontecia, um funcionário do BNDES era alocado para presidir a respectiva companhia.

Contudo, os efeitos dessa estratégia não foram positivos, pois as empresas investidas não obtiveram (no mercado) os ganhos esperados, pelo contrário, as consequências foram significativos prejuízos. Diante dos resultados negativos, a BNDESPAR alocou ainda mais recursos nessas companhias, na tentativa de reverter tal situação. Nesse período, esse contexto fez com que os investimentos da *holding* gradativamente passassem a ser destinados às suas empresas controladas, diminuindo a realização de aportes em novas empresas. A tabela 3 compara os recursos alocados para novas empresas com os recursos que eram usados para as companhias que eram controladas.

Tabela 3 - Comparação dos aportes do BNDES entre empresas controladas e novos investimentos no período 1982/85 (%)

APLICAÇÕES	1982	1983	1984	1985
Em controladas	49	42	59	69
Em novos investimentos	51	58	41	31
Total	100	100	100	100

Fonte: BNDES, 1992.

A seguir, na tabela 4, será apontada a evolução dos prejuízos da BNDESPAR no período.

Tabela 4 - Evolução dos resultados da BNDESPAR no período 1982/85 (em milhões)

RESULTADOS	1982	1983	1984	1985
Prejuízos do ano	88,4	137,3	222,6	61,4

Fonte: BNDES, 1992.

Esse cenário negativo gerou críticas internas para essa estratégia de atuação. Essas críticas não se concentravam somente nos excessos de recursos financeiros aplicados para resolver os problemas econômicos das empresas investidas, mas também no fato de ter sido alocado um funcionário do banco para presidir e gerir a empresa (conforme exposto no capítulo anterior). Acreditava-se que esse funcionário não teria a *expertise* necessária para tal função (VELASCO JR, 2010). Junto às prescrições do projeto de Integração Competitiva, essas críticas deram base para a BNDESPAR operacionalizar o desinvestimento da sua carteira de ações.

Entre 1987/1989, quem presidiu o BNDES foi Marcio Fortes¹⁶: importante ator do

¹⁶ É formado em engenharia civil pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, com especialização em Desenvolvimento Urbano. Fez pós-graduação, cursou Engenharia Econômica, na UFRJ, e Elaboração e Análise de Projetos Habitacionais, na Fundação Getúlio Vargas. Fez, também, um curso de extensão política na Universidade de Harvard (EUA). Marcio Fortes, iniciou, ainda jovem, suas atividades políticas, tendo sido presidente do Diretório Acadêmico da PUC-Rio e membro do Conselho Universitário, como representante do corpo discente, eleito por voto direto. Em 1979, aos 34 anos, foi secretário-geral do Ministério da Fazenda, na gestão de Karlos Heinz Rischbieter. Nessa condição foi, por várias vezes, ministro da Fazenda interino. Assumiu a presidência do BNDES em 1987. Foi a partir de seu trabalho que se concluiu pelo esgotamento do modelo da política industrial vigente, baseada no protecionismo. À frente do BNDES, comandou o primeiro programa de privatização do País, com a desestatização de 17 empresas, em dois anos, como a Aracruz Celulose, Nova América e Caraíba Metais. Nas eleições de 1994, teve expressiva vitória, sendo o deputado federal (PSDB/RJ) mais votado na cidade do Rio de Janeiro. Destacou-se em seu primeiro mandato, ocupando a vice-presidência da Comissão de Finanças e Tributação. Vice-presidente do PSDB, reelegeu-se para a Câmara dos Deputados em 1998. Nessa mesma época, foi eleito primeiro vice-presidente da Federação das Indústrias do Estado do Rio de Janeiro (Firjan), onde permaneceu até 2001. Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/marcio-joao-de-andrade-fortes>. Acesso em: 03/03/2015.

PSDB na década de 1990, tornando-se vice-presidente do partido. Ainda no governo Sarney, Fortes tinha uma equipe de técnicos de carreira no banco que, durante seu mandato, desinvestiram as ações de 17 empresas das quais a subsidiária participava. Isso rendeu à *holding* estatal situação financeira superavitária em 1988, pela primeira vez em seis anos. A partir desse ano a BNDESPAR passou a investir preponderantemente em projetos novos, porém na posição de minoritária. Em relação aos aportes às empresas já financiadas, foi apenas despendido um percentual mínimo dos valores: dessa forma, gerou-se uma renovação na carteira de clientes do Sistema BNDES e viabilizou-se a continuidade não apenas do seu modelo de fomento industrial (mediante participação societária), mas também um equilíbrio financeiro que favorecia a atuação do banco como emprestador (VELASCO JR., 2010).

Velasco Júnior (2010) aponta que em momento algum houve um consenso neoliberal no governo Sarney (governo que sucedeu os militares). Durante o período Sarney, os debates acerca de princípios neoliberais - como privatização, desregulação e liberação comercial - apareciam de maneira pouco perceptível. O governo que sucedeu os militares no poder tinha a mesma fé de seus antecessores sobre o papel do Estado enquanto condutor do desenvolvimento. Sarney se diferenciava basicamente pela oposição ao autoritarismo do período anterior. Dessa forma, Velasco Jr. (2010) indica que as ações neoliberais ocorridas em seu mandato estão mais relacionadas à orientação do BNDES, devido à autonomia que esse banco detinha na realização dos projetos de Integração Competitiva e desinvestimento da carteira de ações da BNDESPAR.

Velasco Júnior (2010) aponta que foram quatro os motivos que propiciaram os desinvestimentos da carteira da BNDESPAR. O primeiro era o custo elevado que a *holding* do BNDES tinha para manter as suas empresas controladas.

Segundo, era necessário um grande dispêndio por parte do corpo técnico do banco para acompanhar e gerir as empresas. Sendo que, os funcionários que eram direcionados para gerirem essas companhias não tinham preparo nem formação para tal função. O autor ressalta que, economicamente, essas empresas estavam em situação crítica, tornando-se, dessa forma, difícil a gestão de cada uma delas.

A terceira razão remete à ineficácia dos aportes de capitais nas companhias controladas pelo banco. O quarto motivo decorre dos outros três, trata-se dos sucessivos prejuízos da BNDESPAR no período 1982-1987 (VELASCO JÚNIOR, 1999).

A seguir, no quadro 5, as empresas desinvestidas pela BNDESPAR serão apresentadas em ordem cronológica.

Quadro 4 - Desestatizações realizadas pela BNDESPAR no período 1987/1989

<u>EMPRESA</u>	<u>RAMO</u>	<u>DATA DA LICITAÇÃO</u>	<u>COMPRADORES</u>
1 - CIA. DE TECIDOS NOVA AMÉRICA	TÊXTIL	09/06/1987	MULTIFABRIL S/A – GRUPO CATAGUESES-LEOPOLDINA
2 - MÁQUINAS PIRATINIGA DO NORDESTE S/A	BENS DE CAPITAL	23/07/1987	CIA. DE CIMENTO PORTLAND POTY
3 - MAQUINAS PIRATININGA S/A	BENS DE CAPITAL	15/09/1987	WIPPETAL IND. DE MAQ. LTDA
4 - SIDERÚRGICA N.S. APARECIDA	SIDERÚRGICA	10/12/1987	VILARES IND. DE BASE S/A - VIBASA
5 - SIBRA – ELETROSIDERURGICA BRASILEIRA S/A	FERRO-LIGAS	-	
<i>5.1 - VENDA DO CONTROLE</i>		11/04/1988	FERRO-LIGAS DO NORTE S/A
<i>5.2 - VENDA PARA ACIONISTA MIN. VOTANTES</i>		12/07/1988	NKK/MARUBENI CORPORATION
<i>5.3 - LEILÃO ESPECIAL</i>		25/09/1989	VÁRIOS
<i>5.4 - DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA</i>		03/03/1989	VÁRIOS
6 - ARACRUZ CELULOSE S/A	CELULOSE	-	-
<i>6.1 – VENDA DE CAP. VOTANTE</i>		03/05/1988	ALBATROZ S/A (GRUPO SAFRA)
<i>6.2 – DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA</i>		16/06/1988	7860 NOVOS ACIONISTAS
<i>6.3 - VENDA EM PREGÃO</i>		03/03/1989	VÁRIOS
7 – CIA. GUATAPARÁ DE CELULOSE E PAPEL	CELULOSE E PAPEL	09/05/1988	S/A INDÚSTRIA VOTORANTIM
8 – CARAÍBA METAIS S/A	COBRE	-	
<i>8.1 - VENDA DE CONTROLE</i>		24/08/1988	S/A MARVIN – CIA. PARAIBUNA DE METAIS E BANCO DA BAHIA DE INVESTIMENTO S/A
<i>8.2 – DISTRIBUIÇÃO DE AÇÕES PREF. CLASSE E</i>		14/11/1988	VÁRIOS
9 – CIMETAL SIDERURGIA S/A	SIDERURGIA	-	
<i>9.1 – LEILÃO DE ATIVOS</i>		21/11/1988	GRUPO GERDAU
<i>USINA BARÃO DE COCAIS – FAZ, DO GAMA E RIO PARDO</i>			
<i>USINA DE JOÃO NEIVA E FAZENDAS SÃO MATEUS E MUCURI</i>			
<i>FAZENDAS CLEMENTINO I E II E MEDEIROS</i>			
<i>9.2 – ALIENAÇÃO DE ATIVOS REMANECENTES</i>		13/03/1989	GRUPO INONIBRÁS
<i>USINA GUSA 7 LAGOAS</i>			INOBRÁS
<i>USINA GUSA I</i>			IMEF
<i>USINA II</i>			ARG LTDA
<i>USINA GUSA V E VI</i>			CONSTR. FERGONI
<i>FAZENDA DAS MARAVILHAS</i>			BENIGNO
<i>9.3 – LEILÃO DA FAZENDA SÃO FRANCISCO</i>			SILVIO/SILVEIRA
10 – CIA B. DO COBRE – CBC	MINERAÇÃO	29/03/1989	EMPRE. CBC

11 – CIA FERRO E AÇO DE VITÓRIA – COFAVI	SIDERURGIA	12/07/1989	DUFERCO
12 – CIA. DE CELULOSE DA BAHIA – CCB	CELULOSE	17/07/1989	KLSBIN
13 – USINA SIDERURGICA DA BAHIA – USIBA	SIDERURGIA	03/10/1989	TRONCOSUL (GRUPO GERDAU)

Fonte: BNDES, 1992

Nesse momento, o desinvestimento realizado pela BNDESPAR não segue a orientação de uma gestora de capital de risco convencional. Além disso, nos textos publicados pelos funcionários do banco que participaram dessa época, esses desinvestimentos são chamados de “privatização” das ações da BNDESPAR (VELASCO JR, 1996; MOURÃO, 1994). Tal terminologia utilizada é confusa ou equivocada, uma vez que o termo correto no espaço da indústria de capital de risco seria “desinvestimento da carteira da BNDESPAR”. O uso inadequado da expressão “privatização” indica que, neste período, a cultura de capital de risco ainda era incipiente no espaço econômico brasileiro, restrita a pequenos grupos ligados aos bancos de investimento (MUNDO NETO, 2014). O termo “privatização” seria também um indicativo que a subsidiária não era entendida pela lógica do capital de risco, pois ela não é enxergada como uma acionista que desinveste, mas como uma proprietária estatal que “privatiza”.

A experiência da BNDESPAR com os desinvestimentos empreendidos no final da década de 1980 influenciou os planos nacionais de desestatização e a regulação a eles atrelada, marcantes para o cenário brasileiro da década de 1990: 36 outros grupos empresariais estatais brasileiros de 1991 até 2000 foram privatizados (SCHAPIRO, 2008). O BNDES atuou como agente de privatização a partir do governo Collor, contando com o apoio técnico da sua subsidiária BNDESPAR, que, no Brasil, havia adquirido *expertise* única para empreender processos de leilões de empresas (VELASCO JR., 2010). Tal *expertise* foi alcançada porque os desinvestimentos realizados pela BNDESPAR teriam que ser feitos de maneira pública. Dessa forma, ainda na década de 1980, a *holding* arquitetou o modelo de leilão que seria fortemente utilizado na década seguinte.

De acordo com Velasco Júnior (2010), a BNDESPAR empreendia os seguintes passos para viabilizar o processo de devolução das ações das empresas ao mercado.

Primeiramente, eram identificados os pontos críticos da companhia-alvo. Em praticamente todos os casos, desde o Governo Sarney até o Governo Cardoso, era necessária alguma reorganização financeira de dívida. 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 (VELASCO JR, 2010).

A subsidiária refletia ainda sobre a conveniência de se 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”¹⁷ (VELASCO JR., 2010).

Identificados os pontos críticos, estruturou-se uma comunicação ao público e refletiu-se sobre o melhor modelo para a venda do controle acionário em cada caso. O comunicado teve o objetivo de justificar a operação de privatização, além de ter sido uma experiência pioneira para conferir transparência à 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 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 desinvestimentos, prevaleceu o modelo de venda das ações detidas pela BNDESPAR em bloco único, mediante leilões em viva voz realizados em bolsa de valores, nos quais os adquirentes dos lotes poderiam realizar o pagamento com créditos securitizados que detivessem 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 desinvestimento 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, o que acabava acontecendo em lotes com limites máximos de aquisição por cada investidor, objetivando

incentivar a dispersão (VELASCO JR., 2010).

Em suma, a década de 1980 é um período de transição na BNDESPAR. Se, até 1985, sua função era de intervir nas empresas para ajudá-las no capital de giro, de 1986 em diante seus entendimentos são reclassificados para uma orientação de Estado “regulador”. O aparecimento dessas novas categorias é justificado inicialmente pelos números negativos do formato de atuação da BNDESPAR (que já vinham ocorrendo desde o final da década de 1970). Em seguida, há as ações de atores chave, como Júlio Mourão (com o projeto de Integração Competitiva) e o presidente do banco Márcio Fortes: ambos defenderam categorias que estariam alinhadas com as bases do Consenso de Washington.

Fligstein (2012) indica que os momentos de crise são cruciais para gerar transformações nos mercados e, nesses momentos, um ator significativo que estabiliza novas categorias é o Estado. Os dados da atuação da BNDESPAR e do BNDES no final da década de 1980 mostram que atores-chave do banco contribuíram para a construção de um novo entendimento para o papel do Estado frente ao mercado. Tais atores podem ser entendidos como “atores socialmente hábeis”, no sentido de Fligstein (2009; 2012). A habilidade social seria “a habilidade de motivar os outros a tomar parte em uma ação coletiva”, “que se prova crucial para a construção e reprodução de ordens sociais locais” (FLIGSTEIN, 2009; 2012).

Com os projetos de Integração Competitiva e desinvestimentos da carteira da BNDESPAR, é interessante ressaltar que os atores do BNDES já estavam preparados para receber um governo com uma agenda neoliberal – que, por fim, se materializou com a eleição de Fernando Collor de Melo.

2.3 BNDES na década de 1990: o banco das privatizações

Em 1990, Fernando Collor assume o posto de presidente do Brasil. Durante a campanha eleitoral, os técnicos do BNDES (especialmente os participavam ou tinham proximidade com o projeto de Integração Competitiva) apresentaram suas propostas aos quatro principais candidatos ao posto de presidente da República. De acordo com Nassif (1994), as propostas foram muito bem aceitas pelo presidente eleito, Collor. Embora o novo presidente não tenha alocado Júlio Mourão para a diretoria do BNDES, ele indicou Eduardo

¹⁷ Esse fato ilustra como o mercado de capitais ainda não estava maduro quanto a regulação, regras. A discussão sobre essas diferenciadas que traria maior segurança ao investidor será realizada no fim da década de 1990, com a governança corporativa.

Modiano¹⁸ para a presidência do banco. Modiano era coordenador do departamento de economia da PUC-RJ. Grun (2005) aponta que os cursos de economia dessa instituição teriam como referência o curso de economia da universidade de Chicago, que foi construído sob a orientação da ortodoxia liberal.

Pires descreve que:

Antes da eleição e depois dela, a equipe de transição do Collor vinha discutir com representantes do BNDES questões de política econômica. O BNDES vinha sendo o agente da desestatização. Na verdade, inventara o método de como executá-la e lançara a “Integração Competitiva” como sucessão da “Substituição da Importação”. E a privatização e a abertura comercial (que foi implantada de uma maneira diferente do que era proposto na Integração Competitiva) seriam as prioridades do Governo Collor (PIRES, 2010).

Ao chegar ao banco, Eduardo Modiano se compromete a dar continuidade aos projetos de Integração Competitiva (PIRES, 2010). Além dele, é importante ressaltar que a equipe da BNDESPAR que realizou os projetos de desinvestimento da carteira de ações, ganhou ênfase: o resultado foi dois líderes desse projeto assumindo cargos da diretoria da *holding*. Um deles foi Sérgio Zendron, que obteve o posto de superintendente. O outro foi Licínio Velascos Jr: esse é funcionário de carreira do banco que assumiu o cargo de diretor em 1990. Julio Manoel de Barros e Ricardo Lima Viana completavam as cadeiras de diretores da BNDESPAR: ambos contribuíram com os projetos de desinvestimento da carteira de ações no final da década de 1980 (BNDES, 1991). Dessa forma, havia a preocupação em dar sequência aos movimentos de privatização nesse novo período, principalmente através das contribuições de atores pioneiros na experiência de leilões públicos de ações no Brasil que estavam no BNDES.

Eduardo Modiano indica que:

“Grande parte das políticas que o governo Collor queria implementar, já vinham sendo discutidas, geradas, trabalhadas dentro da área de planejamento do próprio banco. O que se queria era dar uma guinada, uma acelerada nesse processo de modernização. Mesmo a privatização, que assumiu a forma de Programa Nacional de Desestatização, com uma estrutura e uma legislação própria, já tinha sido iniciada e vinha sendo gerida, ainda que timidamente dentro do banco, pela BNDESPAR. (...) A abertura da economia, que causaria grande mudança na atuação do banco e na economia brasileira, já que configurava um afastamento das políticas setoriais e do intervencionismo, também já vinha sendo discutida dentro da área de planejamento do banco. Mas vinha sendo discutida e implementada a numa velocidade mais lenta e de uma forma gradual. A ideia era aproveitar esse processo de mudanças e dar-lhe

¹⁸ Eduardo Modiano é graduado em economia. Possui PhD em economia pelo MIT. Colaborou com a equipe que implementou o plano cruzado. Foi presidente do BNDES entre 1990 e 1992, quando também participou do programa nacional de desestatização do governo Collor.

um forte impulso nessa direção. Por isso, foi necessário mudar alguns superintendentes e as diretorias do Banco” (BNDES, 1992).

Modiano recebeu autonomia e a confiança depositada por Collor, isso contribuiu para que ele exercesse um papel importante na proteção do banco (principalmente a relacionada aos ataques que diversas instituições governamentais sofriam naquele momento). Além disso, enquanto gestor do Plano Nacional de Desestatização, a própria relevância do BNDES contribuiu para que este fosse menos atingido pela “caça aos marajás”. José Mauro da Cunha, diretor do banco durante a gestão de Modiano, reconhece a preservação do BNDES em detrimento de outras instituições estatais no período. Assume também que a importância do banco no processo de execução de uma nova política pública auxiliou nessa blindagem. Em suas próprias palavras:

“Tinha-se notícia que em outras instituições o loteamento de cargos e o achatamento salarial estavam gerando grande insatisfação do pessoal. Como se poderia querer que o BNDES gerisse um programa novo, ou seja, um programa de privatização tão mais amplo e ao mesmo tempo implantasse políticas públicas condizentes com a liberalização da economia brasileira se os funcionários estivessem infelizes, insatisfeitos, com os salários achatados e sendo eventualmente comandados por agentes externos? Então eu me dediquei e usei bastante o fato da relevância do BNDES no contexto de uma nova política pública para tentar blindar a instituição” (BNDES, 1993).

Durante o governo Collor, Itamar Franco e Cardoso, a atuação do BNDES estava direcionada às privatizações. Nesse período, a BNDESPAR também contribuiu para operacionalizar as privatizações, e, além disso, a *holding* desenvolveu o programa CONTEC, que durou de 1991 até o fim do segundo mandato de Cardoso, em 2002. Essa atuação será descrita no próximo tópico.

2.3.1 BNDESPAR na década de 1990: o CONTEC e as privatizações

Nessa parte, será abordada a atuação da BNDESPAR no período 1990/2002. Amparado no conceito de Estado “regulador” (de Neil Fligstein), os governos desse período (Fernando Collor de Melo, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso), tinham uma orientação para regular o mercado. Ao longo desses governos, foram consagrados novos entendimentos para as estratégias de atuação da BNDESPAR.

Durante a década de 1990, a atuação da BNDESPAR teve uma preocupação voltada à proposta de desinvestir sua carteira de ações. Quanto aos investimentos em ações e em

debêntures realizados nesse período, esses tiveram duas orientações: o investimento voltado para empresas de pequeno porte e médio porte com potencial de inovação tecnológica, e o investimento em empresas que passavam por processos de privatizações.

Inicialmente, esse tópico aborda os investimentos realizados em pequenas e médias empresas. Esses estavam incluídos no programa CONTEC (Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica). O estudo desse programa é interessante porque, através dele, a BNDESPAR estabelece novas regras para investir em ações (que divergem das estratégias do período anterior). Conforme for apresentado o programa CONTEC, será possível verificar que ele incorpora as críticas realizadas pelos grupos que participaram da Integração Competitiva e dos desinvestimentos das ações da BNDESPAR.

O CONTEC foi criado em 1991 e tinha o objetivo de atuar comprando ações de empresas de pequeno e médio da área de inovação tecnológica. A primeira fase do programa envolveu o período 1991-1996 e a segunda fase envolveu o período 1996-2002. A diferença da primeira para a segunda fase estava na divisão de setores conforme o faturamento das empresa: na segunda fase, o projeto inicial do programa foi subdividido em CONTEC simplificado (voltado para empresas com faturamento até 7 milhões), e o CONTEC tradicional (que se estabelecia para empresas com faturamento entre 7 e 15 milhões).

Assim, de imediato, é possível verificar que ocorre um rompimento com o período anterior em termos de escolha das empresas investidas. Enquanto nas décadas de 1970 e 1980, os investimentos da BNDESPAR estavam voltados (na sua grande maioria) para empresas de grande porte, onde eram realizados expressivos aportes de capitais, agora, na década de 1990, a orientação do investimento estaria voltada para empresas de pequeno e médio porte. Gorgulho (1996) indica que a pauta dos investimentos da BNDESPAR na década de 1970 e 1980, tinha uma orientação voltada às grandes empresas e, embora, ocorressem alguns investimentos em empresas nascentes, esses se referiam às raras exceções, realizadas sem nenhum programa com uma intenção estruturada.

No quadro 6 são apresentados os requisitos que a empresa deveria ter para participar do CONTEC, além dos limites de investimentos que a BNDESPAR poderia realizar nessas empresas. Nesse quadro, é notável que a *holding* estatal também redefine a forma que participaria da empresa: agora como acionista minoritária, invertendo, com isso, a estratégia do período anterior (em muitos casos era a acionista majoritária da empresa). Essa informação, também reforça que as críticas do período anterior foram incorporadas aos novos entendimentos sobre a estratégia de atuação da BNDESPAR.

Quadro 5 - Contec: Apresentação geral

REQUISITOS PARA EMPRESA PARTICIPAR DO CONTEC

- Ser de porte pequeno ou médio, o que é definido tomando-se por base o faturamento no ano anterior à solicitação de apoio à BNDESPAR, que não deve ser superior a R\$ 15 milhões;
- Não pertencer a um grupo econômico com patrimônio líquido superior a R\$ 30 milhões;
- Enquadrar-se no conceito de empresas de base tecnológica, para isso deve apresentar produtos ou processos considerados inovadores ou pioneiros.

PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DA BNDESPAR

- Ser sempre minoritária;
- Os limites de investimento por empresa devem ser de R\$ 2 milhões no primeiro aporte, podendo chegar ao máximo de R\$ 6 milhões em aportes subsequentes;
- Os investimentos devem ser realizados através de participação acionária direta, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, sempre sem garantias reais.

Fonte: Gorgulho (1996)

Gorgulho (1996) esclarece que, no início do programa CONTEC, a maioria das operações envolviam a compra de participação acionária. Contudo, nessa linha, a *holding* enfrentava dificuldades em relação à liquidez dos investimentos. Dessa forma, após os anos iniciais do programa, os investimentos através de debêntures conversíveis em ações, também ganharam ênfase. Essas debêntures traziam uma segurança maior em relação à liquidez, pois elas geralmente eram convertidas em ações somente em um segundo momento (caso o investidor alcançasse confiança em relação ao respectivo investimento). A justificativa para a aplicação em debêntures foi a proposta de gerar melhor visibilidade e segurança à BNDESPAR, visto que essa teria um prazo maior para decidir sobre a conversão em ações. Em relação à duração, essas debêntures tinham (em média) uma carência de dois anos e resgate progressivo ao longo de quatro anos - podendo, nesse período, ser convertida em ações a qualquer momento. Nesse modelo, por ter resgate definido, a debênture gerava uma segurança em relação à liquidez que as ações, por sua vez, não tinham.

A primeira fase do CONTEC investiu em vinte e duas empresas. O quadro 7 indica

quais eram essas empresas, sua localização, ano do investimento e setor. Embora o programa tenha se iniciado em 1991, foram inseridas nele algumas empresas que já contavam com a participação da BNDESPAR desde o final da década de 1980 (BATIK, ALFATEST e BIO FILL).

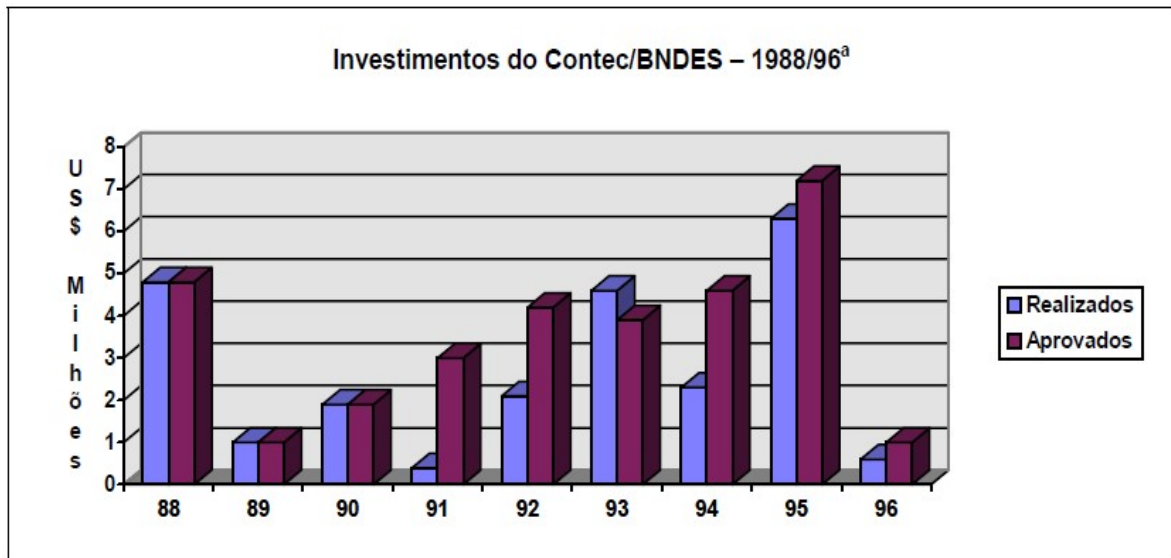
Quadro 6 - Empresas investidas durante o plano CONTEC (1991/1996)

EMPRESA	LOCALIZAÇÃO	ANO DO INVESTIMENTO	SETOR
Batik	MG	1988	Telecomunicações
Alfatest	SP	1989	Informática
Bio Fill	PR	1990	Biotecnologia
Bese	MG	1991	Informática
Altus	RS	1992	Automação
ENB	SP	1992	Química
Relastomer	BA/RJ	1992	Produtos Reciclados
Embrabio	SP	1992	Biotecnologia
Asga	SP	1993	Microeletrônica
Autotrac	DF	1993	Telecomunicações
CRP-Caderi	RS/SC	1993	Cia. de Capital de Risco
Pernambuco	PE/PB/RN/AL	1993	Cia. de Capital de Risco
Amerinvest	RJ	1994	Software
Couro Vegetal	AC/AM/RJ	1994	Produtos Ecológicos
Rooster	SC	1994	Informática
Nutec	RS	1994	Software
VG ART	SP	1995	Informática
MC ASA	SP	1995	Microeletrônica
Quiral	MG	1995	Química
Light-Infocon	PB	1995	Software
Bematech	PR	1995	Informática
CP Eletrônica	RS	1996	Informática

Fonte: Gorgulho, 1996

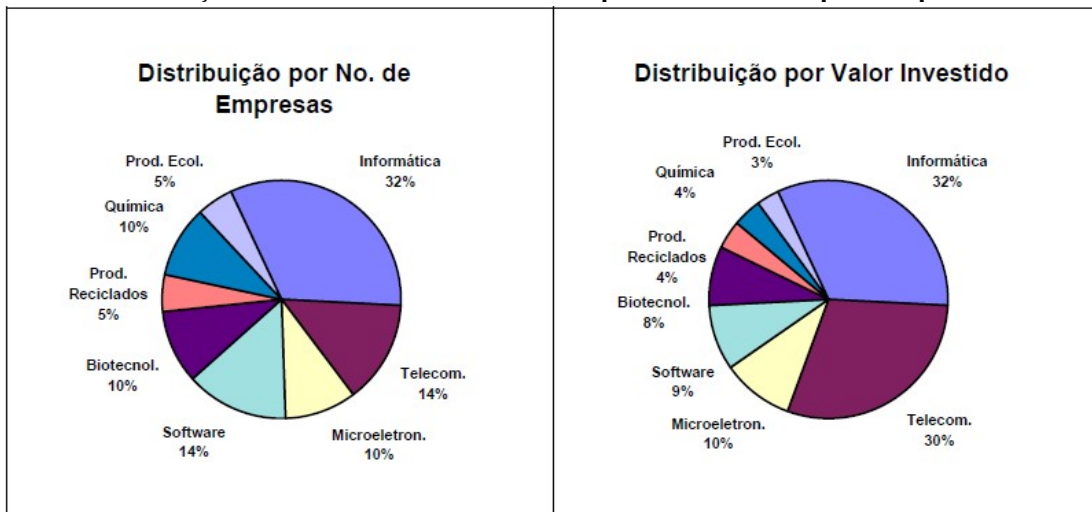
A seguir, nos gráficos 4 e 5, serão apresentados os investimentos do CONTEC e a distribuição setorial da sua carteira.

Gráfico 4 - Investimentos do Contec



Fonte: Gorgulho (1996)

Gráfico 5 - Distribuição Setorial da Carteira do Contec por Número de Empresas e por Valor Investido



Fonte: Gorgulho (1996)

Entre 1996 e 2002, ocorreu a segunda fase do CONTEC. A lógica de atuação era praticamente igual ao primeiro. A única novidade dessa etapa foi a divisão de setores conforme o faturamento das empresas: assim, criou-se o CONTEC simplificado (voltado para empresas com faturamento até 7 milhões) e o CONTEC tradicional (estabelecido para empresas com faturamento entre 7 e 15 milhões).

Luciane Gorgulho, funcionária do BNDES, aponta em um texto publicado pelo banco que:

A prática de participações minoritárias tem como objetivo não tomar o controle da empresa, em primeiro lugar, devido à noção subjacente de que os empreendedores são as pessoas mais indicadas para o gerenciamento das empresas que formaram e,

também, devido às limitações impostas às empresas públicas neste sentido. Esta prática não é observada nos Estados Unidos, onde muitas vezes os acionistas assumem o controle das empresas em que investem (GORGULHO, 1996).

As palavras de Gorgulho são importantes para a análise dessa pesquisa, visto que ela reforça a nossa proposição sobre o programa CONTEC: este programa incorpora a crítica do período anterior. Tal crítica apontava que não era dever da subsidiária cuidar da administração da empresa. Embora as cláusulas presentes no acordo de acionista (realizados pelo CONTEC) assegurem o direito ao assento no conselho de administração da empresa, este direito não é exercido devido à estratégia de manter uma desvinculação da estrutura de decisão da empresa (BNDES, 1996). Para não participar da gestão da empresa, a justificativa do banco explora o argumento de que não é papel da *holding* estatal cuidar do negócio e, sim, da iniciativa privada - além disso, o Estado não teria a *expertise* necessária para tal função (VELASCO JR., 2010).

Dessa forma, na década de 1990, a BNDESPAR ainda não atuava integralmente na lógica de uma gestora de capital de risco tradicional. Embora seu nicho de investimento estivesse alinhado a essas gestoras, ela se abstém de participar do conselho de administração da empresa.

Na década de 1970 e 1980, ao atuar no mercado de capitais, a *holding* não colocava em prática a proposta de investimento (peculiar do capital de risco e do mercado de capitais) e seguia um modelo de atuação que envolvia fomentar o desenvolvimento da indústria nacional. Vale a pena lembrar o argumento apresentado no capítulo anterior: “não basta remediar, é preciso estar no leito cuidando do paciente”. Agora, no início da década de 1990, a inflexão está em não atuar como votante no conselho de administração da empresa. Portanto, um aspecto importante do CONTEC foi ter inoculado a ideia de controle compartilhado (*partnership*) entre os profissionais envolvidos com o banco.

No início década de 1990, a atuação da BNDESPAR é desenhada sob a ótica do Estado “regulador”, que não tem a missão de intervir no mercado. Desse modo, estamos diante de um banco que nasce com a proposta de fomento e com a orientação de intervir no mercado para promover o desenvolvimento da indústria nacional - contudo, ele teve sua lógica de atuação reclassificada para um parâmetro voltado ao argumento de Estado “regulador”.

Realizadas no início da década de 1990 pelo novo presidente do BNDES, Eduardo Modiano (designado ao cargo por Fernando Collor), as indicações para as cadeiras da

BNDEPAR contemplaram dois dos principais atores do grupo que realizavam a crítica sobre a atuação da *holding* estatal: Sérgio Zendron e Licíneo Velascos Júnior. Abaixo, no quadro 8, são listados os novos membros da diretoria da BNDESPAR.

Quadro 7 - Membros da diretoria da BNDESPAR em 1990

NOME	CARGO
Sérgio Zendron	Diretor Superintendente
Julio Manoel Andrade Monteiro de Barros	Diretor
Licineo Velascos Júnior	Diretor
Ricardo Luis de Lima Vianna	Direto

Fonte: BNDES, 1990

No início da década de 1990, em paralelo à ascensão desses dois atores, atores-chave do governo Collor difundem o discurso de que o Estado não possui a *expertise* necessária para administrar uma empresa. Esse argumento se alinha aos atores que ocupam a posição de comando da BNDESPAR, pois, ao elaborarem as regras do CONTEC, esses atores desconstroem os entendimentos edificados nas duas décadas anteriores (que pautavam à BNDESPAR a atribuição de administrar a empresa).

Outro ponto de ruptura na nova forma de atuar da BNDESPAR (em relação às prescrições do capital de risco) está nos entendimentos sobre os desinvestimentos das participações acionárias. Enquanto as gestoras de capital de risco norte-americanas do mesmo período realizavam o desinvestimento por uma oferta pública das ações na bolsa de valores, no CONTEC, o desinvestimento é marcado pela compra das ações pela própria empresa que as vendeu para a BNDESPAR.

Se fosse operacionalizada de acordo com o modelo americano, os desinvestimentos da BNDESPAR, através do programa CONTEC, estipulariam um prazo limite para a empresa investida abrir seu capital na bolsa de valores. Este prazo seria estabelecido no ato da compra das participações, através de um contrato de acionista. Dessa forma, o objetivo seria viabilizar o desinvestimento pelo investidor das ações aos terceiros.

Gorgulho aponta que:

A baixa liquidez das ações das empresas de segunda linha no mercado acionário brasileiro levou ao estabelecimento de mecanismos alternativos de liquidez. O principal deles é o resgate, pela empresa, das ações de propriedade do Contec, a partir de parcela dos lucros a serem gerados no futuro. Em última instância, caso a empresa não apresente lucros suficientes para o resgate da totalidade das ações dentro do prazo estabelecido, em geral de quatro anos, é realizado um leilão público,

onde o acionista controlador se compromete a adquirir as suas ações ao valor patrimonial. O mecanismo de venda em leilão público é necessário porque a BNDESPAR, como empresa pública, está sujeita à lei das licitações, não podendo firmar um compromisso de venda diretamente com o acionista controlador. Da mesma forma que as debêntures conversíveis, as ações resgatadas são atualizadas por uma taxa de juros predeterminada e que representa, em geral, uma remuneração incompatível com o risco associado às operações (GORGULHO, 1996).

Com base nas palavras de Gorgulho, é possível apontar outra proposição: a atuação da BNDESPAR nesse período tinha uma conotação de empréstimo. O modelo de resgate das ações e das debêntures permite apontar para esse entendimento. Primeiro, em relação às debêntures, pois já tinham seu prazo de resgate discriminado no ato do investimento; segundo, em relação ao desinvestimento das ações: no caso das empresas que participaram do CONTEC, as ações eram compradas pela própria empresa que recebeu o investimento (salvo raras exceções).

Reforçando essa proposição, o prazo total negociado para cada operação do CONTEC, desde o investimento até o desinvestimento, dependia do estágio em que estava cada empresa – assim, na maior parte dos casos, esse prazo estava em torno de sete até dez anos. E também a possibilidade de rompimento da sociedade em caso de inadimplência é definida no acordo de acionistas, que regula todas as obrigações entre os sócios.

Em entrevista realizada com um conselheiro da empresa ALTUS, foi possível reforçar a proposição de que o CONTEC tinha uma conotação de empréstimo. A ALTUS recebeu investimento do CONTEC em 1992, e, neste trabalho foi dada atenção especial para essa empresa. A justificativa para isso está no fato dessa empresa ter recebido a participação da BNDESPAR em dois momentos: primeiro, no período do CONTEC; segundo, em 2010, período marcado pela gestão de Luciano Coutinho no banco. Os dados de 2010 serão apresentados no capítulo 5.

Sobre a elaboração do contrato de acionista, o entrevistado aponta que havia um empenho para estabelecer favorecimentos para a própria ALTUS recomprar as ações vendidas à BNDESPAR, em um momento futuro. Além disso, o conselheiro diz que não havia exigência de realizar as publicações anuais dos balanços, e o passivo oculto da empresa era velado.

Tais apontamentos indicam que a BNDESPAR não realizava um acompanhamento próximo da empresa investida. O entrevistado também reforça a proposição de que a BNDESPAR (nesse período) atuava sob um modelo com conotação de empréstimo. No capítulo 5, serão apresentados os resultados restantes obtidos nessa entrevista. Será verificado que, para o período de 2010, a *holding* atuou de uma maneira muito diferente, orientada muito

mais para uma conotação de investimento.

Em análise geral do CONTEC, é possível verificar que ele atua nas “falhas do mercado”. Segundo a economia ortodoxa, o papel do Estado deve se concentrar nessas “falhas de mercados”, visto que a iniciativa privada não teria interesse nesses investimentos. Mazzucato (2014) exalta a relevância do Estado no que se refere à inovação, visto que os investimentos dessa natureza são geralmente assumidos pela iniciativa estatal. No Brasil, A trajetória de investimentos em inovação aponta que eles estiveram na sua maior parte ligados ao Estado, na sua maior parte.

Gorgulho (1996) aponta que, além do CONTEC, havia o ADTEN (Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional) como os principais programas em termos de incentivos às empresas de pequeno porte de inovação tecnológica. O ADTEN, também de natureza estatal, era de responsabilidade da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) - que é uma empresa pública brasileira de fomento à ciência, tecnologia e inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições públicas ou privadas. As atividades da FINEP voltadas às empresas de bases tecnológicas iniciaram-se em 1976 com a criação do ADTEN. Este programa continha modalidades de financiamento que se realizavam, sobretudo, através de debêntures, ações, empréstimos amortizáveis por meio de *royalties* e empréstimos com amortizações condicionadas ao sucesso do empreendimento. A principal forma de atuação foi realizar financiamentos recuperáveis com pagamentos proporcionais às vendas do projeto financiado, e também créditos passíveis de conversão em participação acionária. O ADTEN foi encerrado em 1991 por apresentar déficit crescente em seu *portfólio*, quando possuía cerca de 60 operações com poucos projetos de participação acionária (GORGULHO, 1996).

Outra ação que a BNDESPAR realizou nesse período: o desinvestimento de sua carteira de ações. No caso, esses desinvestimentos se referem a empresas que receberam a BNDESPAR nas duas décadas anteriores, e a *holding* que ainda não tinha vendido suas participações. Assim, essa estratégia consistiu na continuação de um projeto iniciado no período anterior. Nos relatórios do banco durante o período 1990-1998, são expostos que em vários anos que esses desinvestimentos trouxeram lucros ao BNDES, além de seguirem o mesmo modelo de leilão desenvolvido anteriormente.

Durante o período 1990-1998, a atuação da BNDESPAR não se concentrava exclusivamente no programa CONTEC. Foram realizadas também ajudas aos processos de privatização através da compra de participação acionária de empresas que participavam desse processo. Contudo, essas compras foram pontuais e ocorreram em três ocasiões, conforme

será detalhado nos próximos parágrafos.

Nas privatizações ocorridas no Brasil durante a década de 1990, o BNDES atuava como gestor desses processos. E a BNDESPAR participou de três dessas operações: LIGHT; VALEPAR E TELEBRÁS. A seguir, será apresentada cada uma delas.

Em maio de 1996, como parte do Programa Nacional de Desestatização, foi realizada a privatização da empresa Light Serviços de Eletricidade (LIGHT). Vale ressaltar que, para a operação de privatização ser sacramentada, era necessário que 50% mais uma das cotas fossem adquiridas pelos investidores. Contudo, nessa operação, a venda não obteve o sucesso esperado e a atuação da BNDESPAR destinou-se a evitar o fracasso do leilão. Durante a negociação, diversos grupos desistiram do negócio e o único investidor que permaneceu interessado na compra foi a empresa estatal francesa Électricité de France (EDF). Contudo, a EDF não se dispôs a comprar a quantidade mínima para se oficializar a venda - dessa forma, para que o negócio não fracassasse, a BNDESPAR comprou 15% das ações (SANTOS, 1999).

Um ano depois, em 1997, a BNDESPAR atuaria em outra operação, a VALEPAR. Essa última se refere ao consórcio que assumiu o controle da companhia Vale do Rio Doce. Nessa operação, a BNDESPAR adquiriu 9% das ações (EXAME, 1997). Novamente deve se ressaltar o esforço de instituições estatais para realizar uma operação como essa: juntou-se as ações da BNDESPAR e do fundo de pensão PREVI (que é o fundo de pensão Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil). Assim, o Estado seria o maior acionista do consórcio que viabilizou a privatização da VALE.

O terceiro caso ocorreu em julho de 1998, esse trata do leilão da TELEBRÁS. Novamente, o papel da BNDESPAR foi crucial para viabilizar o negócio. Assim como no caso da LIGHT, havia a dificuldade de interesse por instituições privadas. Desse modo, a BNDESPAR se comprometeu a adquirir uma fatia relevante da empresa, 25% (FOLHA DE SÃO PAULO, 1998).

Através dos casos apresentados, percebe-se que as articulações das instituições estatais, foram cruciais para operacionalização das privatizações. Chama a atenção a BNDESPAR ser acionada para evitar o fracasso das operações.

Fligstein (2003) aponta que os Estados constituem elementos importantes na formação e manutenção da estabilidade dos mercados. Nos casos apresentados nesse tópico, é possível verificar que, mesmo com um governo com orientação para o livre mercado, o Estado continua sendo um elemento crucial, com muito poder na construção dos mercados. Assim, mesmo o governo se inclinando para deixar as empresas sob o domínio do mercado

(por meio da privatização), verificou-se que o poder para estabilizar esse mercado estaria concentrado nas mãos do Estado, visto que é a articulação desse último que viabiliza os projetos de desestatização.

Acerca da atuação da BNDESPAR até 1998, percebe-se que os entendimentos estariam inclinados para a concepção de controle financeira. É notório, através dos dados do CONTEC, que o valor do acionista não estivesse inserido no leque de preocupação da subsidiária do BNDES neste momento, visto que essa não se propôs a acompanhar a empresa na vaga que teria direito no conselho de administração.

A concepção de controle valor para o acionista passa ter maior significado na BNDESPAR no final da década de 1990. O próximo capítulo é destinado para discutir esse período.

3 O PERÍODO 1998-2002: O SURGIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BNDES E NA BNDESPAR

3.1 Apresentação do capítulo

Esse capítulo abrange principalmente a atuação da BNDESPAR no segundo governo de Fernando Henrique Cardoso. Contudo, em razão das grandes transformações organizacionais ocorridas nas empresas presentes no Brasil durante a década de 1990, inicialmente será dada atenção para esses processos. Para isso, é utilizada a literatura que trabalha com as transformações organizacionais das empresas nas últimas décadas, tanto nos Estados Unidos, quanto no Brasil. É necessário recuperar essa literatura para entender as construções em torno da atuação da BNDESPAR no segundo governo Cardoso. A Governança Corporativa seria o fio condutor dessas transformações, tanto no âmbito do banco quanto no âmbito do espaço organizacional brasileiro. Dessa forma, as três primeiras partes desse capítulo se concentram neste trabalho teórico.

Na quarta parte, as atenções se voltam à BNDESPAR. Será verificado que atores representantes de uma classe de novos banqueiros financistas com formação internacional ocuparam (através da indicação política) as cadeiras de tomada de decisão da BNDESPAR. Grün (2004) indica que esse grupo de novos banqueiros financistas foram atores chave na difusão da Governança Corporativa no Brasil, pois esses atores entendiam que através da implantação dessa ferramenta no tecido econômico brasileiro se abriria veredas para galgarem posições profissionais. Para esse autor a principal figura que representa esse grupo no Brasil seria Armínio Fraga (GRÜN, 2004).

Na BNDESPAR, o ator que assume a principal cadeira de tomada de decisão da subsidiária possui uma trajetória parecida com a de Armínio Fraga¹⁹ (com experiência em bancos de investimento e formação em economia nos Estados Unidos): trata-se de Eleazar de Carvalho Filho. Esse último é responsável por criar os primeiros programas de difusão da Governança Corporativa conduzidos pela BNDESPAR. Será verificado que, nessa difusão realizada pela subsidiária, ocorrem os fenômenos de isomorfismo coercitivo e mimético

¹⁹ Arminio Fraga é um economista brasileiro. Foi presidente do Banco Central do Brasil de 1 de março de 1999 a 17 de janeiro de 2003 durante o governo de Fernando Henrique Cardoso. Anteriormente, ocupou durante seis anos o cargo de diretor-gerente da Soros Fund Management LLC em Nova Iorque. Durante 1991-92, Fraga ocupou o cargo de membro da Junta de Diretores e diretor do Departamento de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil. Fraga também trabalhou na Salomon Brothers em Nova Iorque e no Banco de Investimentos Garantia, no Brasil. Atualmente, Fraga é o principal acionista de um grupo de investimentos chamado Gávea Investimentos, além de ser membro do conselho de administração do Unibanco. Também tem sido membro de prestigiosas organizações internacionais incluindo: O Grupo dos Trinta, o Conselho de Relações Internacionais, a Junta de Assessores ao Presidente do Foro de Estabilidade Financeira, a Junta Assessora de Pesquisas do Banco Mundial, o Diálogo InterAmericano e a Junta de Diretores de Pro-Natura (Estados Unidos). Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/fraga-arminio>. Acesso em: 03/11/2014.

(DIMAGGIO e POWELL, 2005). Será exposto também que, após a chegada de atores financeiros com experiência em mercado de capitais, as estruturas de governança que o banco entende que as empresas deveriam adotar agora repousam sobre a “boa governança corporativa”. Isso seria o indicativo de que, pelo menos no BNDES, a legitimidade dos modelos de gestão da qualidade estaria sendo substituída por um modelo de empresa financeirizada.

3.2 Capitalismo gerencial e capitalismo acionário

No início do século XX, nos Estados Unidos, a figura do gerente ganha tamanha projeção no cenário econômico, ao ponto de o capitalismo passar a ser chamado de gerencial. Chandler (1990) indica que o surgimento da grande corporação e o aumento de suas atividades, demandaram o aparecimento de uma figura que fosse responsável por organizar o espaço empresarial e também por coordená-lo; essa figura seria o gerente. Nesse período, a posição dos gerentes nas organizações era reverenciada de maneira destacada, além disso, ele tinha autonomia e poder muito maior do que os acionistas perante as decisões organizacionais (DAVIS, 2009).

No início do século XX, os modelos de produção taylorista/fordista (que ganharam legitimidade) geravam posição de destaque aos gerentes. Em seguida, o modelo de produção japonês da qualidade total continua reforçando a posição crucial deste ator na empresa.

Grun (1999) aponta que o predomínio da figura do gerente ficou conhecido nos Estados Unidos como a revolução dos gerentes – tal fato nomeou o período como capitalismo gerencial norte-americano, que avançaria até o final da década de 1970. Nesses momentos, o caráter da grande empresa era predominado pelas burocracias partidárias e estatais.

O gerente era uma figura tão legítima nas empresas que suas responsabilidades iriam além do papel de dar ordens ao chão de fábrica, ele era também o indivíduo responsável pela gestão da empresa. Nesse momento, os acionistas não tinham direitos perante a participação da gestão do negócio. Berle & Means (1984) indicam que, o que justifica a ausência de poder dos acionistas, era o fato de esses estarem dispersos em um conjunto composto por milhares de acionistas - ou seja, estavam pulverizados e pouco articulados, dessa forma, os gerentes dominavam os espaços.

Esse predomínio dos gerentes nas empresas norte-americanas perdurou até a década de 1970. Nesse momento, devido à expansão dos movimentos de fusões e aquisições, a dinâmica organizacional norte-americana começou a ser reconfigurada e os gerentes

começaram a perder seu poder na empresa para os Investidores Institucionais. Esses últimos eram grandes acionistas que adquiriram, durante os movimentos de fusões e aquisições, fatias relevantes de participação acionária nas empresas. Useem (1993) indica que os principais investidores institucionais eram fundos de pensão e companhias de seguros, e, pelo fato desses grandes acionistas reterem um número cada vez maior de participação acionária nas empresas, passaram a ganhar mais poder para diluir seus interesses dentro das organizações empresariais.

A partir da década de 1970, evidencia-se uma disputa de poder entre gerentes e acionistas. Nessa disputa, Useem (1993) aponta que os grandes acionistas entendiam que eram os “verdadeiros donos da empresa”, pois eram detentores de parte relevante das ações da corporação. Além disso, pelo fato de reterem essa participação acionária, eles começaram a ganhar maior legitimidade no espaço organizacional e, conseqüentemente, os gerentes começaram a perder sua autonomia perante o poder da empresa.

Davis (2009) indica que, na década de 1980, o capitalismo entra em uma nova fase - devido ao poder adquirido pelos grandes acionistas perante os gerentes. Os investidores institucionais passaram a dominar o ambiente empresarial surgindo, dessa forma, a “revolução dos acionistas”, visto que esses passaram a ter maior força do que os gerentes.

O predomínio da figura do acionista no ambiente empresarial causou uma mudança na forma de organização do capitalismo dos Estados Unidos. Davis (2009) descreve tal cenário indicando que as corporações passaram a ser controladas pelos mercados, de modo que, toda empresa estaria potencialmente à venda. Assim, as empresas que não alcançassem bons resultados perante os mercados financeiros e tivessem valores baixos para suas ações teriam, conseqüentemente, um risco maior de serem adquiridas por outra empresa ou grupo. A desvalorização das ações indicaria que a empresa deveria ser administrada de maneira mais eficiente.

Os interesses dos acionistas perante a gestão da empresa eram diferentes dos interesses dos gerentes. Enquanto o primeiro visa a valorização da sua empresa perante o mercado financeiro através do retorno no curto prazo, o segundo está mais preocupado com o retorno a longo prazo. Enquanto o gerente tem sua preocupação centrada na produção, o acionista se concentra na liquidez das ações. Assim, evidenciava-se outro conflito entre essas duas figuras, pois os acionistas se sentiam prejudicados por não participarem da gestão da empresa que era controlada pelos gerentes. Os acionistas, por serem os “verdadeiros donos da empresa”, entendiam que os gerentes violavam seus direitos.

Nesse período, por conta das assimetrias desse conflito, surgiu uma intensificação de

estudos e pesquisas, tanto no âmbito acadêmico como no âmbito empresarial e governamental. Tais pesquisas culminaram na aplicação de procedimentos e práticas de gestão que gerassem maior cobrança sobre os administradores e gerentes na condução dos negócios das empresas. Esses procedimentos e práticas ficaram conhecidos como governança corporativa, o que, por sua vez, tinha o discurso voltado à transparência da empresa perante os acionistas.

A governança corporativa era uma ferramenta que estava amparada nos interesses dos acionistas em participarem de maneira mais efetiva nos negócios. Dessa forma, sua expansão ocorreu atrelada ao fortalecimento dos investidores institucionais nos Estados Unidos - ou seja, durante a década de 1980 quando os acionistas ganharam poder e legitimidade perante a empresa, a governança corporativa começou a se difundir. Viera e Mendes (2004) explicam que:

A pulverização de capital existente na década de 1970 no mercado norte-americano concentrou o poder na mão dos investidores institucionais. Dessa forma, discutir os conceitos de governança era uma questão difícil e que encontrou forte oposição dos gerentes das empresas. Esse processo começou a se alterar com o crescimento dos investidores institucionais, em especial os fundos de pensão que, preocupados com seus investimentos e retornos, propiciaram a evolução de discussões em torno da ideia de governança, fazendo com que o gerente partilhasse seu poder (VIEIRA & MENDES, 2004, p. 119).

Assim, o surgimento da governança corporativa pode ser visto aqui como um mecanismo que busca propiciar maior disciplina e responsabilidade dos administradores das empresas para com os acionistas. Através da governança corporativa, os acionistas passaram a exercer seus direitos na empresa através de oportunidade de voto durante os processos de tomada de decisões.

No entanto, com o passar do tempo, a governança corporativa começou a requerer uma série de exigências de caráter burocrático. O maior exemplo disso foi a criação, nos Estados Unidos, da lei *Sarbanes-Oxley* (assinada pelo senador Paul Sarbanes e o deputado Michael Oxley). A lei tinha o intuito de evitar o esgotamento e evasão dos investidores do mercado financeiro, que poderia acontecer devido à aparente insegurança a respeito da governança corporativa praticada pelas empresas. Tal lei visava garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo ainda regras para a criação de comitês encarregados de supervisionar suas atividades e operações – tudo com o objetivo de mitigar riscos aos negócios, evitar a ocorrência de fraudes ou assegurar que haja meios de identificá-las quando ocorrem, garantindo a transparência na gestão das empresas.

Paralelamente às transformações da estrutura organizacional da corporação americana, ocorriam também construções de novas categorias para o papel do Estado frente aos mercados. Esses se referem à passagem de um Estado “interventor” para um Estado regulador. O desenvolvimentismo e o keynesianismo que funcionaram nos Estados Unidos no pós-guerra, receberam críticas de um grupo de economistas oriundos da Universidade de Chicago – grupo que ganhou relevância com a Eleição de Reagan, na década de 1980.

Dezalay & Garth (2000), descrevem que um grupo de economistas da Universidade de Chicago se aproveitou da utilização dos preceitos da matemática pura na economia para se legitimar nos Estados Unidos. Esse grupo, em um primeiro momento, não tinha capital social para ocupar uma posição de dominância - dessa forma, investiram na utilização da matemática para aplicá-la na teoria da escolha racional em economia, notadamente no que se refere às políticas públicas e de autopromoção.

Dezalay & Garth apontam:

Desde cedo, formaram uma aliança com um grupo de republicanos e homens de negócios muito conservadores, localizados à margem do poder na época e hostis às relações harmônicas que constituíam o sistema dominante. Os economistas de Chicago desenvolveram também argumentos matemáticos poderosos para construir suas posições na economia pura, em contraposição às abordagens mais ensaísticas dos oriundos de Harvard e da elite dominante da costa leste norte-americana. A batalha no campo da Economia era também uma luta contra os economistas keynesianos que se incluíam entre os intelectuais engajados da elite dominante da costa Leste presentes na administração Kennedy. O governo foi denunciado como produto de comportamentos capitalistas protecionistas voltados para benefícios privados, que levavam à inflação e à estagnação econômica (DEZALAY & GARTH, 2000).

Com a eleição de Reagan, os princípios apontados por esses economistas de Chicago foram cruciais para a elaboração do Consenso de Washington. Esse último foi realizado no *International Institute for Economy*, em 1989, e tinha como objetivo desenvolver medidas de cunho liberal que seriam fundamentais para os países da América Latina sobrepujarem os momentos de crise, conforme apontado no capítulo anterior.

A seguir, será apresentada a chegada desses princípios neoliberais e das “novidades organizacionais americanas” no Brasil. As privatizações ocorridas durante a década de 1990, no espaço econômico nacional, abriram veredas para grupos comprarem as partes das estatais. Nesse processo, atores internacionais investiram nessas compras, e, ao atuarem no Brasil, trouxeram consigo os modelos organizacionais dominantes no capitalismo internacional.

3.3 Os modelos de empresa no Brasil durante a década de 1990

Na maioria dos momentos do século XX, as mudanças ocorridas nas empresas brasileiras estiveram associadas às configurações organizacionais das empresas norte-americanas. Nesse tópico, inicialmente, serão apresentados os modelos de empresa que existiram no Brasil. Em seguida, a concentração estará sobre as mudanças organizacionais ocorridas no país na década de 1990.

A história da empresa brasileira estaria dividida em três fases. Uma primeira fase consiste no período em que características como lealdade e confiança seriam as centrais, esse momento se chama administração empírica. Nela, os donos das empresas amparavam seus critérios de escolha de funcionários sobre essas duas características, de modo que, ao ocupar cargos relevantes dentro da empresa, os empregados deveriam ser avaliados nestes requisitos. O conhecimento técnico também era considerado, porém em subordinação aos primeiros requisitos (GRUN, 1999).

A segunda fase, que corresponde à administração profissional, significa a inversão desses primeiros aspectos de priorização: ou seja, os aspectos técnicos se tornam mais importantes do que os aspectos de lealdade. Isso se torna possível devido à capacidade dos mecanismos de controle contábil indireto - esses conseguiam relativizar a importância da confiança entre o proprietário da empresa e o dirigente (GRUN, 1999).

No Brasil, essas fases representariam o capitalismo gerencial nacional. O surgimento dessa ideia estava acoplado à justificativa de que a grande empresa administrada profissionalmente deslancharia a economia brasileira. Nesse contexto, houve forte empenho do governo para alavancar, no espaço empresarial brasileiro, o fortalecimento da grande indústria, conforme já apontado no capítulo que trata sobre o surgimento do BNDE.

Seguindo a lógica internacional, um conjunto de mudanças no modelo de gestão da produção começa a ganhar relevância a partir da década de 1980, no Brasil. Essas mudanças estavam amparadas nas técnicas japonesas que envolviam os Círculos de Controle de Qualidade, os sistemas *Kanban/Just-in-time* e o Controle Total da Qualidade. Esses sistemas envolviam um processo de revalorização da manufatura, que eram cruciais para o Brasil - devido à ideia de que a fase de “substituições das importações” (conforme apresentada nos capítulos anteriores) já estava superada, a proposta agora era concorrer em um mercado mundial, em que a qualidade dos produtos e seus preços finais fossem fatores determinantes em um ambiente de competição (GRUN, 1999).

As técnicas de produção japonesa (que continuavam elegendo o gerente como o ator

central à empresa) alcançaram domínio simbólico no espaço organizacional brasileiro até a segunda metade da década de 1990. Nesse momento, uma nova forma de organizar a gestão da empresa estaria surgindo no país. Essa seria amparada na transferência do poder de tomada de decisão do gerente para o acionista.

Dessa forma, Grun (1999) aponta que, no final da década de 1990, teríamos a coexistência de dois modelos de empresa no Brasil. Um primeiro, entendia a produção como central, dessa forma, o direcionamento dos investimentos seria para qualificação do pessoal, qualidade e tecnologia, sempre com uma orientação a longo prazo. O segundo modelo seria o da empresa que tem como proposta central e exclusiva atender os interesses dos acionistas: dessa forma, o poder de decisão é transferido do gerente para o conselho de administração (na maioria dos casos, composto por indivíduos que representam os acionistas) e os investimentos são calcados na orientação a curto prazo.

Grun (1999) aponta a existência de uma guerra cultural para descrever a coexistência desses dois modelos. A utilização dessa expressão se deve aos desdobramentos dos modelos estarem associados às trajetórias dos atores que passaram a defendê-los. De um lado, engenheiros e gerentes industriais e do outro lado, atores do mercado financeiro que se aproximam dos preceitos do neoliberalismo. Até os anos 1980 no Brasil, houve um predomínio no espaço organizacional das empresas e das indústrias do modelo baseado na qualidade total - que colocava os cargos de gerentes e engenheiros em uma posição central. Todavia, nos anos 1990, através da contração da economia e com o ciclo de privatização, a relevância do modelo organizacional que prioriza os interesses dos acionistas aumentou significativamente.

Nesse contexto, ganham espaço as organizações financeiras que se dispõem a assumir o controle das empresas que se encontram em dificuldades. O Banco Garantia seria o exemplo mais expressivo desse tipo de organização, que se especializou progressivamente em salvamentos de empresas (como, por exemplo, a Brahma, Lojas Americanas e Mesbla) (GRUN, 2005).

Dessa forma, as ferramentas financeiras desenvolvidas no capitalismo norte-americano na década de 1980, começaram a chegar ao Brasil na década de 1990, devido ao novo contexto econômico. Nessa década, ocorreram inúmeros fenômenos que reconfiguraram a dinâmica organizacional brasileira, bem como privatizações das empresas estatais, fusões e aquisições. Vários acontecimentos contribuíram para a ocorrência dessas mudanças na dinâmica organizacional brasileira. Dentre esses, destacam-se os governos Fernando Collor de Mello (1990/1992), Itamar Franco (1993/1994) Fernando Henrique Cardoso (1995/2002).

Nesses governos, os papéis desempenhados pelo Estado evidenciaram a existência e o predomínio da política do livre funcionamento dos mercados. Seguindo as prescrições do Consenso de Washington, o governo Collor operacionalizou a abertura comercial nacional e os processos de privatizações. Tais ações foram seguidas pelos governos subsequentes: Franco e Cardoso.

Notadamente no governo Cardoso, são operacionalizadas uma série de privatizações que eram articuladas através de consórcios. Grun (2009) descreve que os modelos de privatização (desenhados no governo Cardoso) privilegiavam os banqueiros de investimento em detrimento dos fundos de pensão. Embora os fundos de pensão aplicassem significativas proporções de dinheiro nos processos de compra, não participavam da gestão do negócio, pois o controle das empresas privatizadas ficava sob a custódia dos bancos de investimentos.

Conforme demonstrado no capítulo anterior, nesse período, a atuação da BNDESPAR estava voltada ao âmbito do CONTEC e para o desinvestimento da sua carteira de ações. Contudo, três fenômenos peculiares aconteceram nesta época, envolvendo a atuação da BNDESPAR como viabilizadora de processos de privatizações. Conforme exposto, a subsidiária participou de três dessas operações²⁰: LIGHT; VALEPAR E TELEBRÁS. Através desses casos apresentados, percebe-se que a articulação de instituições estatais foi crucial para a operacionalização das privatizações. É notável a BNDESPAR ser acionada para evitar o fracasso das operações.

A transferência para setores privados de grandes empresas estatais foi um importante fator de mudança nos arranjos organizacionais do período: tanto pelos processos de fusões e incorporações associadas às privatizações, quanto pelo surgimento e fortalecimento de agentes como os fundos de pensão e bancos, bem como a crescente presença de investidores internacionais. Nos fenômenos de privatizações, houve participações de grupos e investidores norte-americanos - esses trouxeram para o Brasil as experiências vivenciadas nos mercados financeiros internacionais (DONADONE e SZNELZAR, 2004). Dessa forma, a dinâmica organizacional brasileira recebeu influências diretas do modelo de capitalismo que vigorava nos Estados Unidos, visível em ferramentas como a governança corporativa e os fundos de participação privada.

Donadone e Sznelwar (2004) indicam que os movimentos de privatização ensejaram novos entendimentos às formas de controle acionário das empresas brasileiras (por meio da crescente presença de fundos de pensão, bancos, instituições financeiras e fundos de

²⁰ Ver o tópico 3.2.1 do capítulo 3: Atuação da BNDESPAR na década de 1990: o programa CONTEC e as privatizações.

investimentos). Houve uma mudança no formato do controle acionário, pois agora haveria um compartilhamento de controle entre sócios nacionais e estrangeiros, além da formação de alianças estratégicas entre grupos nacionais e internacionais.

Esses fenômenos encaminham uma ampla reconfiguração na atuação dos principais atores brasileiros, pois agora o Estado se ausentou de espaços importantes. Donadone e Sznelwar (2004) explicam:

A saída do Estado de importantes setores do aparelho produtivo, a exemplo dos setores siderúrgico, petroquímico, de ferrovias, de energia etc., implicou um redesenho do tripé clássico que deu sustentação ao desenvolvimento nacional até os anos 80, ou seja, o capital privado nacional, o capital estrangeiro e o capital estatal. Com a retirada deste, os dois primeiros se rearticularam. Nesse sentido, o processo de privatização foi o ponto de partida de movimentos de reestruturação societária e produtiva em vários setores (Donadone e Sznelzar, 2004: 67).

3.4 A difusão da Governança Corporativa no Brasil

A governança corporativa começa a ganhar corpo no Brasil a partir da década de 1990. Contudo, a incorporação dessa ferramenta não consistiu em uma ação pragmática: pelo contrário, ela foi constituída por um processo de construção social regida por uma disputa que contemplava diversos grupos com interesses diferentes, esse espaço de força gerou entendimentos e significados peculiares para a governança corporativa no Brasil. Neste tópico, inicialmente, será relatada a construção da governança corporativa, em seguida, será analisada a atuação do BNDES e BNDESPAR na difusão dessa ferramenta.

No Brasil, o processo de difusão da governança corporativa é precedido pelas transformações organizacionais operacionalizadas na década de 1990, apresentadas nos tópicos anteriores. Para Grun (2003), este período (marcado por fusões e incorporações, definição do papel do Estado e definição do papel dos fundos de pensão) abriu veredas para diversos grupos alcançar (através da difusão da governança corporativa) engajamento no espaço político, intelectual e profissional. Para esse autor, a governança corporativa, inicialmente, é vista como a possibilidade para profissionais que se formaram nos Estados Unidos alcançar espaço legítimo no Brasil.

Dezalay e Garth (2000) apontam que foi realizado um processo de dolarização do conhecimento na América Latina, principalmente nas áreas da Economia e Direito. Esse processo teria ocorrido através do deslocamento de atores da América do Sul aos Estados Unidos, para obtenção de diplomas universitários. No âmbito da Economia, ao voltarem para

seus países natais, esses atores trariam consigo as inovações financeiras construídas no país Norte-Americano.

No Brasil, esses atores buscaram legitimidade difundindo essas inovações no espaço econômico. Para isso, esse grupo propaga a “boa governança corporativa”. De acordo com Grun (2005), esse grupo defende que as virtudes da governança corporativa sejam:

- Transparência administrativa;
- Transparência contábil;
- Respeito aos acionistas minoritários.

Através desses arcabouços da “boa governança corporativa”, atacava-se o problema histórico vivenciado pelo Brasil: os juros dos bancos comerciais. Dessa forma, a governança corporativa seria a ferramenta que alavancaria o mercado de capitais e propiciaria o encontro entre o investidor e a empresa: eliminando o intermédio dos bancos comerciais, oferecendo vantagens para o investidor e a empresa (que teriam juros maiores e menores respectivamente e, com isso, seria solucionado o problema do alto *spread* bancário).

Diante disso, a crença era que a “boa governança corporativa” ajudaria no desenvolvimento da economia brasileira. Visto que, seus mecanismos de transparência trariam segurança para o investidor atuar no mercado de capitais, logo, teríamos um novo caminho para resolver os problemas de baixa liquidez que esse mercado enfrentou nas últimas décadas. Além disso, a governança geraria mecanismos para os investidores realizarem a arbitragem dos seus investimentos – o que fez acreditar que, caso houvesse uma gestão imprudente das empresas, essa seria punida pelo mercado, pois a arbitragem dos acionistas permitiria tal possibilidade através de *take over*.

Vale lembrar que a governança corporativa é uma ferramenta de origem neoliberal, surgida nos Estados Unidos. E no Brasil, um dos principais articuladores dessa ferramenta foram os atores brasileiros que estudaram economia nas universidades americanas. Esses enxergaram na governança corporativa a abertura para tomada de posições nas esferas intelectuais, políticas e profissionais no Brasil. De modo que, a *expertise* pioneira desse grupo geraria legitimidade para atuarem nestes espaços.

Contudo, Grun (2005) descreve que a difusão da governança corporativa não está atrelada a um processo pragmático, que foi adotado de maneira exclusivamente racional pelos atores do mercado financeiro durante a década de 1990. Esse autor aponta que a governança corporativa é construída socialmente no Brasil. E neste processo de construção, ela ganha

características peculiares.

Para Grun (2004), um momento chave da construção do modelo de governança corporativa brasileiro foi 1999/2000, notadamente após o grupo político que representava o governo federal perder as eleições municipais de 2000. Assim, o autor ilustra a existência de um conflito simbólico entre governança corporativa e câmaras setoriais.

As câmaras setoriais²¹ surgiram no início da década de 1990, trata-se de um mecanismo que tinha o objetivo de promover o desenvolvimento através de uma junção entre governo, empresariado e sindicato. Essa junção permitia que esses atores sentassem na mesa de negociação para viabilizar estratégias de reestruturação de determinados setores da indústria. As câmaras setoriais ganharam força no governo Collor, porém com a chegada de Fernando Henrique Cardoso, a partir de 1995, as mesmas perderam relevância: membros do governo as classificaram como um sistema gerador de privilégios para empresários. Contudo, no final da década de 1990, devido aos vários problemas econômicos do país (principalmente os de desemprego), novamente os projetos de câmaras setoriais voltaram a ser lembrados, principalmente por membros da esquerda que atuavam nos sindicatos.

Grun (2004) indica que as vitórias do PT nos grandes centros do Brasil em 2000, ligaram o sinal de alerta para os membros do governo federal. Em resposta a esse contexto, políticos considerados suportes fiéis da ação econômica do governo Cardoso, passaram a clamar pelo “capitalismo popular”. Segundo o autor:

Tratava-se de uma medida de coerência fundamental para o constructo cultural que suportou a política das privatizações, a qual aparentemente pôde ser evitada até então, dada a incapacidade de reação da oposição (GRUN, 2004).

Nesse período, como resposta à defesa que era realizada por integrantes da esquerda em prol das câmaras setoriais, é difundido (por membros do governo e outros atores) uma construção em torno da “boa governança corporativa”. O discurso era que essa ferramenta promoveria o desenvolvimento do Brasil.

Grun (2004) relata uma série de acontecimentos que caminhavam na direção de legitimar a governança corporativa no Brasil. Inicialmente é realizado um seminário no

²¹ Arbix (1999) aponta que as câmaras setoriais foram um dos principais instrumentos da retomada do desenvolvimento no setor automotivo. A câmara abriu os trabalhos em dezembro de 91 e fechou o primeiro acordo em março de 92. Nesse período a câmara realizou contato com *Detroid* afim de amenizar a crise na produção de veículos no Brasil, de modo que nessa oportunidade foi negociada com a Ford o não fechamento da sua fábrica de motores localizada no Brasil. Além disso, a câmara viabilizou acordos para o governo reduzir impostos sobre a produção de veículos. As montadoras e seus fornecedores se comprometeram a reduzir preços e margens de lucro, manter o nível de emprego e aumentar a produção.

BNDES no ano 2000. Após este, o banco Goldman Sachs realiza um seminário sobre governança corporativa, direcionado aos banqueiros. Assim, os reflexos dessas ações foram notados de maneira imediata no congresso nacional, principalmente pelos representantes do grupo difusor da governança corporativa. Desse modo, tem-se a aprovação da nova Lei das Sociedades Anônimas. Após ela, diversos grupos passaram a clamar pela criação de um novo mercado na Bovespa. Dentre esses grupos, estavam a CVM, participantes do mercado financeiro, intelectuais acadêmicos e empresas de consultorias do mercado financeiro internacional. Tal clamor se materializou, ainda no ano 2000, na criação do Novo Mercado²² da Bovespa.

Grun (2005) aponta que a implantação da governança corporativa no tecido econômico abre veredas para novas especialidades financeiras, jurídicas, econômicas e da área de informática – desta forma, gerando um campo fértil de ascensão de grupos jovens em espaços congestionados.

A síntese desse momento indica que havia um grupo de banqueiros de investimento que argumentava na tentativa de solucionar os problemas que os *spreads* dos bancos comerciais geravam. Assim, o argumento está direcionado para o âmbito coletivo, visto que esse grupo acreditava que a eliminação do *spread* contribuiria com o desenvolvimento da sociedade como um todo. As ações desse grupo indicam um processo de construção social em torno do fortalecimento do mercado de capitais e difusão da governança corporativa. Grun (2004) aponta que, um exemplo relevante de ator desse grupo é Armínio Fraga (que no ocupava a cadeira de presidente do Banco Central no segundo mandato do governo Cardoso).

No próximo tópico, será apontado como os membros desse grupo de banqueiros de investimento (que clamavam pelo fortalecimento do mercado de capitais) começaram a assumir cadeiras importantes no BNDES e na BNDESPAR. Através das suas ações, foram desenvolvidas novas categorias acerca da forma que a BNDESPAR deveria atuar. Desse modo, a partir de agora, será posicionada a BNDESPAR no campo de forças apresentado nesse tópico.

3.5 A atuação da BNDESPAR no segundo mandato do governo Cardoso

²² O Novo Mercado representa uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em: 03/08/2016.

No início do segundo mandato do governo Cardoso, dois atores com experiência em bancos de investimento e mercado de capitais são alocados para os cargos de desenvolvimento: Alcides Lopes Tápias e Francisco Grós (BNDES, 1999). O primeiro assumiu a cadeira de Ministro do Desenvolvimento Indústria e Comércio, enquanto o segundo tornou-se Presidente do BNDES. A partir desse momento, uma vez que já tínhamos Armínio Fraga no Banco Central, um conjunto de atores com experiência em mercado de capitais e bancos de investimentos passou a ser parte da diretoria da BNDESPAR através da indicação política.

É importante ressaltar que, até a chegada de Grós, as atuações da BNDESPAR estavam centradas nos processos de privatizações, desinvestimentos de empresas que possuíam grandes proporções de participação acionária e em investimentos em empresas através do CONTEC. Contudo, a partir de Grós, além desses três nichos de atuação, a *holding* passou a ter suas estratégias orientadas também para o fortalecimento do mercado de capitais (BNDES, 1999). O início da gestão Francisco Gros é importante para essa pesquisa pelo fato de, a partir desse momento, iniciar-se a criação de categorias que darão base para o banco pensar na lógica do investimento.

É importante ressaltar que Gros e Tápias possuem em comum a experiência em mercado de capitais. Gros é formado em Economia pela Universidade de Princeton, iniciou sua carreira em um banco de investimento em *Wall Street*, foi presidente da Comissão de Valores Mobiliários (no fim da década de 1970), foi presidente do Banco Central do Brasil (no fim da década de 1980) – além de fundar o banco BCB e trabalhar no banco Morgan Stanley de Nova York²³. Já Tápias também atuou em vários bancos de investimentos, também foi presidente do grupo Camargo Corrêa e possui formação em Direito pela Mackenzie e Administração de Empresas pela FMU²⁴. Gros e Tápias são homens do mercado de capitais, mas também amigos de décadas (KLUGER, 2017).

Na presidência do Banco, Francisco Gros convida Eleazar de Carvalho Filho para ser presidente da BNDESPAR. Carvalho Filho aponta que conhecia Gros da época em que trabalhavam em bancos financeiros concorrentes, e que interagiram muito no período das privatizações: Grós atuava pelo banco de investimento Morgan Stanley e Carvalho Filho pelo banco de investimento UBS. Contudo, Carvalho Filho ressalta que seu aceite ao cargo foi

²³ Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpd/doc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/grós-francisco>. Acesso em 30/01/2016.

²⁴ Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpd/doc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/tápias-alcides>. Acesso em 31/01/2016.

influenciado pela participação de Armínio Fraga, que o ligou e disse: “chegou a hora de você fazer o serviço militar”. Fraga era amigo de longa data de Carvalho Filho, desde os tempos da juventude. Os dois se conheceram jogando bola no Leblon, e também jogavam golf juntos. As famílias de Carvalho Filho e Fraga eram amigas (CARVALHO FILHO, 2002 [DVD]).

Assim, nesse período, temos um grupo de atores que possuem não só laços profissionais, mas também vínculos de amizade. Além disso (como será demonstrado ao longo desse capítulo), esses atores repousam suas orientações sobre a ideia de livre mercado, notadamente ao que se refere às prescrições do Consenso de Washington (que determinou a necessidade do fortalecimento do mercado de capitais). Conforme será apontado ao longo deste tópico, esse cenário é importante para mostrar que as mudanças nos entendimentos da atuação da BNDESPAR em torno do mercado de capitais, conduzidas por Eleazar de Carvalho Filho, eram sustentadas legitimamente por esse pano de fundo.

Assim, partindo da oposição apontada por Grun (1999), temos um BNDES com atores (dadas suas trajetórias em mercado de capitais) com orientações inclinadas para o modelo de empresa financeirizada, que tem como objetivo central a valorização das ações e da sua liquidez, divergindo, dessa forma, dos entendimentos clássicos, que alocava a produção como elemento central da empresa.

De início, na sua atuação pelo BNDES, Francisco Grós coloca em prática as prescrições do Consenso de Washington, posicionando o mercado de capitais como central nas estratégias do banco. Grós desenvolveu um novo modelo de ação estratégica para o BNDES, que foi apresentado no relatório do banco do ano 2000. Nesse novo planejamento estratégico o mercado de capitais é alocado com destaque. A figura 1, retirada desse relatório, sintetiza essas afirmações.

Figura 1 - Planejamento estratégico BNDES 2000



Fonte: BNDES, 2000.

Essa figura é importante, pelo fato dela indicar uma mudança na hierarquia de importância estratégica do BNDES. Pela primeira vez na década de 1990 é declarado (de modo enfatizado) que o mercado de capitais é o elemento central para o banco. Em outros momentos o banco se dispunha a atuar frente ao mercado de capitais, mas não com essa

mesma ênfase. É possível remeter a figura acima aos princípios do Consenso de Washington, o qual prescreve a privatização e aponta que as áreas do desenvolvimento econômico e social alcançariam eficiência se perpassassem pelo mercado de capitais.

Desse modo, há indicativos de uma mudança cognitiva nos entendimentos do banco, essa estaria atrelada às disputas de forças que marcavam o espaço financeiro desse período. Grun (2004) descreve que havia diversos grupos nessas disputas: os atores do primeiro grupo seriam oriundos de bancos de investimento com formação acadêmica internacional; de um outro lado, teríamos também atores tradicionais, notadamente representantes de grandes empresas familiares e de bancos comerciais. Por fim, oposto a esses dois primeiros, um outro lado possui atores da esquerda que defendiam a retomada das câmaras setoriais, conforme explicado no tópico anterior.

Diante dessa polarização de grupos, o grupo que representava os banqueiros de investimento assume as posições chave para tomada de decisão no BNDES. Dessa forma, a partir desse momento, os entendimentos do banco passaram a ser construídos considerando o mercado de capitais como elemento central, dadas as orientações desse grupo.

Nesses processos de transformação, destaca-se também as ações de Eleazar de Carvalho Filho na BNDESPAR, construindo novos entendimentos para a atuação da *holding*. Eleazar era responsável por “pilotar” a BNDESPAR nesse período (VALOR ECONÔMICO, 2001). E foi nesse momento que surgiram os primeiros programas e ações de incentivo à governança corporativa no BNDES. De maneira mais exata, a responsável por trazer a novidade foi a BNDESPAR, sob a liderança de Eleazar.

Eleazar de Carvalho Filho é formado em Economia pela New York University (1979). Formou-se mestre em Relações internacionais pela Johns Hopkins University (1981). Iniciou sua carreira profissional no Crefisul/Citibank. Durante a década de 1990 trabalhou no Banco Garantia, onde foi responsável pelas finanças corporativas e também pela filial do Rio de Janeiro. Após o Banco Garantia, foi presidente do banco de investimento UBS²⁵.

É relevante destacar a passagem de Eleazar de Carvalho Filho pelo Banco Garantia. Mundo Neto (2014) indica que os principais responsáveis por este banco, que era Jorge Paulo Lemann junto com os seus parceiros Carlos Alberto Sucupira e Marcel Telles, influenciaram, através de suas culturas sobre os negócios, um grupo expressivo de executivos brasileiros. O exemplo central desses executivos é Armínio Fraga, que no início de sua carreira teria trabalhado com o economista chefe do Banco Garantia e assimilado a cultura do banco, além

²⁵ Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/carvalho-filho-eleazar-de>. Acesso em 31/01/2016.

de ter acumulado capitais no sentido de Bourdieu (2005).

Em uma obra escrita com a finalidade de descrever a trajetória de Jorge Paul Lemann, Correia (2013) aponta que este é amigo próximo do ex-presidente da república Fernando Henrique Cardoso. Além disso, sobre o mercado financeiro brasileiro, o próprio Armínio Fraga afirma que não há dúvidas de que a cultura vencedora foi a implantada por Lemann e seus parceiros, Sucupira e Telles. Mundo Neto (2014) diz que Lemann teria atuado como ator socialmente hábil, no sentido de Fligstein (2009; 2012), reestruturando o espaço das finanças no Brasil, criando uma nova estrutura de negócios.

Durante o governo de Fernando Henrique Cardoso, Armínio Fraga ganhou espaço relevante, ao ponto de se tornar presidente do Banco Central. Em 2003, após sua saída do Banco Central, fundou a Gávea Investimentos - que foi vendida para o JP Morgan em 2010. O interessante nessa venda foi a exigência do comprador em manter Armínio Fraga à frente dos negócios. Para Mundo Neto (2014), essa exigência indica que um dos “ativos” mais importantes do negócio eram os seus executivos.

Na BNDESPAR, Eleazar de Carvalho Filho se enquadraria como mais um dos herdeiros de Lemann atuando em posições relevantes de organizações estatais. Além disso, ao assumir a presidência das BNDESPAR, suas indicações para a ocupação de cadeiras relevantes da subsidiária mostram que ele estaria disposto a priorizar os atores com experiências similares a sua – é notável o fato que os atores escolhidos por Carvalho Filho também tivessem proximidade a Lemann. No ano de 2001, Carvalho Filho indicou mais dois diretores com experiência em bancos de investimentos para ocupar cargos de diretores no BNDES: Eduardo Bunker Gentil e Otávio Lopes Castelo Branco Neto (DURÃO, 2002).

Eduardo Bunker Gentil atuou como diretor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), responsável pelo gerenciamento do portfólio do BNDESPAR, assim como projetos de privatização. De 1994 a 2002, trabalhou no Goldman Sachs (conforme mostrado anteriormente, esta instituição realizou um seminário aos banqueiros brasileiros para divulgar a governança corporativa), onde foi responsável por construir a forte presença de investimentos bancários da empresa no Brasil. No Goldman Sachs, Gentil liderou diversos projetos de fusão e aquisição. Foi contratado pelo JP Morgan em 1983, em Nova York. Gentil é bacharel em História e Economia pela Universidade de Princeton e tem mestrado em Economia pela Universidade de Nova York²⁶.

E relevante destacar que Gentil também é amigo próximo de Lemann. Em entrevista

²⁶ Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/gentil-eduardo>. Acesso em 31/01/2016.

à Revista Capital Aberto, em junho de 2013, Gentil revela que jogava tênis com Lemann nos Estados Unidos - e fora da quadra, Lemann compartilhava com Gentil da cultura implantada em seus Bancos durante a década de 1990, dentre eles, os modelos de meritocracia. Eduardo Gentil declara que Lemann foi quem mais o influenciou na sua carreira profissional (CAPITAL ABERTO, 2013).

Gentil era amigo próximo também de Carvalho Filho, a amizade teria surgido enquanto Carvalho Filho estava no Garantia. Nesse período, o Goldman Sachs realizou várias parcerias com o Banco Garantia - Carvalho Filho e Gentil, cada um representando respectivamente um dos grupos, eram quem articulavam as parcerias (KLUGER, 2017).

Junto com Gentil, sob a indicação de Eleazar de Carvalho Filho, veio Otávio Castelo Branco Neto para a diretoria do BNDES, que também trabalhou no JP Morgan (DURÃO, 2002). Entre 2001 e 2002, Castelo Branco Neto foi Diretor de Infraestrutura do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Antes de sua passagem pelo setor público, Otavio atuou como Diretor-Executivo do JPMorgan (no Brasil) sendo responsável pela área de Finanças Corporativas e Fusões & Aquisições do banco. No período de 1990 a 1995, atuou como Diretor Financeiro e como membro do Comitê Executivo do Grupo Caemi. Otavio é bacharel em Engenharia de Produção pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (USP)²⁷.

Assim, cabe destacar esse fenômeno peculiar na história do BNDES, que é a presença de atores em cargos relevantes da BNDESPAR com experiência em bancos de investimentos. Há assim, mais um indício da aproximação existente entre o governo Cardoso e atores de banco de investimentos. O grupo que defendia o fortalecimento do mercado de capitais e da governança corporativa tinha seus representantes ocupando cadeiras chave do Banco Central, Ministério do Desenvolvimento Indústria e Comércio, BNDES e BNDESPAR – todos os cargos oriundos da indicação política. Tais fatos reforçam a legitimidade do grupo nas disputas para institucionalizar a governança corporativa.

A seguir, são enumeradas características similares desse grupo:

- Possuem formação em Economia (ou área similar) nos Estados Unidos;
- Possuem experiência em mercado de capitais;
- Já atuaram em bancos de investimentos;
- Possuem laços profissionais e sociais.

²⁷ Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/branco-neto-otavio>. Acesso em 31/01/2016.

Essas características vão de encontro com o perfil traçado por Grun (2003). O autor indica que, com fortalecimento do mercado de capitais e da governança corporativa, seria aberto veredas para esse perfil de ator atuar no espaço das finanças no Brasil - espaço esse, que até então, era muito congestionado por atores tradicionais.

A partir do momento em que esses atores (oriundos de bancos de investimentos) estavam em posições de tomada de decisão da BNDESPAR, eles passaram a desenvolver ações que tornassem o BNDES e a BNDESPAR agentes difusores da governança corporativa no Brasil. A seguir, essas ações serão apresentadas.

No ano 2000, a BNDESPAR define uma cartilha de regras de governança corporativa: tais regras tinham a finalidade de formar um selo, que seria cedido para as empresas que seguissem essa cartilha. Esse selo geraria benefícios nos programas de financiamento do BNDES - tais benefícios contemplavam financiamentos mais vantajosos (pois geravam à empresa o direito de receber uma parcela maior de desembolso do banco estatal, além de prazos maiores que os convencionais para realizar os pagamentos e juros mais baixos) (HOLLANDA, 2000a).

Em 2001, a BNDESPAR inaugurou uma linha de financiamentos chamada de “Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas”. Esse programa tinha o objetivo de incentivar as empresas a aderirem ao Novo Mercado da Bovespa. As empresas que recebiam financiamentos nessa linha se comprometiam em abrir capital no Novo Mercado da Bovespa em um prazo médio de dois anos (HOLLANDA, 2001).

No final de 2001, o então ministro do desenvolvimento, Sérgio Amaral, convidou, Eleazar de Carvalho Filho para assumir a presidência do BNDES. Isto foi viabilizado através da indicação de Francisco Grós, que estava deixando a presidência do BNDES para assumir a presidência da Petrobrás. Tal fenômeno reforça a hipótese de que Carvalho Filho tinha grande legitimidade no banco. Ao assumir a presidência, já no seu primeiro discurso, afirmou que sua prioridade era o fortalecimento do mercado de capitais. “*A intenção é induzir as empresas a buscarem parcelas crescentes de recursos no mercado, daí a importância do fortalecimento do mercado de capitais*” (VALOR ECONÔMICO, 2001).

Com Carvalho Filho como presidente do BNDES em 2002, as atividades de fomento a governança corporativa deixaram de ser restritas à BNDESPAR, e o próprio banco desenvolveu novas regras para concessão de financiamento: o objetivo era estimular o mercado de capitais, a governança corporativa e o lançamento de debêntures.

O banco lançou dois programas, o “Incentivo à adoção das regras de Governança Corporativa” e o “Apoio à Emissão de Títulos Corporativos”. Na prática, a instituição de

fomento estendeu para os financiamentos o estímulo ao mercado de capitais e boas práticas societárias que já estavam no foco da atuação. O argumento do então presidente Carvalho Filho era que *“dessa forma seria possível melhorar a qualidade do crédito do BNDES”* (ESTADÃO, 2002a).

Para Carvalho Filho, o programa que incentivava as regras de governança corporativa objetivava estabelecer um nível mínimo de governança corporativa nas empresas brasileiras (ESTADÃO, 2002a). Já, por meio do “Programa de Incentivo à Adoção de Regras de Governança Corporativa”, o banco “forçava” as grandes empresas a adotarem a governança corporativa. Isso acontecia porque o banco condicionava a liberação de financiamentos às grandes empresas com a adoção das práticas de governança corporativa classificadas pelos pacotes do bronze, prata, ouro e platina. Essas práticas prescritas pelo BNDES estavam direcionadas a garantir o uso dos melhores procedimentos administrativos de relacionamento com acionistas (BNDES, 2002).

A seguir, serão apresentadas as justificativas apontadas por Gentil sobre o “Programa de Incentivo à Adoção de Regras de Governança Corporativa”:

- *O cumprimento das regras do programa acaba por fazer as empresas a colocarem pelo menos 25% de seu capital no mercado, em forma de ações negociadas na Bolsa de Valores. Dessa forma, com a emissão de ações, as empresas criam uma fonte alternativa de crédito, diminuindo a necessidade de contraírem empréstimos no BNDES ou em outras instituições financeiras* (ESTADÃO, 2002b)

- *Para Gentil, a adoção de normas de governança corporativa aumenta a transparência das empresas em relação ao mercado e permite uma maior circulação de ações, o que democratiza o capital* (ESTADÃO, 2002b)

- *O programa prevê que essas empresas façam emissões de, no mínimo R\$ 300 milhões em debêntures, com prazo de resgate superior a cinco anos. "Com isso, queremos que essas empresas também criem seus próprios mecanismos para conseguir recursos no mercado, diminuindo as solicitações ao BNDES. Ao mesmo tempo, estamos fortalecendo o mercado de renda fixa no país, por meio de debêntures de grandes empresas", disse Eduardo Gentil* (ESTADÃO, 2002b).

Ainda no ano 2000, conforme já mencionado, foi aprovada a nova Lei das Sociedades Anônimas, na qual a CVM teve participação. É importante destacar a participação da CVM nesse momento, a começar pelo seu presidente, José Luiz Osório, que assumiu este posto em 2000. Esse ator também possui vasta experiência no mercado de capitais e em bancos de investimento. Trabalhou no Lehman Brothers Brasil de 1997 a 1999, e, assim como

outros atores apontados acima, trabalhou com Lemann no Banco Garantia, entre 1986 e 1993. Foi alocado por Pedro Malan para ocupar a cadeira de presidente da CVM. Uma informação interessante é que Osório é cunhado de Armínio Fraga. Enquanto trabalhava no banco Garantia, Osório levou seu antigo amigo, Eleazar de Carvalho Filho, para uma entrevista de emprego com Lemann para trabalhar no Banco Garantia: tal entrevista resultou na contratação de Carvalho Filho (KLUGER, 2017).

Dada a proximidade de Carvalho Filho e Osório, foram realizadas atividades conjuntas entre BNDES e CVM, no sentido de melhorar a liquidez das empresas brasileiras no mercado de capitais, bem como difundir a governança corporativa (BNDES, 2001). A CVM, embora tenha sido criada para regular o mercado de capitais, nesse período, foi além das suas atribuições tradicionais, pois desenvolveu uma cartilha recomendando a adoção das “boas práticas de governança corporativa”.

No início da cartilha, a instituição esclarece que:

Esta cartilha contém recomendações da Comissão de Valores Mobiliários – CVM relativas às boas práticas de governança corporativa. A adoção de tais práticas comumente significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM. Por isto, esta cartilha não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de punição pela CVM (CVM, 2002).

A cartilha mostra como as empresas devem se estruturar em relação a:

- Transparência: assembleias, estrutura acionária e grupo de controle;
- Estrutura e responsabilidade do conselho de administração;
- Proteção a acionistas minoritários;
- Auditoria e demonstrações financeiras.

Acompanhando essas mudanças, tem-se também o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Essa instituição foi criada em 1995, nesse momento era nomeada por Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração (IBCA). Em 1995, o objetivo era fortalecer a atuação dos conselhos de administração - órgão de orientação, supervisão e controle nas empresas. Porém, no final da década de 1990, devido às disputas em torno da legitimação da governança corporativa, essa instituição ganha significado maior e deixa de ser IBCA para se transformar em IBGC. Assim, suas preocupações se ampliaram para questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente, entre outros. Sendo que o objetivo central do IBGC consiste em difundir no Brasil a “boa governança corporativa”. Também em 1999, o IBGC lança o “Código das Melhores Práticas de Governança

Corporativa”, que se referia à uma cartilha de prescrição²⁸.

Após a sua passagem pelo BNDES, Eleazar de Carvalho Filho criou duas empresas para atuarem no mercado financeiro. Essas empresas (chamadas Virtus BR Partners e STK Virtus) assessoravam operações no mercado de capitais, fusões, aquisições e lançamento de fundos de investimento em ações. A Virtus BR nasce com o objetivo de fazer assessoria financeira para empresas e bancos nos segmentos de fusões e aquisições, reestruturação de dívida, aberturas de capital e captação de recursos. Já a STK Virtus tem dois tipos de fundos de ações: um voltado para investimentos no Brasil e um segundo "offshore".

Já Eduardo Gentil, após sair do BNDES, se tornou sócio de uma empresa que presta consultoria para empresas do mercado financeiro, trata-se da Cambridge Advisors. Essa empresa desenvolve projetos de consultoria com as famílias de negócios no Brasil - o objetivo da empresa é apoiá-las na elaboração de suas estruturas de governança, acordos de acionistas, políticas financeiras, implantação do Conselho de Administração e planos de sucessão.

Otávio Castello Branco, por sua vez, se tornou sócio da Pátria Investimentos, uma empresa que faz gestão de investimentos e assessoria corporativa. Dentre as aplicações que são geridas pela Pátria Investimentos, estão:

- Fundos de Investimentos em *Private Equity*
- Fundos de Investimentos em Infraestrutura
- Fundos de Investimentos em *Real Estate*
- Fundos de Investimento Multimercado

Nas áreas de assessorias realizadas pela Pátria investimentos estão:

- Vendas;
- Aquisições, *joint-ventures* e alianças estratégicas;
- Reestruturações;
- Finanças corporativas;
- Serviços financeiros.

A trajetória desses atores permite indicar que, se, em um primeiro momento, eles contribuem para construir novas estruturas no mercado de capitais, em um segundo momento,

²⁸ Informações disponíveis em: www.ibgc.org.br. Acesso em 02/02/2016.

eles criam empresas que atendem as demandas dessas estruturas que foram construídas. Dessa forma, os dados apresentados nesse capítulo estão em diálogo com a afirmação de Fligstein (2001): em um determinado espaço, os grupos atuam no sentido de consolidar sua posição em relação aos outros grupos, gerando uma situação de estabilidade.

O desenvolvimento de cartilha, tanto por parte da BNDESPAR, CVM e IBGC, indica um alinhamento dessas instituições na proposta de legitimar a “boa governança corporativa”. Essas ações são indicativos de que houve uma construção de novas categorias de entendimentos acerca dos modelos de se organizar as empresas. Dessa forma, neste período, passaram a existir organizações redefinindo as instituições do mercado (FLIGSTEIN, 2012). Através das mudanças nas Leis das Sociedades Anônimas e da criação do Novo Mercado da BM&FBovespa, no início do século XXI, novas categorias são consagradas para as normas de transação e estrutura de governança das empresas que atuam no mercado de capitais.

As duas transformações contaram com participação efetiva da CVM e BM&FBovespa. Em diálogo com essas organizações, a BNDESPAR e o BNDES prescreveram às empresas brasileiras um modelo de gestão amparado na “boa” governança corporativa. De modo que, se em períodos anteriores, os diretores do banco priorizavam fomentar empresas que estivessem alinhadas com o modelo de produção pautado na qualidade total - vide, por exemplo, as palavras do diretor do BNDES, Antonio Maciel, em 1991:

Nossos recursos cobrem os pedidos que nos chegam, porém, tudo se torna mais fácil se o capítulo sobre a qualidade tiver destaque no projeto. Se um empresário entrar em um banco e pedir dinheiro para financiamento exclusivamente para a expansão de sua empresa, é provável que não receba nada, mas se falar em modernizar a empresa, o dinheiro sai sem maiores dificuldades (EXAME, 1991)²⁹.

Agora a “moda” estaria ligada ao modelo da “boa governança corporativa”. Esta mudança de entendimento é provocada por atores que ganharam legitimidade e poder simbólico no segundo governo Cardoso.

Desse modo, a atuação do BNDES e BNDESPAR foi além da estratégia de fomentar a economia, atuando também na estrutura do espaço organizacional brasileiro. Para Fligstein (1990; 2001), o Estado ocupa posição crucial na construção dos mercados, contribuindo para o desenvolvimento e difusão de novas concepções de controle. Representante do Estado no mercado de capitais, a BNDESPAR usou a difusão da governança corporativa para atuar no

²⁹ IN: Revista Exame, 4 de setembro de 1991, p.75.

desenvolvimento de uma nova concepção de controle, a “Valor para o Acionista”.

Se, até o início da década de 1990, o BNDES entendia a empresa sob os atributos da lógica da produção calcada na gestão da qualidade, no final do segundo mandato do governo Cardoso, esses entendimentos são ressignificados. Agora, os atributos de liquidez formam as novas categorias priorizadas pelo banco. O processo de difusão ocorreria através do isomorfismo Mimético e Coercitivo (DIMAGGIO e POWELL, 2005). Mimético porque passa a se difundir “educacionalmente”, através das cartilhas desenvolvidas pela *holding*. Coercitivo, pois o BNDES começa forçar as empresas a se enquadrarem nas normas de governança corporativa para obter financiamento.

Quanto aos direitos de propriedade, a BNDESPAR continua entendendo que deve atuar como acionista minoritária nesse período. Contudo, no início da década de 1990, quando o CONTEC foi criado, o entendimento era que a *holding* não participar do negócio: a cadeira no conselho de administração foi abdicada, e o argumento era de que a gestão da empresa deveria estar exclusivamente nas mãos do mercado. Porém, os dados desse capítulo mostram que esses entendimentos são ressignificados no final do governo Cardoso, pois, embora o banco não atuasse diretamente na empresa, ele define como ela deve ser estruturada. A *holding* prescreve a governança corporativa como o modelo ideal de gestão para as empresas brasileiras. Tal fato mostra que, mesmo diante de um governo orientado para uma orientação reguladora, o BNDES e a BNDESPAR continuam interferindo nos mercados - porém não de forma direta, mas como uma figura simbólica, que contribui para construir os modelos para a gestão das empresas.

4 O PERÍODO 2003-2016: A CONSOLIDAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

4.1 Apresentação do capítulo

Esse capítulo analisa a atuação da BNDESPAR durante os governos Lula/Dilma (2003/2016). Inicialmente, será abordado o conflito sobre o entendimento de qual deveria ser papel do BNDES nesse momento. Esse conflito marcou a gestão Carlos Lessa, nomeado presidente do banco no início de 2003. Será verificado que, nesta gestão, a subsidiária BNDESPAR possui pouca relevância, pois o mercado de capitais deixa de ser considerado por Lessa - consequentemente, essa ação se reflete na marginalização da *holding* até o fim de 2004.

A partir de 2005, com a saída de Lessa do BNDES, a BNDESPAR volta a fortalecer o mercado de capitais. Neste período, a atuação da *holding* está relacionada também à intensificação dos processos de fusões e aquisições ocorridas. Fligstein (1990; 2001) indica que a intensificação dos processos de fusões e aquisições abrem veredas para transformações nas instituições dos mercados. Será analisado como a subsidiária do BNDES contribui para a operacionalização de uma série de fusões de empresa, e, além disso, a *holding* também se tornou uma importante fonte de força para estruturar a nova empresa que resultou da fusão. Desse modo, neste período, a atuação da BNDESPAR nesse período também vai além da realização do fomento, ela contribui ativamente na transformação das instituições do mercado.

Será observado que a atuação da BNDESPAR nesse período está pautada na concepção valor para o acionista. O papel da *holding* caminha na direção de legitimar o mercado de capitais nacional e, ao realizar essa construção, a subsidiária contribui para configurar ferramentas desse espaço, tais como a governança corporativa e os fundos de *private equity*. Fligstein (2012) aponta que o Estado é uma importante instituição nas transformações dos mercados. Usando o termo de Hirsh (2003), será discutido que a BNDESPAR atua como uma “mão visível” do Estado na construção do mercado de capitais nacional.

4.2 Banco de desenvolvimento ou de investimento?

Em 2003, a chegada do governo Lula marcou a entrada de um novo grupo na diretoria do BNDES. Como figura máxima esse grupo tinha Carlos Lessa³⁰, nomeado

³⁰ Carlos Lessa formou-se em ciências econômicas pela antiga Universidade do Brasil em 1959. Recebeu mestrado em análise econômica pelo Conselho Nacional de Economia em 1960. Fez doutorado no Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Unicamp em 1976. Foi professor no Instituto Rio Branco do Itamaraty (1961-

presidente do banco. No início de sua gestão, Lessa teve autonomia para formar sua diretoria, sem a interferência do então ministro do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, Luiz Fernando Furlan. Nesse momento, hierarquicamente, o BNDES estava submisso a este ministério. Dentre os principais escolhidos de Lessa para o BNDES estavam: Darc Antonio da Luz Costa³¹ e Maurício Borges Lemos³².

Lessa chega ao banco apontando que sua gestão não estaria alinhada com as últimas administrações que o banco recebeu. Segundo ele, as transformações ocorridas no BNDES na última década teriam alterado sua lógica de desenvolvimento. No primeiro relatório publicado pelo banco após a chegada de Lessa, aponta-se que:

Ao longo das décadas desde a sua criação, o BNDES foi o instrumento de sucessivos governos na saga de nosso processo de industrialização, primeiro como o banco do financiamento da infraestrutura, depois como o banco da indústria de base e, em seguida, da indústria de bens de capital e de produtos intermediários. Cada nova fase consolidava a anterior e abria novas perspectivas. Foi graças, sobretudo, ao apoio do BNDES que se estruturou no Brasil um parque industrial capaz de atender grande parte da demanda interna e da crescente demanda de exportações. [...]. Na década de 1990, entretanto, ocorreu uma profunda inflexão na dinâmica do Banco, que, em face de orientação superior da política econômica, se desviou de suas atividades tradicionais de suporte ao setor produtivo novo para se tornar, prioritariamente, um gestor da transferência de ativos produtivos públicos para o setor privado, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização. O BNDES cumpriu disciplinadamente o seu papel, mas o papel que lhe foi atribuído estava em contradição com as suas finalidades legais e históricas (BNDES, 2004).

1964). Ministrou cursos na CEPAL e no ILPES da ONU (1962-1968), no Instituto para Integração da América Latina (1966-1969), na Universidade do Chile (1967), na Unicamp (1979-1994) e da Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense, entre outras. É professor da UFRJ desde 1978, quando foi aceito por concurso público. Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/lessa-carlos>. Acesso em 22/08/2015.

³¹ Darc Antonio da Luz Costa é engenheiro formado pela Pontifícia Universidade Católica/RJ; consultor na área de planejamento de diversas instituições, mestre em engenharia de produção pela PUC/RJ e doutor em engenharia de produção pela COPPE/UFRJ. É professor convidado do programa de pós-graduação em Engenharia de Produção da COPPE/UFRJ, onde ministrou cursos de Estratégia Nacional. Exerceu no período de 2003 a 2004 a função de Vice-Presidente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/costa-darc-antonio-luz>. Acesso em 22/08/2015.

³² Maurício Borges Lemos nasceu em Minas Gerais, em 1951, e se formou em Economia pela UFMG, em 1973. Obteve os títulos de mestre e doutor em Economia em 1977 e 1988, pela Unicamp. Antes de ser nomeado diretor do BNDES, em janeiro de 2003, foi secretário municipal de Planejamento na Prefeitura de Belo Horizonte, de 1993 a 2000, e secretário municipal de Coordenação de Política Social, de 2001 a 2002. Lemos foi também membro da equipe de transição do Governo Lula (2002). Como diretor do BNDES coordenou as áreas: Industrial, (2003); Planejamento (2003 a 2004); Social (2004 a 2006); Operações Indiretas (2003 a 2010); Administrativa (2006 a 2010) e Financeira (2006 a 2010). Desde 1991, é professor titular da Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG. Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/lemos-mauricio>. Acesso em 22/08/2015.

Em seu primeiro discurso, Lessa apontou que o BNDES teria em sua gestão um caráter desenvolvimentista e fez duras críticas às gestões anteriores: segundo o novo presidente, elas adotaram uma política neoliberal embasada em privatização. Lessa ressaltou também que os critérios para a avaliação de risco para as empresas que tomam empréstimos do banco deveriam mudar. Segundo ele, o BNDES não é um banco de investimento e, portanto, não deve seguir as mesmas orientações de um banco dessa natureza (RANGEL, 2003). Nas palavras de Lessa:

Para um banco de desenvolvimento, um negócio bom para uma empresa com alta classificação de segurança é bom para o banco e, logo, para o país. O banco de desenvolvimento se inclui numa missão muito mais ampla e complexa que as recomendações típicas de um banco de investimentos. Porém, se delas torna-se serventuário, cancela seus propósitos maiores (RANGEL, 2003).

Sobre a colocação de recursos no mercado, Lessa esclarece que:

Um banco de desenvolvimento pode olhar um determinado tipo de investimento privado e chegar à conclusão de que ele não presta. Eu, por exemplo, cheguei logo à conclusão de que nós não devíamos apoiar shopping centers. Procurando recuperar algumas tradições perdidas nos anos em que as privatizações mobilizaram parte da diretoria e algumas lideranças do Banco, ainda em 2003 foi criado o Departamento de Prioridades, com vistas à retomada da visão do desenvolvimento na orientação da alocação dos recursos (BNDES, 2004).

Os discursos de Lessa mostram um posicionamento alinhado às vertentes originais da fundação do banco, que participava ativamente nas grandes empresas nacionais. A partir de então, a BNDESPAR passa a ocupar uma posição marginalizada. Lessa pára de fazer novas operações no mercado de capitais no início de sua gestão, interrompendo, dessa forma, o fortalecimento desse espaço iniciado no segundo governo Cardoso. Durante os dois anos da gestão Lessa, as duas únicas novas operações que a BNDESPAR realizou tinham um caráter muito mais nacionalista, pois tinham o objetivo de adquirir participações acionárias de empresas privatizadas, e não mais uma proposta de fortalecimento ao mercado de capitais (COSTA, 2016). É importante ressaltar que, no período Lessa, a BNDESPAR continuou cumprindo os acordos assumidos nas gestões anteriores, contudo, não foram realizadas novas operações além das duas enunciadas.

A seguir, nos quadros 9 e 10, a atuação da BNDESPAR nessas duas operações será apresentada: a primeira envolve a empresa Eletropaulo e a segunda, a Vale.

Quadro 8 - Caso Eletropaulo

A Eletropaulo foi criada em 1981 e nos seus primeiros vinte anos de existência representava uma das maiores empresas do Estado de São Paulo. Contudo, na década de 1990 ela foi privatizada e o Grupo AES passou a controlá-la. A partir da crise energética ocorrida no início do século XXI, o Grupo AES registrou significativa perda de receita que acabou resultando na sua inadimplência junto ao BNDES, que tinha destinado recursos via financiamento nos processos de privatização dessa empresa.

O processo de renegociação da dívida foi marcado por uma “queda de braço” com Carlos Lessa, que manifestava o interesse de adquirir as participações da empresa no sentido de “devolvê-la ao Estado”. A negociação da dívida foi encaminhada pelo diretor da Área Financeira do BNDES, Roberto Timotheo da Costa, e consistiu na transformação de metade dos débitos em participação acionária de uma nova empresa, chamada Brasileira Energia, constituída em dezembro de 2003 com capital de 1,26 bilhão de dólares, dos quais o BNDES, através da BNDESPAR, deteria 50% das ações ordinárias com direito ao voto menos uma (avaliadas em 600 milhões de dólares), e 100% das ações preferenciais menos seis, estas sem direito ao voto (avaliadas em 86 milhões de dólares). O Grupo AES deveria ainda fazer o pagamento imediato de 7,5% da dívida total (equivalente a 86 milhões de dólares) e refinanciar os 42,5% restantes.

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados em Costa (2016).

Quadro 9 - Caso Vale

Já no caso da Vale, o BNDES exerceu, por meio da BNDESPAR, seu direito de preferência de compra no processo de venda de parte das ações adquiridas pelos trabalhadores da empresa. Embora minoritária, pois a BNDESPAR adquiriu apenas 8,5% das ações da ValePar, por 1,5 bilhão de reais, a operação impediu que o capital estrangeiro detivesse participação igual ao capital nacional nas ações da empresa com direito ao veto. Na prática, essa operação comandada por Lessa teve o significado de manter nacional o controle de uma das empresas estatais mais importantes, constituída no período desenvolvimentista.

Além disso, o setor público readquiriu o controle da maioria das ações da Vale, por meio dos fundos de pensão das empresas estatais e não diretamente pelo Tesouro Nacional. Mesmo que não se possa falar exatamente em (re) estatização, a operação devolveu ao Estado brasileiro a capacidade de comandar decisões importantes da empresa.

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados em Costa (2016).

O vice-presidente do banco, Darc Costa, explica o contexto da tomada de decisão do banco na compra das ações da Vale.

A Mitsui já havia comprado 18% das ações ordinárias da empresa do Bradesco e estava querendo comprar mais 11%; dos antigos funcionários. Ficariam, então, com 29%. Teriam direito a veto, já que detinham mais de um quarto das ações e nós fomos obrigados a comprar para evitar que uma empresa japonesa controlasse a Vale (COSTA, 2016).

Essas foram as duas operações novas realizadas pela BNDESPAR durante o período Carlos Lessa, no demais, a atuação da *holding* se concentrou apenas em honrar os contratos assumidos na gestão passada. É possível dizer que essas operações não carregavam estratégias de fortalecimento para o mercado de capitais, mas sim uma estratégia de nacionalização do controle das empresas.

No âmbito dos financiamentos, Lessa elaborou um novo formato para aprovação dos desembolsos do banco. Após essa mudança, os desembolsos reduziram, se comparados com os níveis dos anos anteriores. Numa comparação entre 2002 (último ano do governo Cardoso) e 2003 (início da gestão Lessa no BNDES), por exemplo, houve um recuo no volume total dos desembolsos em 21% (BNDES, 2004). Diante dessa situação, atores do governo, como Furlan, Meireles e Palocci, realizavam críticas à atuação de Lessa frente ao banco: apontavam que o novo formato de aprovação dos financiamentos era muito lento, o que deixou o banco “paralisado” (CUCOLO, 2004).

Em contrapartida, por várias vezes, Lessa explicitou publicamente uma divergência ao conjunto da estratégia econômica adotada pelo novo governo - principalmente em relação às políticas monetárias e fiscais, antagonizando com o ministro da Fazenda, Antonio Palocci, e com o presidente do Banco Central, Henrique Meireles. Embora o BNDES estivesse nesse momento hierarquicamente abaixo do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC), era também comum ocorrer divergência entre Lessa e o titular da pasta, Luiz Fernando Furlan (CUCOLO, 2004).

As trajetórias de Lessa e de seus novos diretores indicam às influências que eles possuíam dos princípios desenvolvimentistas. Lessa, por exemplo, era muito próximo ao Celso Furtado e ao CEPAL. Porém, esses princípios de Lessa e sua equipe não se alinhavam ao de outros membros relevantes do governo Lula, sobretudo Palocci, Meireles e Furlan. Esses desencontros se tornaram evidentes através das críticas realizadas por esses atores a

Carlos Lessa através da mídia. Uma das críticas centrais realizadas é a de que Lessa havia deixado o BNDES muito lento e que as decisões precisariam de retornos mais rápidos. As respostas de Lessa para estas críticas eram embasadas nas justificativas de que o dinheiro público tem que ser tratado com muito cuidado, logo as decisões precisariam de muito estudo antes de serem efetivadas (CUCOLO, 2004).

Carlos Lessa chegou a declarar ao ministro do Desenvolvimento, Luiz Fernando Furlan, que o BNDES, embora vinculado, era "independente" do ministério. Herdeiro de Celso Furtado, Carlos Lessa defendeu o desenvolvimentismo e um papel mais ativo do governo no direcionamento da economia. Segundo ele próprio, a imprensa previu sua demissão mais de setenta vezes. Em novembro de 2004, uma semana após fazer críticas com relação ao aumento de juros ao presidente do Banco Central Henrique Meireles, Carlos Lessa foi afastado do cargo. O então ministro do Planejamento, Guido Mantega, assumiu sua cadeira (FOLHA DE S. PAULO, 2004).

Já na sua chegada, Guido Mantega³³ apontou que entendia o BNDES como um banco de investimento, ou seja, seu discurso era diferente do de Carlos Lessa (VALOR ECONÔMICO, 2005). De fato, a trajetória de Guido era mais próxima à trajetória de Meireles e Furlan. Ao assumir o BNDES, Mantega trouxe consigo Demian Fiocca, que era seu assessor no ministério do planejamento. Em 2006, Mantega assumiu o cargo de ministro da Fazenda e Fiocca assumiu em seu lugar a presidência do BNDES. Esse último ficou no cargo até maio de 2007. Nesse período, Fiocca cedeu seu cargo para Luciano Coutinho, que continuou na presidência até 2016.

No governo Lula, após a saída de Lessa, não houve mais problemas de posicionamentos semelhantes aos que marcaram o início desse governo entre presidente do BNDES e ministros de pastas atreladas à economia.

Dessa forma, o período Lula se inicia com um forte debate no BNDES: de um lado Lessa e do outro Meireles, Furlan e Palocci. A explicação desse debate não deve ser entendida

³³ Formado em economia na Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo. Professor de economia da Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, licenciado. Doutor em Sociologia do Desenvolvimento na Faculdade de Filosofia, Ciências e Letras da Universidade de São Paulo, com especialização no Institute of Development Studies (IDS) da Universidade de Sussex, Inglaterra em 1977. Professor de Economia no curso de mestrado e doutorado da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC-SP de 1982 a 87. Vice-Reitor adjunto da PUC-São Paulo de 1984 a 87. Diretor de Orçamento e Chefe de Gabinete da Secretaria Municipal de Planejamento de São Paulo, de 1989 a 1992. Membro da Coordenação do Programa Econômico do PT nas eleições presidenciais de 1984, 1989 e 1998. Assessor Econômico do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva de 1993 a 2002 e um dos coordenadores do Programa Econômico do PT na campanha de 2002. Publicou dezenas de artigos em revistas como Revista de Economia Política, Estudos CEBRAP e Teoria em Debate. Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpd/doc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/mantega-guido>. Acesso em 22/08/2015.

sob um único ponto de vista, mas como um sentido de trajeto social (BOURDIEU, 1996). A trajetória do economista Carlos Lessa está ligada aos movimentos de desenvolvimento no Brasil, que se embasam nos princípios Cepalinos. No Brasil, um dos representantes máximos desses princípios é Celso Furtado, importante figura dos períodos de 1950 e 1960; responsável direto pela expansão da CEPAL no Brasil.

Bourdieu (1996) aponta que a posição de um sujeito na estrutura social envolve a existência de propriedades comuns com outros indivíduos ou grupos, que são instituídos por traços transhistóricos e transculturais. Assim, inúmeras propriedades de uma classe social provém do fato que seus membros se envolvem deliberadamente em relações simbólicas com indivíduos de outras classes, e com isso, expressam-se diferenças de situação e de posições segundo uma lógica sistemática, gerando distinções significantes. Desse modo, haveria distinções significantes entre o grupo de desenvolvimentistas que originou a trajetória de Lessa, e o grupo de economistas Meireles, Mantega e Furlan. Diante desse cenário, estaria a dificuldade de Lessa em se manter na direção do BNDES. Simbolicamente, a figura Lessa “estadista” foi vencida pela figura de “homens de mercado”, representada por Meireles e Furlan.

4.3 O período 2005-2016

Durante o Governo Lula/Dilma, o BNDES teve quatro presidentes: Carlos Lessa; Guido Mantega; Demian Fiocca e Luciano Coutinho. Como já demonstrado, no período Lessa, a BNDESPAR não operacionalizou projetos relevantes no sentido de fortalecer o mercado de capitais. Contudo, a partir de Mantega, as orientações da BNDESPAR voltam-se para o fomento desse espaço e, também, nesse momento, a *holding* atua contribuindo para abertura do capital das empresas nacionais. Além disso, a BNDESPAR ajudou na operacionalização de fusões de empresas, sendo ela uma das principais ferramentas operacionalizadora do projeto de criação de campeões nacionais (BNDES, 2007). Desenvolvido pelo BNDES, esse projeto consistiu em apoiar empresas que tivessem capacidades (ou potencial capacidade) de competir em condições de igualdade no mercado mundial.

Os processos de fusões e aquisições seriam indicadores de que o espaço em questão estaria em fase de transformação, de modo que esse contexto abriria veredas para que as instituições do mercado (estudadas nessa pesquisa) fossem também transformadas (FLINGSTEN, 1990). Notadamente, a BNDESPAR atuou como um elemento importante na

viabilização dos processos de fusão: um primeiro momento, ela disponibilizou o dinheiro para realização desta e em troca fica com a participação acionária da nova empresa constituída. Após isso, em um segundo momento, a BNDESPAR atuou na reestruturação da respectiva empresa, inserindo nela uma estrutura amparada no modelo de “boa governança corporativa”. Isso nos indica que a atuação da *holding* representaria uma fonte de força na constituição das instituições do mercado. A seguir, serão apresentados os dados que sustentam essa afirmação.

Notadamente, a atuação da BNDESPAR em fusões se torna significativa a partir de 2007, com o novo presidente Luciano Coutinho. Por exemplo, no biênio 2007/2008, o banco atuou em 10 fusões, e no biênio 2009/2010, em 64 (PwC, 2010). A justificativa do banco para esse tipo de operação envolveu incentivar a consolidação em setores considerados estratégicos (ESTADÃO, 2010).

O requisito inicial para a BNDESPAR atuar em empresas com dificuldades consistiu primeiro em identificar esses grupos, em seguida, a *holding* verificaria se tais empresas atuavam em setores estratégicos. Desse modo, para resolver os problemas e dificuldades enfrentadas por essas empresas, seriam delineados dois possíveis caminhos. Um primeiro caminho, seria alocar dinheiro para operacionalizar uma fusão com outra empresa do respectivo setor. Um segundo caminho, seria a aquisição de uma quantidade significativa de ações da empresa pela *holding* e, após isso, seria prescrito a empresa deve se estruturar (BNDES, 2010; 2011; 2012).

Segundo o banco, a estratégia de fusão com empresa em risco de falência consiste em ajudar as companhias nacionais e fomentar, dessa forma, o desenvolvimento. Em intervenções dessa natureza, a *holding* estatal exerce um papel de “cimento”, visto que ela injeta recursos para viabilizar essas operações em empresas de um mesmo setor, recebendo em troca, participação acionária. Outra justificativa do banco para esse tipo de atividade é de, além de evitar que grandes empresas venham quebrar, formar corporações nacionais campeãs no mercado mundial (BNDES, 2012). Como exemplo, participações relevantes da BNDESPAR em operações de fusões foram: Banco do Brasil e Banco Nossa Caixa; Banco do Brasil e Banco Votorantim; Louis Dreyfus Commodities e Santa Elisa Vale; Totvs e Datasul. Dentro desse grupo de operações relevantes, também estariam o caso Votorantim e Aracruz Celulose, que será apresentado no quadro 11.

Quadro 10 - O caso da fusão Aracruz e Votorantim

Os investimentos em renda variável foram importantes, por exemplo, para a consolidação da indústria nacional de celulose. Entre 1974 e 1985, o BNDES, por meio de

suas subsidiárias, aportou recursos na forma de participação acionária em 27 empresas do setor. Esses investimentos foram cruciais para que, nos anos 1980, o Brasil se tornasse líder na produção mundial de celulose de fibra-curta. Isso mostra uma ligação histórica entre o BNDES e o setor de celulose.

Na primeira década do século XXI, a BNDESPAR atuou na fusão da Votorantim Celulose com a Aracruz, que gerou a empresa Fíbria. Antes da fusão, a BNDESPAR atuava como acionista minoritária nas duas empresas. O difícil momento econômico da Aracruz, fez com que inúmeras empresas estrangeiras se interessassem em comprá-la, dentre elas a sueco-finlandesa *Stora Enso*, que chegou a contratar consultores brasileiros para avaliar o negócio. Para evitar que a empresa fosse vendida para grupos internacionais, a BNDESPAR atuou de maneira crucial para viabilizar uma fusão entre Aracruz e Votorantim Celulose. A *holding* fez um aporte em torno de 2 bilhões, em troca, abocanhou 35% do capital da nova empresa Fíbria (VALOR ECONÔMICO, 2008). Além de indicar uma nova composição para o conselho de administração da empresa, o qual contaria com dois representantes da BNDESPAR, a *holding* firmou no contrato de acionista que a empresa deveria se enquadrar nos padrões de governança corporativa da BM&FBovespa.

A partir da fusão, a Fíbria se tornou a líder global no mercado de celulose. A nova empresa começou com receita líquida anual estimada em R\$ 6 bilhões e cerca de 15 mil funcionários (VALOR ECONÔMICO, 2008).

Posição acionária da Fíbria em 2015

Posição em 31/12/2015		
	Ações Ordinárias	%
Votorantim S.A.	162.974.335	29,42
BNDESPar	161.082.681	29,08
Ações em Tesouraria / Fíbria	344.042	0,06
Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Diretoria	11.691	0,00
Free Float	229.521.897	41,44
TOTAL	553.934.646	100,00

Conselho de administração da Fíbria em 2015

Conselho de Administração	
Titular	Suplente
José Luciano Penido¹	Maria Paula Soares Aranha
Raul Calfat¹	Paulo Henrique Oliveira Santos
Carlos Augusto Lira Aquiar¹	Julio Sergio de Souza Cardozo
João Carvalho Miranda¹	Sergio Augusto Malacrida Junior
João Schmidt¹	Francisco Fernandes Campos Valério
Ernesto Lozardo²	Leonardo Mandelblatt de Lima Figueiredo
Eduardo Rath Finger²	Sergio José Suarez Pompeo
Marcos Barbosa Pinto³	Armínio Fraça Neto
Alexandre Gonçalves Silva³	José Ecio Pereira da Costa

1 Indicado pela Votorantim Industrial
2 Indicado pelo BNDES
3 Membro independente

Fonte: Autor. Dados coletados em Juvenal e Mattos (2002) e em www.fibria.com.br (Acesso em 01/02/2016.)

A BNDESPAR exerce também o papel de estruturar as empresas, contudo, isso não é operacionalizado através da alocação de técnicos do banco para gerir a companhia investida, como era realizado na década de 1970/1980. A estruturação da empresa articulada pela BNDESPAR é viabilizada por meio do acordo de acionista, em que a estatal estabeleça exigências que a empresa investida deva cumprir. De acordo com o banco:

Nas operações de investimento em empresas, a BNDESPAR estabelece acordos de acionistas que buscam promover melhoria na governança, transparência e sistemas de controle, além de antecipar exigências que serão feitas para a abertura de capital, estipulando, por exemplo: subscrição de ações com direito a voto; indicação de representantes para os principais colegiados da Companhia (Conselho de Administração, Conselho Fiscal, além de Comitês internos); direito de recebimento de um valor por ação correspondente a 100% do valor pago ao acionista controlador em caso de alienação do controle (*tag along* de 100%); regras claras e transparência para transações entre partes relacionadas e restrições aos acionistas controladores para criar negócios concorrentes (BNDES, 2011).

No caso da empresa Fíbria, a *holding* também participou do conselho de administração através de um representante, sendo que, além dessa empresa, a estatal atuou com representante em outros 26 conselhos de administração (BNDES, 2014). Nesse espaço, esses representantes são responsáveis por arbitrar a empresa investida e votar sobre decisões estratégicas da companhia através de reuniões que geralmente acontecem trimestralmente. Cabe à diretoria executiva administrar a empresa de acordo com as decisões tomadas pelo

conselho de administração.

Dessa forma, notamos uma diferença no formato da BNDESPAR atuar quando comparamos com os períodos das décadas de 1970, 1980 e 1990. Até 1986, os investimentos da BNDESPAR eram pautados em uma lógica de Estado “interventor”, pois eram compradas ou convertidas grandes quantidades de ações de empresas que estavam em dificuldades financeiras. Contudo, diferente de agora, naquele período, o banco assumia a gestão e o controle da empresa. Na década de 1990, tem-se uma inversão: amparado em uma lógica livre mercado, a estratégia da estatal estaria mais orientada à lógica do Estado “regulador”, pois se entendia que a gestão da empresa era atribuição da iniciativa privada. O papel da *holding* deveria ser orientado para corrigir “falhas de mercados”, nesse formato de atuação, a BNDESPAR abriria mão de participar da empresa, seja diretamente na gestão do negócio, seja no conselho de administração.

Agora, no século XXI, tem-se uma atuação pautada em uma lógica interventora - embora a BNDESPAR se torne acionista majoritária em alguns casos, como, por exemplo, a Fíbria, ela não assume a gestão da empresa. A *holding* atua de forma a arbitrar e votar no conselho de administração. Isso exige que os atores do banco alocados nas empresas tenham *expertise* em governança corporativa, não sendo necessária a *expertise* na estratégia específica do ramo de atuação da respectiva empresa. Ou seja, nesse novo formato, é resolvido o problema da década de 1970, em que os atores alocados pelo banco para presidir e gerir as empresas controladas pela BNDESPAR não tinham a *expertise* necessária dos respectivos ramos de atuações que as companhias estavam inseridas.

Para o presidente Luciano Coutinho, atuar em uma empresa em dificuldade é, ao mesmo tempo, uma estratégia de fomento e de investimento, na qual o banco poderia obter lucros. Coutinho justifica que:

Uma empresa em dificuldade pode ser uma grande oportunidade de aquisição para quem souber reestruturá-la. Entre as empresas fortemente afetadas nos Estados Unidos, durante o período da grande contração de crédito de 2008 para 2009, muitas empresas foram afetadas; muitas empresas foram para o chapter eleven, foram para a concordata, a começar pela própria GM. Se tivesse sido possível, por exemplo, adquirir a operação GM Brasil, eu teria apoiado, embora a GM como um todo estivesse quebrada (SENADO, 2011).

Diante disso, para o presidente é relevante os critérios estratégicos de escolhas das empresas que receberam investimentos da BNDESPAR:

Então, quero explicar essas operações e dizer que as operações da BNDESPAR são feitas com critério técnico e análises muito rigorosas, aproveitam a oportunidade de mercado e combinam a capacidade de efetuar operações lucrativas com uma política de fomento à estrutura empresarial brasileira. Essa tem sido a política (SENADO, 2011).

Após três décadas de existência, a BNDESPAR enfim começa a incorporar de maneira mais abrangente o formato de um banco gestor de capital de risco, que envolve investimentos em empresas em dificuldades, estruturá-las e depois desinvestir de maneira estratégica. Contudo, vale ressaltar que o banco busca associar investimento e fomento concomitantemente.

O quadro 12, ilustra o caso da atuação da BNDESPAR na JBS. Através dele é possível verificar as estratégias da *holding* na compra de empresas em dificuldades. Além disso, o caso mostra como são operacionalizadas as estratégias de fusões e internacionalização das empresas nacionais, amparadas nos projetos de empresas campeãs, que competem a nível mundial.

Quadro 11 - O caso da atuação da BNDESPAR na empresa JBS

A JBS teve suas origens em 1953 com o frigorífico Friboi em Anápolis (GO), que se apoiava no mercado de Brasília. Inicialmente, abastecia os refeitórios das empresas construtoras, mas depois se tornou o principal fornecedor da cidade, de alto poder aquisitivo e em rápido crescimento. Sustentada na demanda de Brasília, a Friboi adquiriu uma série abatedouros e, em 1997, inicia exportações de carne *in natura*. Em 2005, faz sua primeira aquisição internacional: a *Swift Argentina*, na qual executa uma rápida alavancagem da empresa integrando-a as melhores práticas do grupo empresarial.

No final de 2006, o faturamento da Friboi havia chegado a R\$ 4,3 bilhões com uma capacidade de abate de bovinos de 22,6 mil cabeças/dia em 21 plantas no Brasil e 5 na Argentina, consolidando-se como principal frigorífico do Mercosul. Em março de 2007, a empresa adota o nome JBS e faz sua oferta pública inicial de ações (IPO, na sigla em inglês) no âmbito do Novo Mercado, a primeira de um frigorífico nacional, captando R\$ 1,6 bilhão.

A BNDESPAR entra no capital da JBS pouco após seu IPO. Com a entrada da estatal, em julho de 2007, a partir da oportunidade de compra da *Swift EUA* e da *Swift Austrália* (ambas empresas estavam em dificuldades financeiras correndo risco de falência), a BNDESPAR aporta R\$ 1,1 bilhão na JBS, participando com 61% do aumento de capital e ficando com 13% do capital da empresa. O motivo desse aporte era para que a JBS utilizasse esse recurso para efetuar a compra da *Swift EUA* e da *Swift Austrália*.

Esse investimento da BNDESPAR é seguido por outros dois nos anos subsequentes que permitiriam a aquisição de mais três empresas nos Estados Unidos (*Smithfield Beef*, *Five Rivers* e *Pilgrim's*). As operações com as empresas *Smithfield Beef* e *Five Rivers*

ocorreram em abril de 2008, nelas, a BNDESPAR fez o aporte de 1 bilhão na JBS, com isso, o frigorífico brasileiro utilizou esse dinheiro para efetuar a aquisição das duas empresas americanas.

Na operação com a *Pilgrim's*, a JBS realizou a compra de 64% das ações da empresa americana por 800 milhões de dólares. Esse dinheiro foi obtido pela JBS através da BNDESPAR, que comprou 2 bilhões de reais em debêntures do frigorífico, que poderiam ser convertidas em ações. Após essas aquisições, a JBS se tornou a maior empresa de carnes no mundo com um faturamento de R\$ 55 bilhões e um abate de 90,4 mil cabeças de gado por dia, 8% da produção mundial em 2014. Por fim, a BNDESPAR apoiou em 2013 a fusão entre a JBS e o grupo Bertim (que era o segundo maior frigorífico nacional).

Fonte: Autor. Dados coletados em BNDES (2014).

Através do caso estudado, é possível verificar o Estado construindo os mercados através da sua “mão visível” no mercado de capitais, a BNDESPAR. O setor de frigorífico nacional é estruturado através das políticas de formação de campeãs nacionais e internacionalizações promovidas pela BNDESPAR. Nesse cenário, a estratégia da *holding* é efetivada através de ferramentas do mercado de capitais, visto que a estatal, diferente do período da década de 1970/1980, não atua como dona da empresa, e, sim, na posição de acionista. Nessa posição, a BNDESPAR fomenta a “boa governança corporativa”, visto que é essa quem viabiliza esse modelo de atuação. Assim, verifica-se que a subsidiária do BNDES incorpora a concepção de controle valor para o acionista, de modo que, ela não apenas prescreve e difunde esse modelo para as empresas nacionais, mas também, formula suas estratégias de fomento em cima desse modelo.

Com base nesses dados, indica-se que, nos setores que recebem de forma intensificada a participação acionária da BNDESPAR, suas instituições de mercados são redefinidas, sendo que a ação da estatal contribui nessa transformação da seguinte forma:

- Direitos de propriedades: atuação na lógica do acionista, em que os direitos aos lucros são democratizados pela governança corporativa.
- Normas de transação: são submetidas às leis do mercado de capitais (a CVM seria a instituição por regular essas normas, porém, como veremos a frente, assim como no final da década de 1990, além de regular, ela difundiu “boas práticas de governança corporativa”)
- Estruturas de Governança: são desenhadas de acordo com os entendimentos da

“boa governança corporativa”, que prescreve um modelo “democrático” de administração.

A seguir, serão apontados os objetivos³⁴ da BNDESPAR, presentes em seu estatuto. Esses objetivos fortalecem o argumento de que os entendimentos da estatal incorporam a concepção de controle valor para o acionista (FLIGSTEIN, 2012).

→ Fortalecer o mercado de capitais por meio de operações no Novo Mercado e no Bovespa Mais;

→ Difundir o conceito e incentivar a governança corporativa pelas empresas;

→ Ampliar a demanda e a liquidez em valores mobiliários;

→ Contribuir para a democratização e o fortalecimento da estrutura de capital das empresas.

Os casos das compras das empresas americanas efetivadas pela JBS com recursos vindouros da BNDESPAR (os recursos foram entregues em troca de participação acionária), estariam alinhados aos discursos de Coutinho, apresentados acima. Estes apontam a procura por empresas que estivessem com dificuldades econômicas, porém com potenciais de crescimento. Dessa forma, o modelo de fomento desse período acopla estratégias de investimentos em sua legenda. A BNDESPAR mostra seu papel na construção dos mercados nacionais, tornando-se uma importante fonte de força na estruturação do capitalismo brasileiro do período.

Vale a pena destacar também que, a entrada da BNDESPAR na JBS se realizou no momento do IPO. Tal fato é um indicativo de que a atuação não está pautada integralmente na lógica do capital de risco - visto que as ferramentas de investimento dessa natureza, os *private equity*, possuem a orientação de investir na empresa enquanto ela estiver fechada em bolsas de valores. O momento do IPO seria a fase do desinvestimento. A entrada na fase em que a empresa está fechada implicaria em margens de lucros maiores pois, no processo de estruturação e abertura do capital da empresa, se espera que suas ações alcancem significativa valorização.

Coutinho justifica a estratégia de investimento da BNDESPAR:

Uma parcela muito relevante da carteira de participações acionárias da BNDESPAR corresponde a participações estratégicas do Estado brasileiro na PETROBRAS, na ELETROBRAS, na Companhia Vale do Rio Doce e em algumas outras empresas de interesse de longo prazo. Essas participações são perenes. No momento em que o Brasil tiver um fundo soberano com capacidade para comprá-las, eventualmente o BNDES poderia, em tese, transferir essas participações para esse fundo soberano, que reteria essas participações ao longo prazo. A parte da carteira da BNDESPAR

³⁴ Retirados dos relatórios anuais do banco, disponíveis em www.bndes.gov.br

que é líquida — mais ou menos metade da carteira — efetivamente corresponde a uma política de fomento ao desenvolvimento de empresas, fomento à abertura de capital e reciclagem desses recursos. Essa política tem sido bem-sucedida. O BNDES tem buscado estimular empresas a ingressarem em novos padrões de governança e de profissionalização. E, depois, num certo momento, o banco tem reciclado essa carteira. Essa estratégia, porém, não é um *private equity*. *Private equity*, em geral, são fundos que tentam fazer esse mesmo tipo de política, mas com um horizonte de 1 ano ou 2 anos, no máximo; portanto, buscam uma estratégia muito oportunista. A estratégia do BNDES é de meio-termo, uma estratégia de fomento, uma estratégia mais paciente, na qual o Banco busca alavancar o desenvolvimento da empresa e realizar o IPO no momento mais favorável possível. E esse momento depende de conjuntura de mercado, depende de uma série de fatores, nem todos sob o controle — nem da empresa, nem do BNDES. Então, isso explica, primeiro, o tempo um pouco mais dilatado da retenção (SENADO, 2011).

Em relação aos tipos de empresas apontadas por Coutinho, as líquidas e as estratégicas, será possível verificar que esse discurso está de acordo com os dados agregados da atuação da BNDESPAR, que serão apresentados no próximo capítulo. Isso reforça que a forma de atuação da estatal atual esteja alinhada com uma concepção de controle valor para acionista. E nesse processo, essa atuação fomenta o mercado de capitais, de modo que, é difundida a crença da “boa governança corporativa” nesse espaço. É realizado um fomento na direção das empresas atuarem na lógica do mercado financeiro abrindo capital em bolsa de valores e buscando os índices e segmentos da BM&FBovespa.

Esse formato de fomento geraria um efeito performativo, pois quanto mais setores são estruturados pela BNDESPAR e quanto mais empresas buscam as principais classificações da BM&FBovespa, maior legitimidade esses mecanismos financeiros obtém, ao ponto de se tornar cada vez mais natural o entendimento dos mercados a partir da lógica financeira (GRUN, 2016).

Conforme mencionado acima, Coutinho faz questão de enfatizar que a BNDESPAR não é um *private equity*, embora seu formato de funcionamento seja próximo. Ocorre uma distorção em relação a essas ferramentas nas fases do desinvestimento, visto que a atuação da estatal é mais longa nas empresas investidas.

De acordo com Fligstein (2012), o papel do Estado envolve a construção dos mercados. No caso brasileiro nesse período, tal processo é viabilizado com a ajuda da BNDESPAR. Essa *holding* faz o papel de “mãos visíveis” do governo que atua diretamente nos mercados de capitais (HIRSCH, 2003). Desse modo, é possível indicar que a atuação da *holding* vai além do fomento ao mercado de capitais: ela, também, atua estruturando esses espaços e também outros, como, por exemplo, os setores da economia. O quadro 13 aponta outro estudo de caso que se refere à atuação da subsidiária estatal no setor de Tecnologia da Informação. Através desse caso, é possível reforçar o argumento de que a BNDESPAR

estrutura os mercados.

Quadro 12 - O caso da atuação da BNDESPAR no setor de Tecnologia da Informação

Atualmente, existem seis empresas nacionais da área de tecnologia da informação listada na BM&FBovespa.

- BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A.BRQMA
- IDEIASNET S.A.IDEIASNETNM
- LINX S.A.LINXNM
- QUALITY SOFTWARE S.A.QUALITY SOFTMA
- SENIOR SOLUTION S.A.SENIOR SOLMA
- TOTVS S.A.TOTVSNM

Todas essas receberam aporte da BNDESPAR quando ainda não estavam abertas em bolsa de valores. Nos aportes, a *holding* estatal incluiu nos contratos de acionistas firmados que as empresas deveriam se estruturar através das ferramentas de governança corporativa. O primeiro passo seria a profissionalização da gestão através da criação do conselho de administração. Em seguida, a empresa deveria incorporar as prescrições de governança corporativa dos segmentos da BM&FBovespa.

Todas as empresas seguiram essas cláusulas contratuais, sendo que, atualmente, três delas atuam no segmento inicial da bolsa, o Bovespa Mais. Essas três empresas são: BRQ; QUALITY SOFTWARE e SENIOR SOLUTION. A outra metade do grupo já ocupa o principal segmento da bolsa, estão no Novo Mercado. Essas empresas são: TOTVS; LINX e IDEIASNET.

Das empresas dessa amostra, a TOTVS ingressou primeiro na bolsa de valores e se tornou referência para as demais. A seguir, é apresentada sua trajetória a título de exemplo.

A TOTVS é resultado de fusões e aquisições de diferentes empresas de software de gestão empresarial, que foram consolidadas em 2004, sob a nova marca. A empresa tem origem na Microsiga, fundada em 1983 com o objetivo de desenvolver sistemas integrados de gestão para pequenas e médias empresas. Nos primeiros 15 anos de operação, a Microsiga cresceu de forma orgânica, alcançando um faturamento de R\$ 35 milhões em 1998, época em que lançou uma plataforma tecnológica própria, um recurso que se revelou essencial para integrar diferentes softwares utilizados por clientes e empresas adquiridas. Em 1999, a empresa recebeu um aporte do fundo estrangeiro de *private equity Advent International*, o que permitiu que a empresa iniciasse uma trajetória de crescimento acelerado por meio da aquisição de empresas, chegando a receitas de R\$ 147 milhões em

2004. A entrada da BNDESPAR no capital da empresa em 2005, como será visto à frente, associa-se à manutenção do controle nacional após a saída do fundo *Advent International*. A BNDESPAR contribuiu para preparação da empresa para seu IPO, o primeiro no setor de software nacional.

A BNDESPAR entrou no capital da TOTVS em janeiro de 2005. O aporte de R\$ 40 milhões, por 17,6% do capital, propiciou a manutenção do controle nacional na saída do fundo estrangeiro *Advent* e o suporte à compra da empresa LOGOCENTER. O lançamento inicial de ações (IPO), o primeiro do setor de software nacional, aconteceu em março de 2006 e captou R\$ 400 milhões no âmbito do Novo Mercado, propiciando a compra da empresa RM Sistemas, além da diminuição da participação da BNDESPAR no capital da empresa. A consolidação setorial se completou com a fusão com a DATASUL, vice-líder nacional, em setembro de 2008. Tal fusão contou com o apoio de R\$ 200 milhões da BNDESPAR por meio de debêntures conversíveis e alçou a empresa à sexta posição mundial em seu segmento. As operações estiveram alinhadas com as políticas industriais do período, a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior, que vigorou de 2004 a 2007, e a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), de 2008 a 2010, que colocavam o setor de software como prioritário e buscavam consolidar grandes grupos nacionais no setor, com faturamento acima de R\$ 1 bilhão.

Fonte: Autor. Dados coletados em BNDES (2014) e em www.bmfbovespa.com.br

O caso apresentado reforça o argumento do papel Estado ajudando a construir mercados, notadamente os mercados de capitais (ícone da financeirização). Nesse processo, as empresas são direcionadas para atuar no mercado de capitais, abrindo-os seus capitais em bolsa de valores. Através do acordo de acionista, a BNDESPAR consegue impor seus interesses na gestão da empresa, como aponta o relatório do banco:

A atuação da BNDESPAR favorece o mercado de capitais no Brasil. A BNDESPAR contribui para ampliar a liquidez do mercado de valores mobiliários – papéis como ações e debêntures -, incentivando a formação de investidores de menor porte e fortalecendo a estrutura de capital das empresas. Além de atuar com firmas que já são de capital aberto, o banco também opera para viabilizar a entrada de novas empresas no mercado de capitais. A BNDESPAR ainda incentiva e difunde as boas práticas de governança corporativa, o que inclui a exigência contratual, como contrapartida a seus investimentos, de metas para abrir capital e buscar a qualificação ao Novo Mercado (ou nível equivalente), segmento de melhor governança da BM&F-Bovespa (BNDES, 2011).

Nesse período, é importante destacar também a atuação da CVM, que estaria alinhada com a concepção de controle valor para o acionista. O papel central dessa instituição

estaria em regular o mercado de capitais. No governo Lula/Dilma, a comissão de valores mobiliários consistiu em uma autarquia acoplada ao Ministério da Fazenda. Sua atuação estava direcionada ao mercado financeiro brasileiro. Sua função consistiu em disciplinar, normalizar e fiscalizar a atuação dos grupos e atores que participam do mercado de valores mobiliários. Para realizar a fiscalização, a CVM recebeu a competência de apurar, julgar e punir possíveis irregularidades que possam existir no mercado. O quadro 14 aponta os principais objetivos da CVM.

Quadro 13 - Objetivos da CVM

<ul style="list-style-type: none"> • Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; • Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários; • Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; • Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; • Assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários; • Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; • Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações • Estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.
--

Fonte: www.cvm.com.br (Acesso em 02/02/2016).

O quadro 15 pontua as atividades exercidas pela CVM no período.

Quadro 14 - Atividades exercidas pela CVM

<ul style="list-style-type: none"> • Registro de companhias abertas; • Registro de distribuições de valores mobiliários; • Credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de

valores mobiliários;

- Organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- Negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- Administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- Suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações;
- Suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor

mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores;

Fonte: www.cvm.com.br (Acesso em: 02/02/2016)

Contudo, a CVM vai além do seu escopo de regular os mercados de capitais e também difunde a “boa governança corporativa”. Para isso, essa instituição (durante o governo Lula) lançou uma série de edições da cartilha “Boas Práticas de Governança Corporativa”. Nessas cartilhas, são prescritas como deveriam ser praticadas as ferramentas de governança, com recomendações de regras de transparência no relacionamento da empresa com o mercado. De um modo geral, essas cartilhas são estruturadas em torno dos seguintes temas:

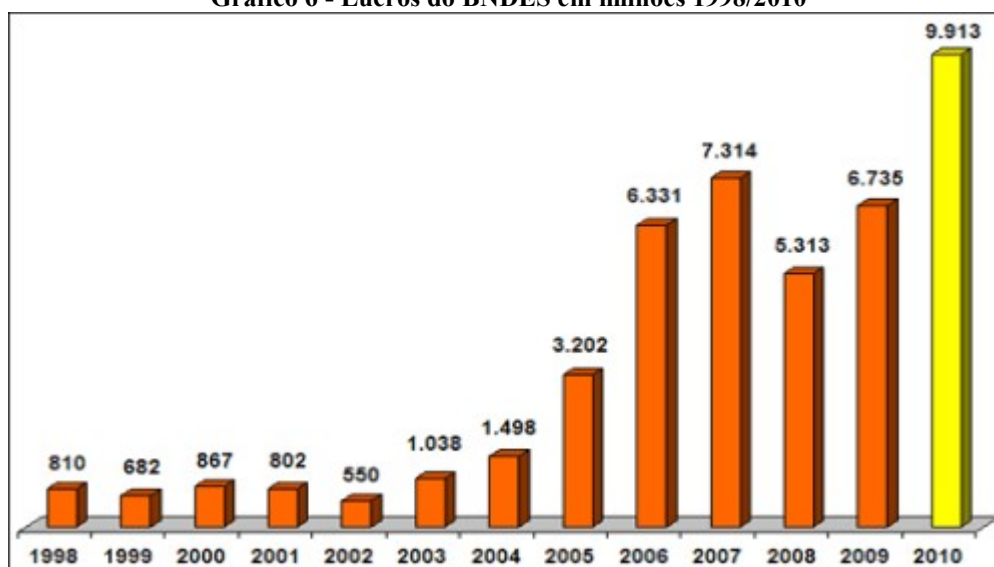
- Transparência na estrutura acionária;
- Equidade entre acionistas;
- Proteção aos minoritários;
- Clareza nas demonstrações financeiras.

Assim, a atuação da BNDESPAR e da CVM estariam em diálogo. Notadamente, com esse formato, segundo seu presidente, a BNDESPAR obtém lucro. Para Coutinho:

A BNDESPAR tem sido uma empresa extremamente lucrativa ao longo dos últimos anos. Ela tem sido responsável, em média, por metade dos lucros do sistema BNDES, embora represente apenas de 20% a 25% do ativo total do banco. Pois bem. Ela tem sido responsável por metade do lucro e nos tem ajudado a operar no crédito com *spread* mais baixo. Isso porque é possível compensar esta operação: *spread* mais baixo no crédito de longo prazo com a rentabilidade obtida nas operações do BNDES.

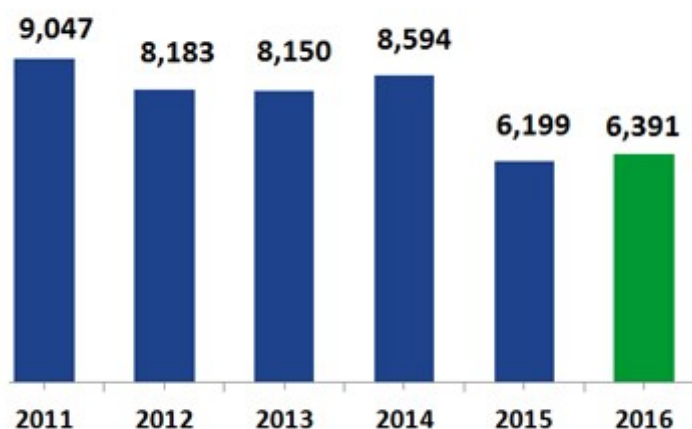
A seguir, são destacados os gráficos 6 e 7 para verificar os lucros do sistema BNDES no período 1998/2016.

Gráfico 6 - Lucros do BNDES em milhões 1998/2010



Fonte: BNDES, 2011.

Gráfico 7 - Lucro do BNDES em milhões 2011/2016



Fonte: BNDES, 2016

Historicamente, o BNDES não foi feito para lucrar. As transformações ocorridas nas últimas décadas permitiram uma estrutura na qual os atores do banco conseguissem construir, através de um repertório de possibilidades que o espaço social disponibiliza, um formato de atuação que associa investimento e fomento. A partir disso, o banco passa lucrar também, conforme mostrado nos gráficos acima.

Em 2010, o ativo total da BNDESPAR atingiu R\$ 125,8 bilhões, sendo pouco mais de 80% referente a uma carteira de ações de mais de 150 empresas e fundos de investimento (PwC, 2010). Contudo, é importante ressaltar que o formato de atuação está condicionado às variações do mercado para gerar lucro, sendo assim, há os riscos inerentes ao mercado de

desvalorização.

Através de investimentos via mercado de capitais, esse formato de atuação do BNDES não se direciona exclusivamente para o espaço nacional, pois em 2009 o banco criou a *BNDES Limited*. Essa última foi idealizada com o mesmo formato da BNDESPAR, a diferença é que está localizada em Londres e investe em empresas estrangeiras. A criação da *BNDES Limited* indica a internacionalização do banco enquanto um investidor institucional no espaço do capital de risco internacional.

4.4 A dominação financeira no Brasil

Essa forma atual de trabalho da estatal é viabilizada pela governança corporativa, que é uma ferramenta de transparência para as empresas. Conforme descrito nos capítulos anteriores, a governança corporativa prescreve a constituição de um conselho de administração e a formalização dos contratos de acionista. Assim como no final do segundo mandato do governo Cardoso, a BNDESPAR difundiu a governança corporativa no capitalismo brasileiro. Nos relatórios do banco, é apontado que:

O BNDES acaba promovendo um desenvolvimento financeiro de longo prazo e de melhor governança corporativa, especialmente entre as empresas de pequeno e médio porte, o que estimula o mercado de capitais e as fusões e aquisições (BNDES, 2010).

No governo Cardoso, a difusão da governança corporativa estava associada (de início) com a ação de atores de banco de investimento, conforme demonstrado no capítulo anterior. Porém, de acordo com Grun (2016), no século XXI, devido ao caráter de democratização que a “boa governança corporativa” tinha potencial de receber, ela incorpora os discursos de outros grupos - dentre eles os fundos de pensão e organizações não governamentais. Os fundos de pensão enxergaram na governança corporativa a oportunidade de participar da gestão das empresas, enquanto as organizações não governamentais viram a possibilidade de incluir na pauta das empresas as preocupações com responsabilidade social e ambiental. Desse modo, à medida em que mais grupos se achegam à legenda da governança corporativa, maior legitimidade esta obtém no mercado financeiro: tais grupos, ao aderir a ferramenta gera novos formatos para ela. Esses grupos, ao interagirem no espaço financeiro, constroem os limites do aceitável em relação ao modelo de governança corporativa brasileira (GRUN, 2016). Nesse contexto, a BNDESPAR seria, junto com as demais instituições, uma fonte de força na formatação desse modelo brasileiro de governança corporativa.

No que se refere às orientações acerca de responsabilidade social e ambiental, a *holding* aponta (nos seus relatórios) que incorpora essas exigências nos contratos firmados com suas empresas investidas. Na presente pesquisa, não foi mapeado em que medida ela incorpora essas orientações nos seus contratos, mas foi estudado o caso da JBS – nele, empresa é possível entender quais são as cobranças realizadas através do quadro abaixo, que expõe algumas cláusulas firmadas entre BNDESPAR e JBS. Além destas cláusulas, como exigência do BNDES, a JBS produziu Relatórios de Diligência Ambiental e um Plano de Investimento para melhorar o desempenho ambiental nos frigoríficos. O quadro 16 aponta as exigências da BNDESPAR refletidas nos documentos firmados na época do investimento.

Quadro 15 - Contrato de acionista entre BNDESPAR e JBS

- i) formação de um cadastro com a exclusão daqueles fornecedores de matérias-primas condenados judicialmente por trabalho escravo, desmatamento ilegal, ocupação ilegal da terra e interferência em terra indígena;
- ii) implementação de um sistema de rastreabilidade dos produtos produzidos desde a fazenda;
- iii) plano de incentivo e apoio ao atendimento ao Código Florestal por parte dos fornecedores;
- iv) plano eficiência no campo, com vistas a aumentar o número de cabeças por hectare;
- v) implementação de certificações socioambientais e gestão ambiental;
- v) estabelecimento de metas de racionalização do uso de água;
- vi) estabelecimentos de valores mínimos para investimentos ambientais.

Fonte: BNDES (2011).

No Brasil, durante o governo Lula, a governança corporativa incorpora o discurso da sustentabilidade (GRUN, 2005). Nesse âmbito, a “mão visível” do governo no mercado de capitais (aqui referenciada através da BNDESPAR) trabalhou na legitimação dessa construção através de ações e estratégias. Dentre essas, inicialmente, estaria a proposta de fomentar a carteira do índice de sustentabilidade (ISE), da BM&FBovespa. Assim (conforme será descrito no próximo capítulo), em 2013, 70% das empresas listadas no ISE tinham a BNDESPAR em sua estrutura acionária.

Além de participar de maneira significativa do ISE, a BNDESPAR fomentou outro índice de sustentabilidade, trata-se do Índice de Carbono Eficiente (ICO2). Tal processo teria

ocorrido através da criação de um fundo constituído por ações da carteira da BNDESPAR, do qual suas cotas foram direcionadas para serem negociadas na BM&FBovespa. A *holding* alocou o gestor Black Rock Brasil para administrar o fundo. Após o devido registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o lançamento desse fundo ocorreu por meio de oferta pública, semelhante às realizadas em operações com ações, e foi destinada tanto às pessoas físicas e aos investidores institucionais. Desenhada pela BNDESPAR, esta carteira acompanhou a composição do índice, sendo formada pelas mesmas ações presentes no ICO2, com idêntica participação proporcional.

Além desse fundo, foram criados outros dois para atuarem na vertente sustentabilidade: “Empresas sustentáveis na Amazônia” e “Inovação e Meio Ambiente”. Para isto, a estatal alocou 80 milhões de reais e 270 milhões de reais em cada fundo, respectivamente. Além de empreender a criação dos fundos, a BNDESPAR também investiu em empresas que criaram fundos de sustentabilidade. Estes foram:

- FIP Brasil Sustentabilidade: contou com investimento de 100 milhões de reais da BNDESPAR (BNDES, 2012).
- FIP Caixa ambiental: contou com investimento de 68 milhões de reais da BNDESPAR (BNDES, 2012).
- FIP Vale Florestar: contou com investimento de 121 milhões de reais da BNDESPAR (BNDES, 2012).

Desse modo, a BNDESPAR operacionalizou suas políticas de sustentabilidade por meio do mercado de capitais. Através de prescrições, a *holding* difundiu essa prática em empresas nacionais. De acordo com as contribuições de Grun (2005), a inserção das orientações de diferentes grupos (como os representantes da sustentabilidade e os fundos de pensão) no desenho da governança corporativa, gera maior legitimidade para essa ferramenta - pois quanto mais grupos se incluem nas suas pautas, maior dominação ela obtém. A partir disso, esse autor propõe que estamos diante da dominação financeira no capitalismo brasileiro contemporâneo. E na presente pesquisa, é possível verificar que a BNDESPAR se tornou um forte instrumento estatal de legitimações dos mercados de capitais e da governança corporativa, contribuindo para a dominação financeira.

Nessas disputas em torno da definição da pauta da governança corporativa brasileira, é necessário destacar a presença dos fundos de pensão. Estes ganharam maior legitimidade com a chegada do governo Lula, pois há uma aproximação histórica entre ambos. A queixa

central dos Fundos de Pensão está sobre a sua participação na gestão das empresas e fundos de investimento que recebem seus aportes. Com o apoio do governo Lula, os Fundos de Pensão enxergaram na governança corporativa a vereda para exercer sua participação na tomada de decisão das instituições que recebem seus investimentos. Diante dessa disputa, Grun (2009) aponta mais uma peculiaridade do capitalismo brasileiro: os fundos de *private equity* com governança, que será discutido no próximo tópico.

4.5 *Private equity* com governança

O *private equity* é um tipo de fundo que compra participações acionárias de empresas. O objetivo dos recursos é gerar nessas empresas alterações operacionais ou estratégicas, na direção de causar um novo posicionamento no mercado. De acordo com o censo FGV:

Private Equity, em sua definição estrita, refere-se a investimentos em ações de empresas. São investimentos que possuem uma natureza caracterizada por baixa liquidez, retornos de longo prazo, e assimetria informacional. Negócios de *Private Equity* possuem riscos e retornos mais elevados que os tradicionais, o que os classifica na categoria de ativos alternativos (FGV, 2011).

A formação de um fundo de *private equity* se inicia quando determinados gestores se unem e captam seus recursos e, ao se depararem efetivamente com as oportunidades de investimentos, levantam capital adicional para concretizá-los. Esse capital adicional geralmente assume uma forma de dívida quando os ativos podem ser dados em garantia, como no caso de aquisições, ou na forma de ações no caso de co-investidores que ingressem numa companhia em fase inicial (FGV, 2011).

Os fundos que atuam em empresas novas de pequeno porte de inovação tecnológica recebem uma nomenclatura específica: fundos de *venture capital*, que se configuram como uma modalidade específica dos investimentos da indústria de capital de risco. No Brasil, a tradução de *venture capital* é originada da expressão francesa *capital risque*, todavia, o vocábulo norte-americano *venture capital*, se aproxima muito mais do termo capital empreendedor (FGV, 2011).

Segundo FGV (2011), os investimentos de *venture capital* são orientados especialmente para empresas de inovação, envolvidas em atividades de alta tecnologia, que não dispõem de acesso ao mercado de capitais nem a outras fontes tradicionais de recursos. Nessa atividade, terceiros efetivam compras de participação acionárias de empresas com alto

potencial de crescimento. Gorgulho (1996) indica que *venture capital* é uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas no que tange a garantias, em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vistas à sua revenda e à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos. Deve-se enaltecer, portanto, que a atividade de *venture capital* envolve a aceitação de um alto risco em perspectiva de um alto retorno no futuro.

Froud & Williams (2007), indicam que os *private equity* possuem muita relevância no atual momento da economia, visto que grandes volumes de recursos financeiros são investidos nessa atividade. Através do *private equity*, os gestores estariam alcançando as remunerações mais elevadas do capitalismo. Folkman *et al* (2006) indica que os fundos de *private equity* possuem uma orientação para investir principalmente em empresas ou grupos que estejam passando por momentos de fusão ou aquisição.

O surgimento do *private equity*, nos Estados Unidos, seria uma alternativa para evitar as obrigações de transparência causada pela governança corporativa. Um dos argumentos centrais dos fundos de *private equity* é que os excessos de transparência geram morosidade, além disso, é alegado que existem estratégias que precisam ser veladas para não atrapalhar a evolução dos negócios. Neste contexto, a ideia do *private equity* é o desenvolvimento de fundos que fechem a empresa ao mercado público de capitais e realizam suas operações sem carecer de transparência aos membros do mercado financeiro.

Grun (2009) descreve que os *private equity*, assim como a governança corporativa, teriam recebido adaptações em seus formatos originais ao serem difundidos no Brasil. Um momento inicial de impactos significativos que os *private equities* provocaram, foi durante os processos de privatizações da década de 1990, notadamente no primeiro mandato do governo Cardoso. Naquele momento, o banqueiro Daniel Dantas teria convencido o presidente Cardoso das “vantagens” que os *private equity* poderiam gerar na alavancagem do país, e, dessa forma, esse desenho de fundo foi utilizado para viabilizar as privatizações. Contudo, os Fundos de Pensão (que injetaram expressivos aportes de recursos financeiros nos processos de privatizações) se sentiram prejudicados em relação à pouca transparência dos *private equity*. Acusam essa ferramenta de possuir baixa liquidez, além do fato de não permitir a interferência dos investidores na gestão do fundo.

Com a chegada do governo Lula, em 2003, os Fundos de Pensão ganharam maior legitimidade frente ao governo, devido à ligação histórica que ambos tinham. Diante desse contexto, Grun (2009) aponta a existência de uma oposição simbólica entre governança

corporativa e *private equity*. Esta tensão, que não é explícita, seria regada principalmente por dois grupos em pontos opostos do “tabuleiro”. De um lado, os Fundos de Pensão que depositam suas fichas na crença da “boa governança corporativa”. Do outro lado, estariam os banqueiros financistas defensores da *private equity* líquida, ou seja, isenta de ferramentas de governança corporativa.

Daniel Dantas, figura que representa os banqueiros financistas, aponta que a instituição do modelo original de *private equity*, enfim levaria o Brasil a atuar conforme o capitalismo norte-americano. Já os fundos de pensão apontam à governança corporativa como a ferramenta que seria capaz de elevar a economia brasileira ao patamar internacional. É importante ressaltar que, em outro momento, no governo Itamar Franco, os fundos de pensão entendem que as câmaras setoriais (conforme apresentadas no capítulo anterior) elevariam o desenvolvimento da economia brasileira. No segundo momento, no governo Lula, as estratégias dos Fundos de Pensão são direcionadas à governança corporativa. Para Daniel Dantas, a governança corporativa inviabilizaria os *private equities*: visto que tornaria a ferramenta lenta devido aos excessos de burocracia, e, como consequência, esses fundos corriam o risco de perderem o *time* estratégico do investimento (GRUN, 2007).

Contudo, se em um primeiro momento, os Fundos de Pensão se opõem aos *private equities*; em um segundo momento, no governo Lula, esse grupo adota o uso dessa ferramenta. Porém, essa aceitação não representa a simples cooptação dos fundos de pensão pelos banqueiros de investimentos. Os Fundos de Pensão para aderir aos investimentos de *private equity* expõem que essa ferramenta deveria contar com os mecanismos de transparência e democracia presentes na governança corporativa - desse modo, no Brasil, surgem os Fundos de *Private equity* com governança. Através desse processo, os Fundos de Pensão praticam uma ação “domesticadora” no capitalismo brasileiro (JARDIM, 2007). O que geraria no Brasil um fenômeno de financeirização de esquerda (GRUN, 2009).

A financeirização de esquerda representaria uma aproximação entre fundos de pensão e fundos de *private equities*, que foi realizada sob a coordenação do governo Lula. Diante das dificuldades para investimentos encontradas pelos fundos de pensão nesse período, em decorrência das baixas nas taxas de juros, seus gestores são pressionados a buscar por alternativas para aplicação de seus recursos. Em resposta a essa situação, gestores de *private equities*, interessados em atrair esses recursos, lançam a ideia de “fundos com governança”, com isso, a ferramenta se tornaria atraente para os investimentos dos fundos de pensão.

Uma importante instituição na difusão de mecanismos de transparência nos fundos de *private equities* é a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP).

Ela atua apontando um conjunto de “boas práticas” para os que participam dessa indústria. Estão presente nessa associação a maior parte dos gestores de capital de risco, empresas de consultoria, escritórios de advocacia, e outros. No ano de 2006, o BNDES ingressou na ABVCAP na condição de investidor. Como um ator estatal, essa entrada contribui para ampliar a legitimidade do setor de capital de risco, sobretudo os fundos de *private equity*. Nesse momento, o então presidente da ABVCAP, Marcus Uchoa Regueira, enaltece a entrada da estatal e afirma que: "*A entrada do BNDES na ABVCAP representa o alinhamento entre os setores público e privado na direção do investimento de longo prazo no país*" (VALOR ECONÔMICO, 2006). A entrada do BNDES abriu caminho para a chegada de outras instituições estatais (como os bancos BDMG, BNB, BB banco de investimentos e as instituições FINEP, SEBRAE).

Vale lembrar que além do fundo de *Private Equity*, a modalidade do capital de risco contempla também o fundo de *venture capital*. A diferença entre essas duas ferramentas está no direcionamento dos investimentos: enquanto o *venture capital* se concentra em empresas novas e com alto potencial tecnológico (“sementes”), o *private* se concentra em grandes empresas. O *venture capital* realiza seu investimento na fase inicial de um negócio com a expectativa de crescimento da respectiva empresa - assim, em um momento futuro, quando a empresa se estruturar e abrir seu capital, o desinvestimento gera o retorno ao investidor. Já os *privaties* estão à procura de grandes empresas que vive momento de dificuldade, para realizar seus investimentos. Nelas, os gestores de *private* se concentrariam em estruturar a determinada empresa sob o ponto de vista das finanças, e, após isso, realizariam o desinvestimento.

No Brasil, os fundos de *Private Equity* são classificados como Fundos de Investimento em Participação (FIP) e o *venture capital* é nomeado de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). A BNDESPAR atua também com investimentos nesses tipos de fundos e ajuda a configurar os modelos de *private* com governança, construídos a partir do governo Lula.

A BNDESPAR tem uma carteira bastante diversificada de fundos mútuos de investimentos: 19 fundos de capital semente (ou *venture capital*) e 15 voltados para *private equity*, considerando-se a data-base de março de 2014. Nesse sentido, ainda de acordo com a mesma data-base, o portfólio do Sistema BNDES apresentou um total de 34 fundos ativos, com um patrimônio comprometido pela instituição de R\$ 2,48 bilhões. A BNDESPAR é o investidor institucional nacional que possui a carteira de fundos de capital semente e *venture capital* mais ampla. A tabela 5 enumera a divisão de recursos que os fundos recebem e seus

gestores.

Tabela 5 - Atuação da BNDESPAR em fundos de *private equities*

Nome	Administrador	2013 (multiplicar o valor por 1000)
AG Angra Infra-Estrutura - Fundo de Investimento em Participações	BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda do Banco Bradesco S.A	R\$ 167.673,00
BR Educacional Fundo de Investimento em Participações	BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda do Banco Bradesco S.A	R\$ 87.030,00
Brasil Energia - Fundo de Investimentos em Participações	Banco Bradesco S.A	R\$ 312.798,00
Brasil Mezanino Infra-estrutura fdo. Inv. em Participações	Darby Stratus Administração de Investimentos Ltda	R\$ 40.513,00
CRP VII – Fundos de Investimentos em Participações	CRP Companhia de Participações S.A	R\$ 45.281,00
FIDC - Insumos Básicos da Indústria Petroquímica	INTRAG Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA	R\$ 122.688,00
FIP Terra Viva - Fundo de Investimento em Participações DGF	DGF Gestão de Fundos Ltda	R\$ 52.325,00
Fundo Brascan de Petróleo e Gás	Banco Brascan S.A.	R\$ 14.410,00
Fundo Brasil Agronegócio - Fundo de Investimento em Participações	Banco Bradesco S.A	R\$ 55.097,00
Fundo Brasil Sustentabilidade	BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	R\$ 52.324,00
Fundo de Invest. em Part. Governança e Gestão – FIPGG	Governança & Gestão Investimentos	R\$ 27.707,00
Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Corporativo Brasil	Credit Suisse Brasil	R\$ 294.672,00
Fundo de Investimento em Participações Caixa Ambiental	Caixa Econômica Federal	R\$ 40.144,00
Fundo de Investimento em Participações Caixa Modal Oleo e Gas	Caixa Econômica Federal	R\$ 32.950,00
Fundo de Investimentos Cia. Paulista Trens Metropolitanos	Banco Bradesco S.A	R\$ 24.083,00
Fundo Empreendedor Brasil	BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	R\$ 12.094,00
Fundo Mútuo Invest em Empresas Emergentes CRIATEC	BNY Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A	R\$ 48.579,00
InfraBrasil – Fundo de Investimentos em Participações	(Banco ABN Amro Real S.A. 2007/2011) (Banco Santander S.A. 2012)	R\$ 180.484,00
Logística Brasil – Fundo de Investimento em Participações	Banco Bradesco S.A.	R\$ 52.010,00
Outros		R\$ 103.276,00
PROT – Fundo de Investimento em Participações	BNY Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	R\$ 559.563,00
RB Cinema I - Fundo Financ. Ind. Cinematográfica Nacional	Rio Bravo Investimentos S.A.	R\$ 9.268,00
Vale Florestar Fundo de Investimento em Participações	Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A	R\$ 92.789,00
Total		R\$ 2.427.758,00

Fonte: BNDES (2014)

A título de exemplo, o quadro 17 ilustra a atuação da BNDESPAR em três fundos de *private equities*.

Quadro 16 - O caso da atuação da BNDESPAR em fundos de *private equities*.

AG Angra Infra-estrutura

Esse fundo foi lançado em 2006 para investir em participação. Tem como gestor a AG Angra Investimentos, que é uma *joint venture* entre o Grupo Andrade Gutierrez e a gestora de recursos Angra Partners, cuja administração está a cargo da BEM DTVM, uma empresa do grupo BRADESCO, responsável pelas atividades de controladoria, tesouraria e custódia. A próxima tabela, retirada da página eletrônica do administrador do fundo, descreve melhor sua atuação.

Direcionado aos investidores qualificados, o fundo tem como objetivo investir em empresas com projetos no setor de infra-estrutura no Brasil, por meio de instrumentos de capital e em moeda local, com foco nas áreas de transporte e infra-estrutura logística (portos, ferrovias e aeroportos), água e saneamento (incluindo tratamento e distribuição, bem como coleta, tratamento e disposição de resíduos), óleo e gás e infra-estrutura industrial. O AG Angra Infra-Estrutura atingiu um montante de captação de R\$697,5 milhões e seu objetivo é obter valorização do capital investido à longo prazo, através de investimentos diretos no setor de infra-estrutura.

O fundo AG Angra Infra-estrutura – FONTE: www.dtvm.com.br

A próxima tabela aponta a composição do fundo. Ela mostra quais são os grupos que possuem participação no fundo.

Petros
BNDESPAR
Funcef
Postalis
Previ
Infraprev

Composição do fundo AG Angra Infra-estrutura – FONTE: www.dtvm.com.br

BR Educacional

Trata-se de um fundo de investimento em participações fundado em 2009. Tem o objetivo de investir em empresas do ramo de ensino e educação. A responsabilidade pela administração desse fundo também é da BEM DTVM, uma empresa do grupo BRADESCO, responsável pelas atividades de controladoria, tesouraria e custódia. A seguir, são apontados os grupos que são cotistas nesse fundo.

Quotista	Participação
Petros	25%
BNDESPAR	20%
Funcef	16,95%
Postalís	16,95%
Previ	10%
Infraprev	5,65%
Outros	5,45%

Composição do Fundo BR Educacional. FONTE: www.dtvm.com.br

Brasil Energia

Gerido pelo Banco BTG Pactual, o Fundo Brasil Energia tem o objetivo de realizar investimentos no setor de energia. Esse fundo foi criado pelo Banco BTG Pactual, esse banco foi fundado por **André Santos Esteves em 2008. A seguir é indicada a composição do fundo.**

Quotista	Participação
BNDESPAR	24%
Petros	25%
Funcef	22%
Fundação Real Grandeza	10%
Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES	4%

BTG Pactual	4%
Banesprev	1%
Infraprev	0,68%

Composição do fundo Brasil Energia. Fonte: www.btgpactual.com

É interessante como o caso do fundo Brasil Energia ilustra o fato dos banqueiros de investimentos (neste fundo, se refere a um banqueiro com grande legitimidade no espaço das finanças nacionais) receberem investimentos de fundos de pensão e BNDESPAR para gerir. Dessa forma, somando-se as contribuições de Grun (2009) sobre o papel dos Fundos de Pensão na construção do modelo brasileiro de *private equities*, poderíamos apontar que, nessas disputas, a BNDESPAR reforçaria as reivindicações clamadas pelos fundos de pensão. Isto aponta a subsidiária do BNDES também como um forte investidor institucional.

Outro caso interessante é a atuação da BNDESPAR no Fundo Brascan, que investe em participações acionárias em empresas das áreas de petróleo, gás e energia. Esse caso será apresentado a partir de agora, através do quadro 18.

Quadro 17 - A atuação da BNDESPAR no fundo Brascan

Fundo Brascan

No fundo Brascan, além da BNDESPAR, há cotas de fundo de pensão que pertencem à Petros. BNDESPAR e PETROS estão entre os principais investidores desse fundo, Ele é gerido pela BRKB DTVM (nova denominação do Banco Brascan).

Quotistas	Participação
Petros	20%
Fundação Atlântico de Seguridade Social	20%
BNDESPAR	20%
Banco Brascan	17,5%
Brascan Brasil LTDA	15%
Outros	7,5%

Composição do fundo Brascan de Petróleo e Gás. Fonte: <http://www.brkbdtvm.com.br/>

A seguir, segue uma descrição acerca da estratégia de investimento do fundo retirada da página eletrônica do administrador.

O fundo deverá realizar investimento em companhias brasileiras e ter por objetivo o

investimento em projetos e/ou empresas que atuem na área de Petróleo e Gás e Energia (o “Portfólio Alvo”), com foco nos seguintes itens:

- a) exploração e/ou produção de Petróleo e Gás;
- b) geração térmica à base de óleo e gás;
- c) geração de energia elétrica (ex.: hidroelétricas, biomassa);
- d) refino e outras atividades relacionadas às refinarias;
- e) distribuição de derivados (excetuando-se empresas de transporte, centrais de abastecimento e postos de gasolina);
- f) negócios que aproveitem investimentos já realizados na exploração e/ou produção ou distribuição de Petróleo & Gás ("P&G");
- g) gasodutos, oleodutos e polidutos; outros negócios relacionados à área de P&G e que aproveitem sinergias existentes;
- h) transmissão de energia elétrica; e
- i) fontes de energia renovável (bioenergia), tais como álcool e biodiesel.

Objetivos do fundo Brascan de Petróleo e Gás. Fonte: <http://www.brkdbtvm.com.br/>

O Fundo Brascan foi constituído em 2003 pelo Banco Brascan como um fundo fechado para investidores qualificados, com patrimônio comprometido de até R\$ 100 milhões. O objetivo do fundo é realizar investimentos sob a forma de capital (ações), debêntures conversíveis e instrumentos semelhantes nos setores de petróleo, gás e energia. Contudo, mesmo constituído para uma estrutura fechada, em 2007, os gestores do fundo inverteram sua lógica e o Fundo Brascan foi aberto na BM&FBovespa. Na bolsa, as cotas desse FIP continuaram com permissão de negociação somente aos investidores institucionais. A diferença crucial foi a divulgação dos demonstrativos do fundo, disponíveis no site da bolsa. Além disso, também as atas das reuniões desse fundo se tornaram disponíveis, nelas, constam as participações e o acompanhamento realizado pela BNDESPAR.

Fonte: www.brkb.com.br (acesso em 02/02/2016).

O fundo Brascan seria um exemplo do modelo de *private equity* com governança, visto que chega ao ponto de abrir capital em bolsa de valores, contrariando, dessa forma, as características originais dos fundos de *private equities*. Assim, temos atores estatais em diversas frentes, construindo o modelo brasileiro de *private equity*. No que se refere à atuação da BNDESPAR em *private equity*, é possível indicar, através dos casos, que os fundos que ela investe atuam principalmente em áreas de infraestrutura. Desse modo, a *holding* operacionaliza um desenvolvimento neste setor via mercado de capitais. Em tal processo, são utilizadas ferramentas com origem neoliberal no Brasil, como os *private equities* e a governança corporativa. Portanto, houve um processo peculiar: uma subsidiária estatal

realizou o fomento e interveio nos mercados através de ferramentas que, em outros momentos, foram classificadas como instrumentos de livre mercado.

Ao utilizar essas ferramentas, a BNDESPAR contribui para ressignificar as categorias da governança corporativa e do *private equity*. Essa orientação estaria associada ao projeto operacionalizado por várias frentes governamentais, como CVM, Fundos de Pensão das empresas estatais e, além dessas, haveria outras instituições como a ABVCAP e a BM&FBovespa. A governança corporativa, com seu discurso de democracia, teria extensão suficiente para atrair esses diversos grupos: ela se torna a porta de entrada para BNDESPAR e Fundos de Pensão atuarem, ressignificarem e legitimarem o mercado de capitais brasileiro. Assim, tal mercado é configurado dentro desse campo de forças.

Por causa das ações apresentadas até aqui, a BNDESPAR ganhou relevância durante o governo Lula/Dilma. Se, em diversos momentos da história da subsidiária, ela foi considerada um braço do BNDES com atuação marginalizada ou pouco relevante, no período citado ela se torna uma importante fonte de força para o mercado de capitais brasileiro. Isto se torna viável devido à estrutura que esse espaço financeiro brasileiro adquiriu, e a BNDESPAR também contribuiu com a construção dessa estrutura. Assim, haveria um fenômeno híbrido: a atuação da BNDESPAR no mercado de capitais ajudou a reestruturar esse espaço e, por sua vez, as mudanças ocorridas no mercado de capitais atuaram na reestruturação das formas de atuação da BNDESPAR.

4.6 Estado empreendedor: a atuação em fundos de *venture capital*

Os fundos de *venture capital* possuem maior legitimidade frente à sociedade, dado seu caráter de apoiar novas empresas, gerando, dessa forma, emprego e promovendo desenvolvimento. Já os *private equity* (em seu formato original) são acusados pelas altas taxas de lucros que obtém e pelo fato de não possuírem uma capacidade geradora de emprego como o *venture capital*. Froud e Willians (2007) apontaram que, na Inglaterra, apenas 5% dos recursos da indústria de capital de risco são direcionados para a vertente *venture capital*. Mundo Neto (2013) mapeou o direcionamento dos recursos da BNDESPAR frente ao capital de risco e relatou que 2,47 % são direcionados para o *venture capital*, o restante é direcionado ao *private equity*. Contudo, conforme visto no tópico anterior, os modelos de *private equity* (em que a BNDESPAR participa) não atuam exatamente igual ao formato original dessa ferramenta: eles possuem distorções, tanto no formato quanto no nicho de investimento (que

contempla áreas como infraestrutura e educação).

Embora os investimentos da BNDESPAR na vertente *venture capital* sejam considerados pequenos quando comparados com os seus desembolsos em vertente *private equity*, a *holding* estatal, juntamente com a FINEP, se postulam como os maiores investidores em fundos de *venture capital* no Brasil - responsáveis por 20% dos aportes dessa indústria no Brasil (MUNDO NETO, 2014). Isso reforça o argumento de Mazzucato (2014), que aponta que, na maioria das vezes, os investimentos de alto risco são financiados pelo Estado e não pela iniciativa privada.

Mazzucato (2014) descreve vários exemplos do desenvolvimento de tecnologias nos Estados Unidos, como o caso da *Apple*, da biotecnologia, da energia solar e energia eólica. Segundo a autora, a iniciativa privada passa a atuar na inovação tecnológica depois que ela já tenha passado pela fase do risco, ou seja, depois que as pesquisas já estejam consolidadas em resultados. A fase da pesquisa é a fase do risco, pois os resultados ainda não são mensuráveis, e tal fase não provocaria interesse à iniciativa privada no que se refere à realização de investimentos. Dessa forma, o Estado é quem arca com esse risco e financia as pesquisas.

No caso da *Apple*, por exemplo, ela foi beneficiada diretamente e indiretamente com os investimentos governamentais em pesquisas tecnológicas que geraram o surgimento da internet, do GPS, baterias de lítios, telas LCD, entre outras. Depois de terem seu desenvolvimento financiado pelo Estado, tais tecnologias, foram incorporadas pela *Apple* para o desenvolvimento de seus produtos.

Nesse ciclo, a crítica da autora repousa sobre os baixos níveis de retorno financeiro que o Estado tem dessas pesquisas que financiou. Para Mazzucato, estes retornos se concentram nas grandes empresas privadas que incorporam tais inovações e as transformam em produtos que serão vendidos no mercado. É importante destacar que, muitas dessas empresas americanas sequer abrem suas indústrias nos Estados Unidos, visto que localizar as fábricas no país natal geraria empregos e renda a esse local. Pelo contrário, elas alocam suas fábricas para outros países que possuem salários e taxas de impostos menores (MAZZUCATO, 2014).

A partir da crítica da autora, o modelo de financiamento do risco realizado pela BNDESPAR diminuiria, pelo menos em certa medida, as discrepâncias dos retornos financeiros. Visto que, por meio do *venture capital*, a *holding* se tornaria proprietária das ações das empresas - e seu retorno estaria condicionado ao nível de valorização dessas empresas. Desse modo, haveria uma lógica diferente do financiamento normal, que tem seu lucro baseado somente nas taxas de juros.

O fundo mais conhecido da BNDESPAR na vertente *venture capital* é o Criatec I. O quadro 19 ilustra o caso desse fundo.

Quadro 18 - O caso Criatec I

Nascido a partir da iniciativa do BNDES e cogerido pela Antera Gestão de Recursos S.A. e a INSEED Investimentos Ltda, do Grupo Instituto Inovação S.A, o Criatec I é um Fundo de Investimentos de capital semente destinado à aplicação em empresas emergentes inovadoras. Tem como objetivo obter ganho de capital por meio de investimento de longo prazo em empresas em estágio inicial (inclusive estágio zero), com perfil inovador e que projetem um elevado retorno.

Os investidores do Fundo Criatec são vindouros do BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, com R\$ 80 milhões, e o BNB - Banco do Nordeste do Brasil, com R\$ 20 milhões.

Com investimentos de até R\$ 5 milhões por grupo empresarial, o Criatec investiu em 36 empresas nascentes inovadoras, localizada em 8 estados brasileiros.

Além do investimento, o Criatec I participa ativamente da gestão das empresas, dando suporte estratégico e gerencial ao empreendedor, ajudando na seleção e formação da equipe, definindo metas e acompanhando os resultados.

O Fundo está programado para encerramento de suas atividades em novembro de 2017, mas por regulamento pode ser prorrogado por mais 5 anos.

No momento o Criatec tem ações em 31 empresas que atuam nas áreas de biotecnologia, medicina nuclear, química, robótica, nanotecnologia, microeletrônica, software e outras.

Fonte: www.criatec.com.br. Acesso em 18/12/2015

4.7 Debate sobre o papel do Estado durante o governo Lula a partir da atuação da BNDESPAR

Com a chegada do Governo Lula (2003-2010) deu-se continuidade às ferramentas de mercado desenvolvidas no período Cardoso. Porém, conforme indica Boschi (2007), nesse novo momento, ocorreu uma retomada do governo como ator central na economia e nas finanças. Tal atuação foi legitimada por críticas ao baixo crescimento econômico ocorrido no governo anterior, que era fundamentado nos princípios neoliberais e por crises geradas pela remodelação institucional, como a crise energética em 2001.

Ainda segundo Boschi (2007), os princípios desenvolvimentistas passaram a ter pujança no Brasil. Dessa maneira, foi apresentada a necessidade de regularização da economia, submetendo o funcionamento dos mercados (financeiros e produtivos) à lógica política. Contudo, para Boschi (2008) há um novo tipo de intervencionismo estatal que adquire particularidade em relação ao do passado. Em primeiro lugar, o Estado não mais se postula como interventor direto na órbita da produção: o intervencionismo se refere mais a uma modalidade híbrida de coordenação econômica (ou de recriação de híbridos existentes) do que a um retorno do Estado produtivo. Os esquemas de produção que subsistem não ocupam mais um papel central nas atuais dinâmicas.

Para Diniz (2008), esses princípios de desenvolvimento não estão ligados à ideia de atuar diretamente na produção, mas tem a função de regular a economia - através de financiamentos, apoio ao desenvolvimento tecnológico, apoio ao desenvolvimento da mão-de-obra e controle inflacionário.

Boschi e Gaitan (2008) explicam que, nos movimentos desenvolvimentistas no Brasil e na América Latina também:

Implicaram com a exploração de possibilidades que não necessariamente envolvem a ruptura radical com caminhos trilhados anteriormente. É assim que se observa na América Latina um sutil e salutar retorno a processos que se poderiam caracterizar como novo desenvolvimento e que se constituem numa dimensão característica dos governos progressistas de anos recentes. No que diz respeito a um traço distintivo da plataforma de tais governos enquanto esquerda – a clara incorporação da dimensão social como prioridade – na verdade, trata-se de uma retomada, no cenário pós neoliberal, de uma agenda da Cepal dos anos 1980 de “crescimento com equidade”, agora redefinida. (BOSCHI, 2008: 83)

Já Bresser Pereira (2004) aponta que, durante o governo Lula, haveria um novo desenvolvimentismo que discordava da ortodoxia tradicional presente no governo anterior.

Para esse autor:

A discordância entre o novo desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional começa pela definição de estabilidade macroeconômica. Ao contrário da ortodoxia convencional, que se preocupa apenas com a inflação e o equilíbrio fiscal, o novo desenvolvimentismo está preocupado também com o equilíbrio do balanço de pagamentos, e com um razoável pleno emprego. A ortodoxia convencional quer independência para o Banco Central, que deve ter como única responsabilidade o controle da inflação, enquanto o novo desenvolvimentismo considera a atual autonomia já suficiente, e quer que a lei defina que o Banco Central, como seu congêneres americano, tenha duas responsabilidades e não uma: além do controle da inflação, a manutenção do emprego (BRESSER-PEREIRA, 2004: 45)

Enquanto Boschi e Gaitan (2008), Boschi (2007) e Diniz (2008) indicam que, no governo Lula, surge um novo desenvolvimentismo que não rompe totalmente com o período anterior, e Bresser Pereira (2004) apontam um neodesenvolvimento que estaria em discordância com a ortodoxia tradicional. Outros autores, como Boito (2012) e Antunes (2004) indicam que o caráter neoliberal continuou predominando durante o governo Lula, no entanto, haveria uma espécie de neoliberalismo na forma de desenvolvimento.

Boito (2012) indica que em Lula o Estado estava submisso às finanças, mas a atuação estatal perante os mercados também tinha um lado social. Portanto, houve a manutenção do modelo capitalista neoliberal, combinado com um pouco mais de crescimento econômico e de políticas sociais compensatórias. Para Boito (2012), o caráter neoliberal de Lula foi:

O novo governo, de modo surpreendente para muitos observadores, não só está mantendo os pilares do modelo capitalista neoliberal dependente, como está aprofundando alguns aspectos desse modelo. Os membros da equipe governamental não tocaram na herança neoliberal de Cardoso: a abertura comercial, a desregulamentação financeira, a privatização, o ajuste fiscal e o pagamento da dívida, a redução dos direitos sociais, a desregulamentação do mercado de trabalho e a desindexação dos salários. (BOITO, 2012: 1)

Quanto ao apoio social, Boito (2012) indica que ele estaria voltado principalmente para o novo sindicalismo:

No campo das classes trabalhadoras, o primeiro ponto de apoio do qual dispõe o governo para manter o modelo neoliberal é o setor que representa o núcleo duro do novo sindicalismo. Trata-se de uma parte dos trabalhadores assalariados que usufrui condições de trabalho e remuneração superiores aos da grande massa operária e popular e que dispõe de grande capacidade de organização e de luta sindical (BOITO, 2012: 1)

Já segundo Antunes (2004), os governos Fernando Collor de Mello, Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva igualmente se curvaram ao chamado projeto neoliberal: privatização, encolhimento das funções do Estado, abertura comercial e financeira, arrocho salarial, descaso com os servidores públicos, taxas de juros elevadas, entre outras características de governos liberais. O mesmo autor indica ainda que Lula estaria indo além de Cardoso no projeto de desmonte do país, pois teria sido cooptado pela classe dominante. A política econômica vinha se beneficiando dos capitais financeiros ao invés da

produção e do emprego. Segundo Antunes (2004):

“Sua força, a potência de seus 53 milhões de votos, e sua trajetória respaldada em décadas de luta e resistência social não se voltaram contra os capitais financeiros, nem contra os capitais transnacionais, mas contra os trabalhadores do espaço público” (ANTUNES, 2004: 68).

Jardim (2007) estudou o governo Lula através dos fundos de pensão e sindicatos. A autora apurou que, nesse governo, houve a ideia de inclusão social e essa estaria atrelada ao mercado. A mesma autora indica que aconteceu uma “moralização e/ou domesticação do capitalismo” durante o Governo Lula, tal atividade seria uma tentativa de combater o capitalismo “com as suas próprias armas”.

Contudo, o papel do Estado no governo Lula não se limitou a apenas regulamentações e participações indiretas. Através da BNDESPAR, ele atuou de maneira efetiva nos mercados. Dessa forma, estudar o papel que a BNDESPAR desempenhou no governo Lula-Dilma nos permitiria contribuir com o debate sobre a atuação do governo frente ao mercado, nesse período. Contudo, essa pesquisa não se interessa em classificar o Governo em desenvolvimentista ou neoliberal. A partir da atuação da BNDESPAR, pretende-se apontar características para a atuação desse governo frente aos mercados.

Notadamente os dados desse capítulo apontam para o Estado construindo os mercados, pautado em um conjunto de ferramentas que normalmente são consideradas como fazendo parte do arsenal neoliberal. Dentre elas, a Governança Corporativa, que permitiria um alcance maior aos fundos de investimentos e às participações acionárias de empresas. Mesmo com ferramentas de cunho neoliberal e realizando investimentos em empresas, fundos de *private equity* e *venture capital*; é possível notar que todas essas ações são movidas com uma orientação de promover o desenvolvimento das empresas e do mercado de capitais.

A participação nos movimentos de fusão mostrou uma orientação de economia social no governo Lula. Através da BNDESPAR e da governança corporativa, o Estado contribui para evitar a falência de grandes grupos. Ou seja, existe um processo de ressignificação nas estratégias de atuação da BNDESPAR (BOURDIEU, 1996) pois, enquanto no período anterior, o BNDES e a BNDESPAR eram agentes de privatização e seus investimentos tinham uma orientação de corrigir as “falhas de mercado”, no novo período o Estado utilizou-se das mesmas ferramentas para desenvolver as empresas e o mercado de capitais. Porém, ao serem utilizadas, essas ferramentas foram reclassificadas.

Em seu modelo de atuação, a BNDESPAR promoveu um diálogo com banqueiros de

investimentos, fundos de pensão e grandes empresas nacionais, com o intuito de ir além da orientação de fomento e promoção do desenvolvimento: a *holding* atuou como uma fonte de força que disputou para configurar as instituições do mercado (FLIGSTEIN, 2012).

5 ATUAÇÃO DA BNDESPAR EM COMPRA DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE EMPRESAS DURANTE O PERÍODO 2005-2016

5.1 Apresentação do capítulo

Esse capítulo se concentra em mostrar os dados da atuação da BNDESPAR em compra de participação acionária de empresas durante o período 2005-2016 - de maneira mais específica, será dada atenção para o produto subscrição de valores mobiliários. Esse se refere aos investimentos em participação acionária e debêntures. Será dividida apresentação dos dados em dois grupos criados pelo autor: o primeiro grupo são empresas que recebem investimento através desse produto e não possuem capital aberto na BM&FBovespa, já o segundo grupo possui capital aberto. Nas empresas de capital aberto, serão analisadas os índices e segmentos de governança corporativa que elas possuem.

Nas empresas que não possuem capital aberto na BM&FBovespa, será verificado como a BNDESPAR as influencia para as converter ao modelo de estrutura do mercado de capitais. Nas empresas de capital aberto, será verificado se elas estão de acordo com os principais índices de governança da bolsa.

5.2 Participação da BNDESPAR em empresas que não atuam na BM&FBovespa

A BNDESPAR atua nessas empresas através do produto Subscrição de Valores Mobiliários. O quadro 20 detalha esse produto.

Quadro 19 - O produto subscrição de valores mobiliários do BNDES

BNDES Subscrição de Valores Mobiliários

Subscrição, pela BNDESPAR, em emissão pública ou privada, de ações ou outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações ou de qualquer modo transformáveis, resgatáveis ou lastreados em ações, observado o disposto na Política de Atuação em Renda Variável do BNDES.

As participações acionárias detidas pela BNDESPAR deverão ter caráter minoritário, transitório e com atuação não executiva.

Sociedades constituídas de acordo com a legislação brasileira, sob a forma de sociedades anônimas, com sede e administração no Brasil, observado o Estatuto Social da BNDESPAR

e o Regulamento Geral de Operações do Sistema BNDES.

Ações; Debêntures conversíveis ou permutáveis por ações; Bônus de subscrição; Opções e demais produtos derivativos; bem como outros valores mobiliários previstos em Lei, desde que conversíveis ou permutáveis em ações ou de qualquer modo transformáveis, resgatáveis ou lastreados em ações.

A BNDESPAR poderá subscrever até a totalidade de emissão mediante subscrição particular de valores mobiliários de companhia aberta ou fechada, podendo estipular, mediante contrato, que a referida subscrição ocorrerá por meio da cessão gratuita, por acionistas da companhia emissora, do direito de preferência ou do direito às sobras.

A BNDESPAR poderá participar de ofertas públicas de valores mobiliários que assegurem liquidez adequada aos objetivos do investimento, realizadas em conformidade com as normas aplicáveis emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Fonte: BNDES, 2014

Essas empresas (nas quais a *holding* investiu) não possuem capital aberto na bolsa e são de grande porte, porém ainda não estão adequadamente estruturadas de acordo com a linguagem do mercado de capitais. Nessas empresas, a *holding* estatal contribuiu para “converter” esses grupos ao modelo de empresa financeirizada, conforme será demonstrado ao longo desse capítulo.

A seguir, através do quadro 21, é apresentada a lista das empresas cujo investimento foi nessa vertente, essa posição se refere ao ano de 2014.

Quadro 20 - Empresas investidas com capital fechado

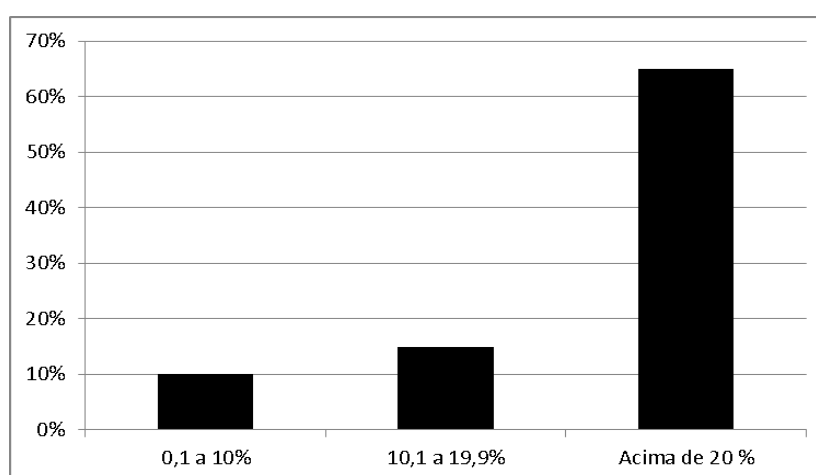
ALFATEST	COMTEX	NESBER
ALTUS	COMTRAFO	NETUNO
AMATA	CRP	NORTEC
ARTMED	ELEBRA	OPENCOMERCE
AUTEL	EMPR. TRA. UR. GOIAS	ORBISAT
BIO FILL	ENB-EXTRATOS	OURO FINO
BRASPEROLA	ESTRUTURADORA BR. PROJETOS	POLY EASY
BRIC	ETH BIOENERGIA	PROCABLE
BRQ INFORMATICA	GENOA	PRONOR
CARBOMIL	GRANO	QUALITY
CASA ANGLO	GRAUNA	REIVAX
CBPAK	HIGH BRIDGE	RELASTOMER

CFN	HOSPITAL FEMINA	ROOSTER
CI&T SOFTWARE	IBEMA	S/A CHAPECÓ
CIA. BR. PAR. AGROINDUSTRIAL	INDEPENDENCIA PARTICIPAÇÕES	SEG. BR. CRE. EXPORTAÇÃO
CIA. ABAS. ALAGOAS	IND. NILZA	SENIOR
CTTU	LBR LACTEO	SETAL
CTC	LIFEMED	TAUM
CIA. METROP. SÃO PAULO	LINX	TBM
CIPHER	L. ARAPUA	TECNORED
CLAMBER	MADEF	TEIKON
CLARO	MECTRON	TOP SPORTS
CIA. ELET. ACRE	METANOR	VALE SOLUÇOES
CIA. ALAGOAS - CEAL	MWI	VALEPAR
	NANOCORE	

Fonte: BNDES, 2014

No gráfico 8, é apresentada a quantidade da participação acionária adquirida pela BNDESPAR nos investimentos das empresas apresentadas no quadro 21. A porcentagem de tal participação acionária é um dado relevante para entender o nível de risco assumido pela subsidiária diante da empresa investida. Como foi possível verificar, uma grande parte dos investimentos é operacionalizada através de aquisições superiores aos vinte por cento, ou seja, assumiu-se um alto risco no investimento.

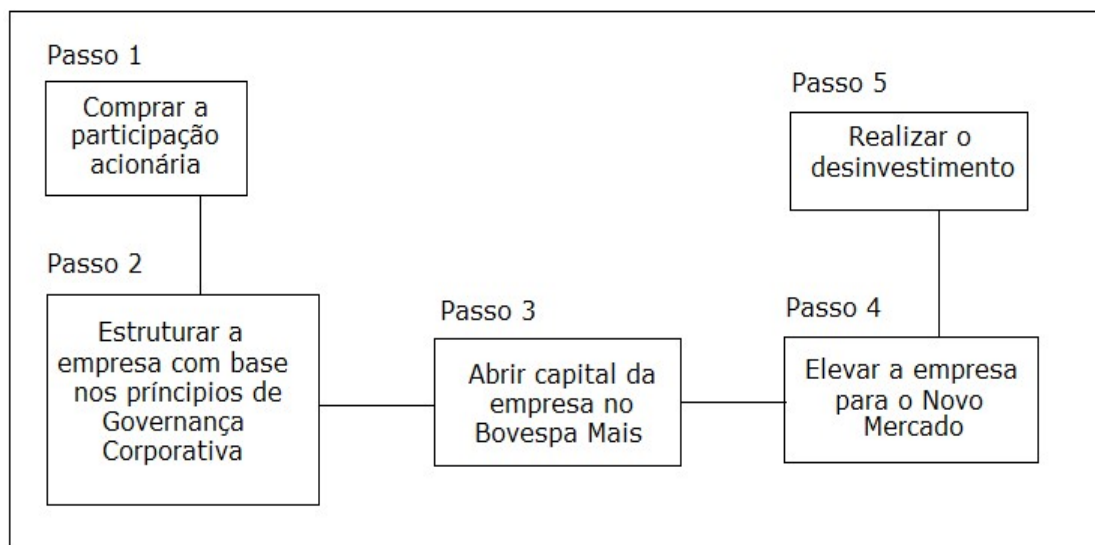
Gráfico 8 - Porcentagem das participações adquiridas pela BNDESPAR nas empresas investidas por meio de fundos mútuos fechados durante o período 2003/2010.



Fonte: Autor. Dados coletados em BNDES, 2014.

Com base na análise da amostra das empresas que compõem essa vertente de investimento, foi estabelecido um modelo que ilustra o formato de atuação da BNDESPAR nesse segmento, indicado na figura 2. O modelo aponta que uma das fases do investimento envolve elevar a empresa para a bolsa de valores - dessa forma, várias delas hoje já estão com o capital aberto, por exemplo, a Linx e a Altus.

Figura 2 - Modelo de atuação da BNDESPAR



Fonte: Autor. Dados coletados em BNDES, 2014.

Nesse modelo de atuação, o primeiro passo consiste na compra da participação acionária, ele é comumente iniciado com uma manifestação de venda de determinada quantia de participação por parte de uma empresa. Em seguida, a BNDESPAR faz sua oferta para adquirir essa porcentagem de participação, porém, geralmente, precisa competir com fundos privados nessa negociação. Logo, a empresa que pretende vender suas ações escolheria a oferta que julgasse mais interessante. Dessa forma, para a subsidiária do BNDES adquirir essa participação acionária, ela teria que fazer uma oferta mais interessante do que os fundos concorrentes.

Esse, porém, não é o único caminho que a BNDESPAR utiliza para adquirir ações. Ela também lança editais com chamadas públicas para investir na compra de ações em empresas com alto potencial de crescimento. Após esse lançamento, as empresas interessadas no aporte (e que se enquadram nas características solicitadas nos editais) se candidatam para receber a estatal como acionista. Para isso, a empresa precisa apresentar um plano de negócio, que será avaliado pela BNDESPAR e, se for considerado viável, recebe o investimento.

O segundo passo se daria no momento da consolidação da compra da participação

por parte da BNDESPAR. Nesse estágio, a subsidiária estatal começa a preparar a empresa para abrir seu capital na BM&Bovespa. Isso é feito através da inserção dos princípios de governança corporativa, que já são definidos durante o estágio da negociação, momento em que o acionista impõe as obrigações em termos da governança que a empresa investida terá perante ele. Em seguida, quando o negócio é fechado, essas obrigações são firmadas por meio de um contrato de acionista, que deve ser seguido à risca por ambas as partes³⁵.

O terceiro estágio envolve abrir o capital da empresa no segmento Bovespa Mais da Bovespa - para isso, a empresa tem que se enquadrar nas exaustivas regras de governança exigida por esse segmento. O estágio Bovespa Mais é um segmento da bolsa que serve de preparação para o principal segmento, que é o Novo Mercado³⁶. Ou seja, ele funciona como um estágio intermediário³⁷.

Não é estabelecido de maneira padrão o tempo que a empresa terá para abrir seu capital depois do investimento da BNDESPAR. Esses prazos são estabelecidos de maneira específica em cada negociação, contudo, de acordo com o presidente do BNDES, o ciclo inteiro da atuação da BNDESPAR dura em média 7 anos (SENADO, 2011).

Em seguida, o quarto estágio envolve elevar a empresa aos segmentos do Novo Mercado da Bovespa - nesse momento, a empresa estaria praticando as principais regras de governança corporativa da bolsa. Por fim, após a empresa ter chegado ao nível do Novo Mercado, a BNDESPAR realizaria o desinvestimento.

Cabe ressaltar que esse modelo não é reproduzido exatamente em todas as empresas que recebem a BNDESPAR. Trata-se apenas de um modelo para referência, segundo o que os diretores da *holding* estatal dizem, nos relatórios do BNDES, ser entendido como referência. Sendo assim, a governança corporativa seria, para a BNDESPAR, uma espécie de “*the best way*”: ou seja, seria um modelo apto a ser aplicado em qualquer empresa que receba investimento em participação da estatal. No entanto, conforme as contribuições de Zilbovicius

³⁵ Como exemplo, ver o contrato de acionista realizado entre a empresa Senior Solution e a BNDESPAR apresentado no tópico 6.1.1 desse capítulo.

³⁶ Novo Mercado é, segundo a nomenclatura da Bovespa, o conjunto das empresas que se encontram no mais avançado nível de governança corporativa. Essas companhias se comprometem, de forma voluntária, a adotar práticas que excedem as exigências da legislação, com referência à governança corporativa e aos direitos dos acionistas. Entre outros requisitos, as empresas listadas no Novo Mercado só podem emitir ações com direito a voto (nas assembleias de acionistas), ou seja, o capital social dessas empresas é inteiramente constituído de ações ordinárias. Este é o principal avanço do Novo Mercado, em relação à legislação. A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias.

³⁷ No tópico 6.1.1 deste capítulo será descrito que a BNDESPAR ultrapassa as fronteiras da participação direta na empresa e contribui para desbravar o segmento Bovespa Mais.

(1999), o modelo não seria reproduzido de maneira igual nas suas aplicações práticas, mas seria responsável por construir a racionalidade dos atores que os aplicam: as ações destes indivíduos iriam reproduzir o modelo adaptando-o as variáveis específicas do espaço em questão.

Neste segmento, a BNDESPAR reforça seu papel na construção dos mercados. As ferramentas de governança corporativa (principalmente o contrato de acionista) permitem que a *holding* determine normas e regras que a empresa investida deve seguir. O processo mostra como a subsidiária do BNDES se tornou um importante instrumento que contribuiu para a conversão das empresas aos modelos de companhia financeirizada.

Nessa atuação, a BNDESPAR incorporou à crença do mercado de capitais, visto que sua performance envolveu encaminhar suas empresas investidas para atuar nesse mercado. Nessa ação, a subsidiária difundiu a governança corporativa nas empresas, assim, nos entendimentos da estatal, fomentar o desenvolvimento das empresas significa inserir os princípios legitimados no mercado financeiro.

A BNDESPAR também atua na configuração das instituições dos mercados em que essas empresas estão inseridas. De modo que, para se estruturar de acordo com o mercado de capitais, os direitos de propriedades e as estruturas de governanças dessas companhias seriam adequadas às estruturas financeirizadas. Interessante se atentar para a presença de grupos familiares nessa lista de empresas investidas pela *holding* estatal. Grun (1999) indica que, até a década de 1990, a grande maioria dos grupos familiares de empresas no Brasil estava orientada de acordo com o modelo industrial, que alocava o sistema produtivo como elemento central. Contudo nos últimos anos, segundo esse autor, estaria ocorrendo um processo de mudança cognitiva: esses grupos estariam se convertendo para o modelo que classifica a empresa pela lógica financeira, que entende a liquidez como central. Nesse processo, a BNDESPAR seria um ator do Estado que atua contribuindo para a conversão das empresas brasileiras. Além disso, ao difundir esse modelo de empresa, a *holding* estatal se torna também uma fonte geradora de isomorfismo (DIMAGGIO e POWELL, 1991).

Nesses investimentos, o formato da atuação da BNDESPAR é muito parecido com o formato de um fundo de *private equity*. Esses fundos procuram empresas-chave para investir. Nelas, os gestores atuam na direção de reestruturá-las, realizando o que se chama “choque” de gestão. A reestruturação é realizada sob o ponto de vista financeiro e, no momento em que a empresa está devidamente estruturada, é realizada a abertura de capital e o fundo de *private equity* desinveste suas ações. Esse formato de atuação dos fundos de *private equity* abre vereda para obtenção de altos lucros, graças à valorização que a ação obtém no processo de

reestruturação da empresa. O BNDES aponta que seu modelo de atuação não é exatamente igual a um *private equity*: o banco não se concentra exclusivamente no retorno do investimento, mas, também, no desenvolvimento da empresa investida (SENADO, 2011). Desse modo, a atuação da BNDESPAR seria mais longa do que um *private equity* convencional.

A título de exemplo, no próximo tópico, será apresentado um estudo de caso de uma empresa que recebeu investimento nessa lógica.

5.2.1 Estudo de caso: a atuação da BNDESPAR na ALTUS

Para melhor entender a atuação da BNDESPAR nessa vertente, analisou-se um caso particular, o da ALTUS. Essa empresa atua no ramo de automação industrial, ela foi escolhida para essa análise por ter recebido participação da BNDESPAR em dois momentos. O primeiro envolve o período 1990/2004. O segundo momento vai de 2010 até os dias atuais. A companhia surgiu na vertente *venture capital* no início da década de 1980. Na década de 1990, a Altus recebeu investimento da BNDESPAR através do programa CONTEC. A empresa se tornou grande no ramo de automação industrial e, em 2010, recebeu novamente investimento da *holding*, porém agora não mais se trata da vertente *venture capital* (orientação dos investimentos realizados pelo CONTEC), pois a Altus passou a se enquadrar em outro perfil: empresa de grande porte.

Realizou-se uma entrevista para obtenção dos dados com um representante da companhia que faz parte do conselho de administração e, além disso, é diretor financeiro na empresa para obtenção dos dados. No quadro 22, são apresentadas as informações da empresa ALTUS.

Quadro 21 - Apresentação da empresa ALTUS

A empresa ALTUS, fundada em 1982 no curso de pós-graduação em Ciência da Computação da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), é líder no Brasil entre as companhias que utilizam tecnologia própria no setor de automação e controle de processos industriais. Sua área de atuação está focada em duas unidades de negócios: produtos e integração de sistemas.

Na unidade de produtos, a Altus oferece uma linha completa de equipamentos altamente qualificados, desenvolvidos com tecnologia de ponta. Entre eles estão: Controladores Programáveis (CP), Interfaces Homem-Máquina (IHM), Inversores de Frequência, Multimissor de Energia e Fontes de Alimentação.

No mercado de integração de sistemas, a empresa X é referência no fornecimento de soluções

para os setores de Energia Elétrica, Óleo & Gás e Transportes. Desenvolve os projetos com reconhecidos padrões tecnológicos, o que garante eficiência e confiabilidade ao cliente.

A empresa caracteriza-se pela constante inovação em seus produtos e serviços. Realiza investimentos contínuos em pesquisa e desenvolvimento, mantém parcerias estratégicas, interação com universidades e centros de pesquisa.

Sua matriz está situada no Pólo de Informática de São Leopoldo/RS.

Missão

Desenvolver, fabricar e fornecer equipamentos e soluções inovadoras de automação industrial e controle de processos, gerando valor superior de forma sustentável para as partes interessadas.

Visão

Ser reconhecida globalmente como a mais competitiva EMPRESA BRASILEIRA em tecnologia de automação industrial e controle de processos.

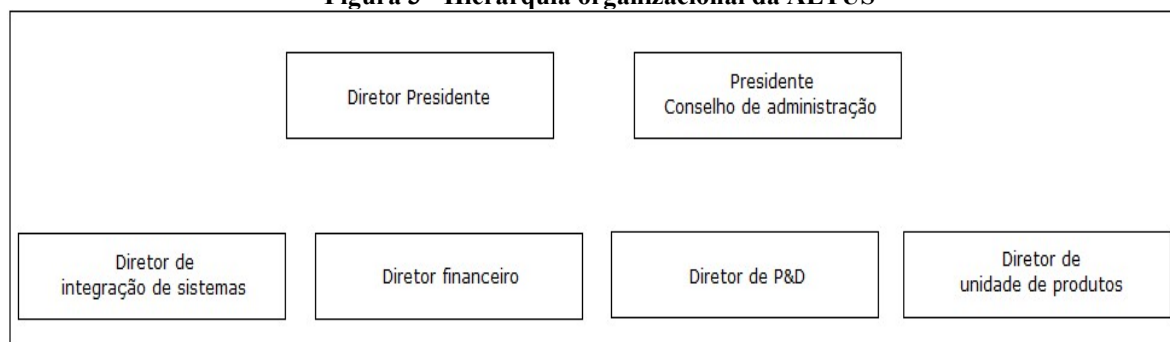
Negócio

Prover soluções tecnológicas que proporcionem inovação, produtividade e competitividade, sempre buscando reconhecimento e fidelização.

Fonte: www.altus.com.br (Acesso em 03/03/2014).

A seguir é apresentada a hierarquia organizacional da empresa, através da figura 3.

Figura 3 - Hierarquia organizacional da ALTUS



Fonte: www.altus.com.br (Acesso em 03/03/2014).

A atuação da BNDESPAR na ALTUS teve início na década de 1990. Nesta época, a *holding* estatal comprou 17% das ações desta empresa e, passados alguns anos, adquiriu mais 7%, totalizando 24 % das ações para o controle da BNDESPAR. Nos períodos de 2010 até atualmente, a porcentagem em participação da subsidiária do BNDES também estava sobre os 24%. Quando a BNDESPAR realizou o desinvestimento de suas ações em 2004, a própria ALTUS as comprou novamente. O que reforça o argumento de que, nesse período (Gestão

Carlos Lessa), a estatal não seguia as orientações de desinvestimento do capital de risco convencional.

Em 2010, o interesse em negociar as ações da ALTUS partiu da própria empresa, ela ofereceu 24% das suas ações no mercado. Surgiu interesse de compra por parte de fundos privados, contudo, a melhor oferta foi da BNDESPAR. O processo para concretizar a negociação foi marcado por inúmeras reuniões: nelas, a *holding* estatal se preocupava em entender o quão viável era investir nessa empresa. Coube à ALTUS elaborar um plano de negócios indicando os projetos de crescimento do grupo. Por fim, a negociação foi finalizada através da elaboração do acordo de acionista, que formaliza os deveres de cada parte.

De acordo com o entrevistado, o acordo de acionista do período 2010-atual é diferente do acordo do período 1992-2006. O contrato atual é muito mais complexo e há muito mais exigências e cobranças por parte da BNDESPAR. Sua atuação é ativa na empresa: tanto no monitoramento das obrigações (pois não são aceitos erros nem atrasos nos relatórios e balanços submetidos ao BNDES), quanto às participações em reuniões do conselho de administração (a *holding* está sempre presente com um representante). Este é geralmente um gerente da área de capital empreendedor do BNDES, que está na reunião como ouvinte.

Uma das principais exigências da BNDESPAR para entrar na ALTUS foi a reestruturação do conselho de administração, a proposta era profissionalizá-lo. O conselho deveria possuir poder máximo na empresa e, dentre seus membros, deveriam ter profissionais do mercado, além de cadeiras com direito a voto para representantes dos acionistas. Embora a subsidiária do BNDES tenha direito a um mandatário no conselho de administração, atualmente essa cadeira não é ocupada. A exigência da BNDESPAR em requerer um conselho profissional é para que a empresa se enquadre nos princípios de governança corporativa em vigor no mercado financeiro.

A empresa analisada também, ao longo de sua existência, recebeu investimentos na lógica de financiamento via BNDES Finame. E o entrevistado informou que o monitoramento atual é muito mais ativo quando se trata da atuação via BNDESPAR. Nas palavras do entrevistado:

Ter o BNDES como financiador é bem diferente de tê-lo como sócio. Como financiador, o resgate do recurso investido por eles é formalizado por contratos. Já como sócio, o resgate do investimento vai depender da valorização da ação da nossa empresa. Assim é comum que o monitoramento por parte deles seja muito mais efetivo quando eles compram participação da nossa empresa (Dados entrevista).

O entrevistado também indicou que a atuação da BNDESPAR é similar ao fundo privado, além de informar que, atualmente, diferente do período anterior, a BNDESPAR cria na empresa o “espírito” de governança. Ela busca fazer a empresa funcionar conforme a lógica do mercado. No entanto, o entrevistado se queixou que a preocupação da subsidiária do BNDES está centrada somente na “forma” de governança e não na estratégia do negócio. Isso seria mais um indicativo de que a concepção de controle que forma os entendimentos da BNDESPAR é a valor para o acionista, pois essa sobrepõe os interesses financeiros de liquidez sobre os interesses da produção e da estratégia do negócio.

Tal preocupação centrada na forma de governança, segundo o entrevistado, já se inicia com o representante que a BNDESPAR aloca para acompanhar as reuniões da empresa. Geralmente, esse profissional tem pouco conhecimento na área de estratégia empresarial e do negócio, pois ele é treinado para cobrar transparência, cumprimentos de datas e investimentos ambientais. Esse último seria um indicativo de que a subsidiária incorpora no seu entendimento sobre governança corporativa a crítica das ONG’s relacionadas à sustentabilidade, conforme descrito no capítulo anterior.

Outro dever que a empresa passa a ter (por receber a BNDESPAR como sócio) é a abertura de capitais. Na ALTUS, tal compromisso foi firmado já no acordo de acionista. Nele, foi estipulado que a empresa deve ocupar o segmento do novo mercado da Bovespa até 2018: somente um ano após a abertura, a BNDESPAR teria liberdade de vender sua participação. De acordo com os resultados obtidos nas entrevistas, se percebeu três diferenças fundamentais do período anterior (governo Cardoso) para o atual (Governo Lula-Dilma, a partir de 2005). Elas serão indicadas no quadro 23.

Quadro 22 - Diferenças entre os dois períodos que a Empresa ALTUS recebeu participação da BNDESPAR

Cláusula de resgate	No período anterior ela tinha uma conotação de empréstimo, visto que o acordo de acionista favorecia a própria empresa X comprar as ações vendidas para a BNDESPAR. Já atualmente ela é antecedida pela chegada da empresa no novo mercado.
Publicação de demonstrativos e balanços	No período atual o balanço é publicado anualmente, sendo que no período anterior não tinha essa exigência.

Passivo oculto	No período anterior ele era velado, e atualmente todas as contas devem ser avaliadas pela BNDESPAR.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos resultados da entrevista.

Conforme indicado pelo próprio entrevistado, na época do período Cardoso, a atuação da BNDESPAR tinha uma conotação de empréstimo, ou seja, era parecida com um instrumento de financiamento. Porém, no período Lula/Dilma, a BNDESPAR passou a atuar na empresa de maneira parecida a um fundo de *private equity*.

A seguir será mostrado que, além de estruturar as empresas, a BNDESPAR também contribuiu para estruturar a BM&FBovespa.

5.2.2 BNDESPAR como desbravador do BOVESPA MAIS

Nos últimos 10 anos, o desempenho da BNDESPAR além da participação dentro das empresas nacionais. A subsidiária estatal também atuou desbravando e incentivando a formação do segmento Bovespa Mais, da Bovespa.

Em 2005, foi criada pela Bovespa uma alternativa para acolher primordialmente empresas dispostas a ter acesso ao mercado de capitais: o segmento Bovespa Mais (Mercado de Ações para o Ingresso de S.As.). Esse segmento seria uma espécie “mais simples”, com acesso mais fácil, com requisitos de governança corporativa menos exigentes. Porém, mesmo diante disso, o segmento viabilizava a exposição da empresa ao mercado, além de apoiar sua evolução em termos de transparência, ampliação da base de acionistas e liquidez. A ideia é que essas empresas pudessem (antes de atingir o Novo Mercado) passar por estágios preliminares de ambientação, exposição ao mercado, formação de profissionais e integração com o setor.

Embora tenha sido criada em 2005, a primeira listagem no Bovespa Mais ocorreu somente em 2008, através do IPO da empresa Nutriplant AS (uma empresa do Estado de São Paulo que trabalha com micronutrientes para o setor de fertilizantes). Schapiro (2008) indica que a BNDESPAR teve papel relevante no IPO da Nutriplant, através da aquisição de uma participação efetiva: a compra de 10% das ações.

É importante destacar o momento da entrada da BNDESPAR nessa operação: a fase de desinvestimento. Nessa etapa, é incoerente um fundo de *private equity* realizar um

investimento. Dessa forma, o autor indica que o interesse que moveu essa operação não era o investimento na Nutriplant, mas sim desbravar o Bovespa Mais (SCHAPIRO, 2008).

A motivação da BNDESPAR em desbravar o segmento Bovespa Mais envolve, acima de tudo, interesses próprios: ter um segmento desenvolvido para investimentos de *private equity* e *venture capital* na bolsa de valores brasileira é interessante para expansão da *holding* nessa área. De modo que, a existência de um segmento de mercado de capitais voltado para empresas (principalmente de pequeno porte) seria fundamental para a realização de seus desinvestimentos através de IPO - ou seja, o segmento Bovespa Mais é relevante para a BNDESPAR continuar reproduzindo sua estratégia de fomento por meio da indústria de capital de risco. Dessa forma, por meio da BNDESPAR, o Estado estaria contribuindo não somente para a legitimação de um modelo brasileiro de capital de risco, mas também para a sua configuração.

No mesmo ano em que a BNDESPAR realizou a compra de ações da Nutriplant, outra empresa (presente na sua carteira de investimento) realizou IPO no Bovespa Mais. Trata-se da Senior Solution, companhia do ramo de tecnologia da informação. Embora essa empresa tenha iniciado o ensaio para ingressar na bolsa em 2008, a Senior Solution realizou tal façanha somente em 2012. A chegada da companhia ao Bovespa Mais se deve essencialmente à BNDESPAR. Em 2005, a subsidiária estatal adquiriu participação acionária da Senior Solution e, por meio de acordo de acionista, estabeleceu que essa empresa deveria abrir seu capital na BM&Bovespa através do segmento Bovespa Mais.

Na sequência deste trabalho, apresentam-se as principais exigências feitas pela BNDESPAR³⁸ no acordo de acionista realizado em 2005³⁹.

1 – A gestão deveria ser profissional, utilizando-se das melhores práticas de governança corporativa com ênfase na transparência e divulgação periódica e frequente aos acionistas;

2 – Criação do conselho de administração com auditoria independente. O Conselho deveria ser formado por cinco membros com direito a voto, sendo que a BNDESPAR teria direito a uma cadeira com voto;

³⁸ Nesse acordo de acionista é possível perceber o modelo de atuação da BNDESPAR indicado na figura 1

³⁹ Esse acordo de acionista está disponível em www.bmfbovespa.com.br. Acesso em 06/06/2013.

3 – Reestruturação da Diretoria Executiva, que passaria a ter mandatos de dois anos, e a eleição dos diretores seria responsabilidade do conselho de administração;

4 – O Grupo Fundador é obrigado a realizar lançamentos das ações da companhia no Bovespa Mais, ou promover o registro para negociações de seus valores mobiliários no segmento denominado Novo Mercado da Bovespa Mais.

Pode-se afirmar que, a partir das exigências elencadas, a BNDESPAR possui o papel de desenvolver o segmento Bovespa Mais, encaminhando suas empresas investidas para esse segmento. O segundo passo seria o direcionamento para o Novo Mercado. Para realizar essas operações, inicialmente, a BNDESPAR instituiu os “melhores” princípios de governança corporativa, conforme indicado no tópico anterior. Dessa forma, a empresa que recebe o investimento da subsidiária estatal vivencia um processo de estruturação amparado nas regras requeridas pelo mercado de capitais.

Os dados apresentados sobre a atuação da BNDESPAR nas empresas de capitais fechados, no período 2003/2010, indicam que: se em um período anterior (meados da década de noventa), predominou a ação do Estado em diferentes mercados como gestor de grandes empresas estatais; após as privatizações, ocorreu uma intensificação da participação como acionista, através de investimentos em participação acionária. Essa lógica de atuação consegue se promover essencialmente devido ao contexto econômico brasileiro (marcado pelo ideário das finanças), e a governança corporativa viabilizar o formato de atuação da BNDESPAR.

5.3 A atuação das BNDESPAR nas maiores empresas do país

Através do produto subscrição de valores mobiliários, a BNDESPAR está presente também nas grandes empresas do país que possuem capitais abertos na BM&FBovespa. Essa forma de atuação se tornou legítima devido às mudanças ocorridas na dinâmica organizacional brasileira, conforme o indicado nos capítulos anteriores. Desde 2003, graças principalmente ao novo governo iniciado no Brasil, inúmeras empresas abriram seus capitais na BM&FBovespa - com isso, a BNDESPAR enxergou uma vereda para também atuar nesse espaço.

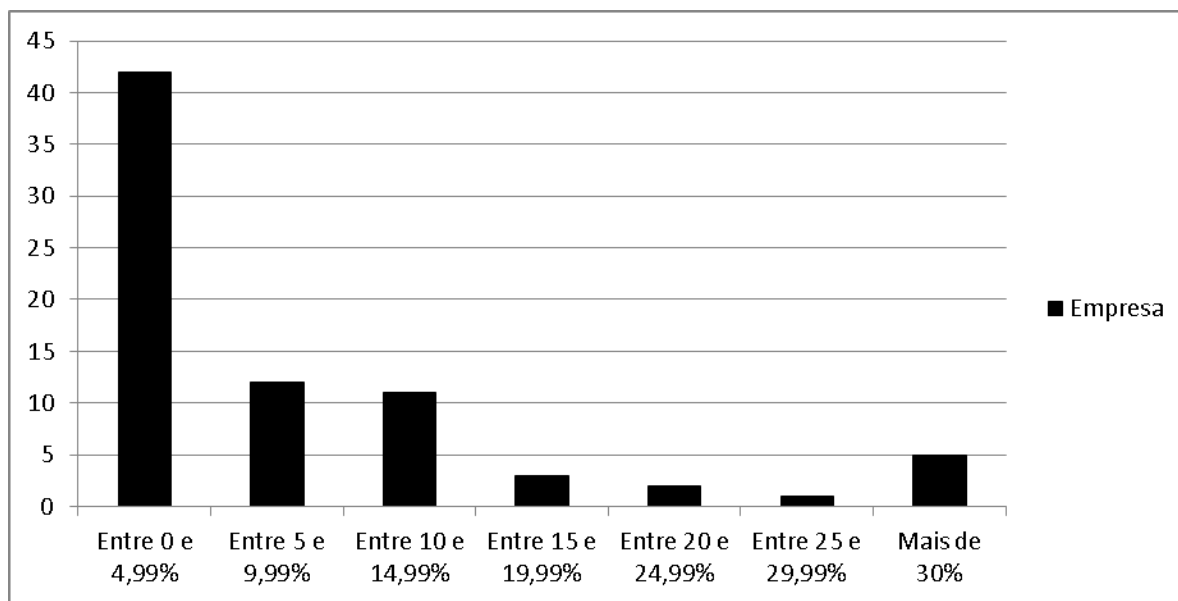
Em 2013, a *holding* estatal possuía uma carteira de participação composta por 75 empresas. Abaixo, no quadro 24, são indicadas as empresas investidas e também a quantidade de participação em porcentagem. Quanto à este último ponto, indicado no gráfico 9, percebe-se uma orientação voltada para o papel de acionista minoritário pois, na maioria das empresas, a BNDESPAR possui menos de 5% de ações.

Quadro 23 - Empresas investidas pela BNDESPAR com capital aberto

AES ELPA	CPFL	PDG
AES TIETE	CTEEP	PETROBRAS
ALL	ECORODVIAS	REDE ENERGIA
AMERICEL	ELETROPAULO	REDECARD
BCO. BRADESCO	EMBRAER	SAM
BCO. BRASIL	ENERGISA	SÃO MARTINHO
BCO. NORDESTE	FIBRIA	SPRINGS
BEMATECH	GERDAU	SUZANO
BIOMM	IND ROMI	TELE NORTE LESTE PART.
BMF	INEPAR ENERGIA	TELEMAR NORTE LAETE
BOMBRIL	INEPAR IND E CONST.	TELEMAR PART.
BRADESPAR	IOCHPE	TOTVS
BR. TELECOM	ITAU	TRACTEBEL ENERGIA
BRASKEM	ITAUSA	TUPY
BRF	JBS	USIMINAS
CCR	KLABIN	VALE
CENTRAIS ELETROBRAS	LIGHT	VIVO
CESP	L. AMERICANAS	VULCABRAZ
CIA. BR. DISTRIBUIÇÃO	L. RENNER	NUTRIPLANT
COTEMINAS	LUPATECH	PARANAPANEMA
CIA. BRASILIANA	MAGNESITA	CSN
CIA. AMBEV	MANGELS	CONTAX
CIA. REC. SECUNDARIA	MARFRIG	NATURA
CIA. SAN. MG - COPASA	METALFRIO	COPEL
CEG	M. GERDAU	
CEMIG	MPX ENERGIA	

Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados em BNDES (2014) e em www.bmfbovespa.com.br (Acesso em 03/03/2014).

Gráfico 9 - Porcentagem em participação acionária da BNDESPAR nas empresas com capital aberto



Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados na Bovespa e BNDES.

De acordo com Luciano Coutinho, através da participação em empresas de capital aberto, as três principais metas de atuação da BNDESPAR envolvem: instituir nas empresas brasileiras os princípios de “boa” governança corporativa, reestruturar empresas que estão correndo o risco de falência e, através de apoio em fusões, ajudar setores que estão em dificuldades (SENADO, 2011). A seguir, serão apresentados os dados dessa atuação.

Nessas operações de reestruturar empresas com risco de falência, a governança corporativa continua exercendo um papel de “*the best way*”: esse modelo estaria na racionalidade dos tomadores de decisão. Cabe indicar que, segundo a subsidiária do BNDES, reestruturar a empresa envolve inserir a “boa” governança corporativa e não necessariamente participar da estratégia do negócio em que a corporação em questão está envolvida.

Outra forma de ajudar companhias com risco de falência realizada pela BNDESPAR é a estratégia de fusão. Em intervenções dessa natureza, a *holding* estatal exerce um papel de “cimento”, visto que ela injeta recursos para viabilizar essas operações em empresas de um mesmo setor, recebendo participação acionária em troca. A justificativa do banco para esse tipo de atividade é de, além de evitar que grandes empresas venham a quebrar, formar corporações nacionais campeãs no mercado mundial (BNDES, 2012).

Como exemplo, tem-se a fusão Sadia-Perdigão. A Sadia contraiu enorme dívida em operações cambiais, assim, o caminho a ser seguido foi se fundir com a Perdigão. Nessa fusão, a BNDESPAR alocou dinheiro por meio de compra de participação acionária para viabilizar a fusão e se tornou acionista da nova empresa, a BRFOODS (EXAME, 2011).

Em 2011, a BNDESPAR participou do escândalo gerado pela tentativa de fusão dos grupos Carrefour e Pão de Açúcar. A *holding* estatal atuaria nessa operação fornecendo o recurso por meio de compra de participação acionária para viabilizá-la. Todavia, a concretização dessa fusão descumpria o acordo de acionista entre o Pão de Açúcar e um de seus acionistas, o grupo Casino. O acordo firmava que esse último grupo teria o direito de se tornar majoritário nos próximos anos. Esse era o problema que comprometia a fusão, ela iria desrespeitar os direitos de propriedades de um acionista (Casino) do Pão de Açúcar. Dessa forma, a fusão que a BNDESPAR estava apoiando desrespeitaria os princípios da “boa” governança corporativa, tão pregada pela subsidiária do BNDES (SCIARRETTA, 2011).

Essa operação não foi concretizada, mas ganhou grande repercussão e gerou inúmeras críticas à BNDESPAR. Em meio a essa turbulência, a ministra da casa civil Gleise Hoffmann pronunciou-se na mídia sobre o dinheiro da BNDESPAR não ser público, pois ele vem de retornos de participação acionária (SCIARRETTA, 2011). Tal depoimento causou muita polêmica e, tempos depois, a ministra da casa civil se retratou afirmando que o dinheiro da BNDESPAR é público.

5.3.1 A Governança Corporativa nas empresas investidas

Com a expansão da governança corporativa no Brasil, a Bovespa cria em 2001 o Novo Mercado. Trata-se de um segmento de listagem que exige a adoção das melhores práticas de governança corporativa pela empresa. São criados três estágios: dois intermediários (o Nível 1 e Nível 2), além do NM, que é o estágio mais avançado. A ideia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que, entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro, está a falta de proteção aos acionistas minoritários. Dessa forma, a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que ela oferece aos acionistas.

Foi analisada a governança corporativa das empresas investidas pela BNDESPAR na vertente capital aberto. Para isso, verificou-se os seus segmentos e os índices que essas empresas possuíam na Bovespa. Foram considerados sete índices (IBOVESPA, IBRX50, IBRX, ISE, IGC, ITAG, IDIV) e cinco níveis (Bovespa Mais, Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) para as empresas investidas 2014. Nos quadros 25 e 26, esses índices são melhor explicados.

Quadro 24 - Segmentos da BMF&Bovespa

	<u>BOVESPA MAIS</u>	<u>NOVO MERCADO</u>	<u>NÍVEL 2</u>	<u>NÍVEL 1</u>	TRADICIO NAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	25% de <i>free float</i> até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Câmara de Arbitragem do Mercado					
---------------------------------	--	--	--	--	--

Fonte: BOVESPA – www.bovespa.com.br.

Quadro 25 - Índices da BM&FBovespa

O ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial tem por objetivo refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, além de atuar como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro.

O IBrX50 - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro.

O IBrX - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro.

Nível 1 – N1 - As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Estão neste nível as empresas que respeitam as regras mínimas da governança corporativa.

Nível 2 – N2 - As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

NOVO MERCADO – NM - O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

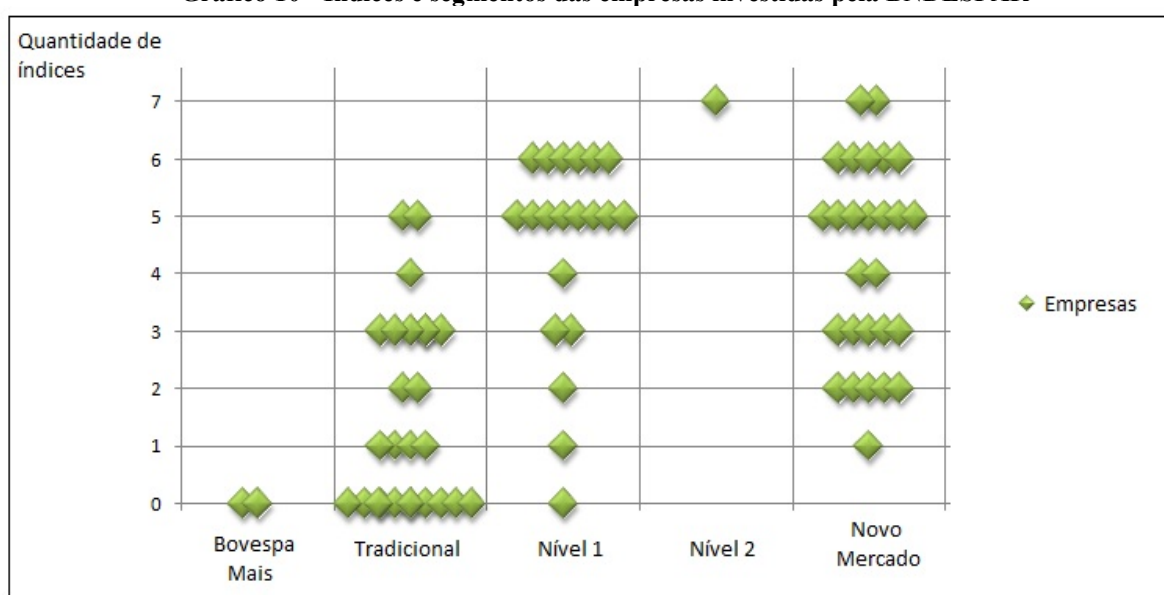
MA - O BOVESPA MAIS é o segmento de listagem do mercado de balcão organizado administrado pela BOVESPA, idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas

aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

Fonte: www.bovespa.com.br

No gráfico 10, são posicionadas as empresas conforme a quantidade de índices (eixo vertical) e o segmento que cada empresa se enquadra na bolsa (eixo horizontal).

Gráfico 10 - Índices e segmentos das empresas investidas pela BNDESPAR



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados na BMF&Bovespa.

Vale ressaltar que os níveis de governança corporativa da bolsa, em ordem crescente, são: Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. É possível verificar que há um grupo, representante de aproximadamente 33% das empresas, e que está nos níveis mais baixos de governança corporativa da Bovespa - os segmentos Bovespa Mais e Tradicional. A maioria, 63% da amostra, estão no Novo Mercado (principal segmento) ou no Nível 1.

Quanto aos índices de governança corporativa, participam do IBOVESPA, principal índice da Bovespa, 40% das empresas que compõem a amostra. Analisadas em conjunto, representam numericamente 63% do total do IBOVESPA. Das 76 empresas com participação da estatal, 47 delas compõem o IBRX. Também chama atenção a quantidade de empresas que possuem o IBRX50 (para compor esse índice a empresa precisa ser uma das 50 ações com maior índice de negociabilidade apurada nos doze meses anteriores à reavaliação), são 31, que representam numericamente 62% do total das que participam do índice. Participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), 26 empresas. Se comparado com total geral de

empresas que possuem esse índice na bolsa (37 empresas), 70% delas recebem investimentos da BNDESPAR.

Através dos índices IBOVESPA, IBRX e IBRX50, pode-se indicar que a BNDESPAR escolhe investir nos grupos brasileiros alinhados aos principais procedimentos de governança corporativa da BM&FBovespa. Assim, a BNDESPAR contribui para legitimar as normas e entendimentos da principal bolsa de valores do país.

Em relação ao perfil de monitoramento das empresas que compõem a amostra, há um conselho fiscal em 70% delas e comitês em 45%. Em apenas 10% das empresas, o presidente do conselho de administração ocupa também a posição de presidência executiva.

Entende-se, com base nos dados apresentados, que as empresas que compõem a carteira da BNDESPAR na vertente capital aberto estariam orientadas de acordo com principais segmentos e índices da BM&FBovespa. Um dos motivos que explica esse dado seria o papel desempenhado pela BNDESPAR, pois ela os princípios da “boa” governança corporativa. Dessa forma, os dados relacionados a esse tópico ajudam a reforçar a ideia de que a BNDESPAR enxerga a governança corporativa como o “*the best way*”.

A governança corporativa também permite que o Estado, através da BNDESPAR, possa atuar como acionista em um grande conjunto de empresa pois, devido à transparência, as companhias expõem seus resultados, assim, torna-se viável o monitoramento dos investimentos realizados pela subsidiária estatal. A governança corporativa permite que a *holding* tenha direito a participar dos conselhos ou votar nas reuniões das empresas investidas. Dessa forma, a BNDESPAR teria certo poder na tomada de decisão das companhias, e tal poder é proporcional à quantidade de participação acionária pertencente à *holding* estatal. Ou seja, nesse modelo, é possível ao Estado “articular” seus interesses dentro da empresa, pois a BNDESPAR atua de forma direta nessas organizações, através dos mecanismos da governança corporativa.

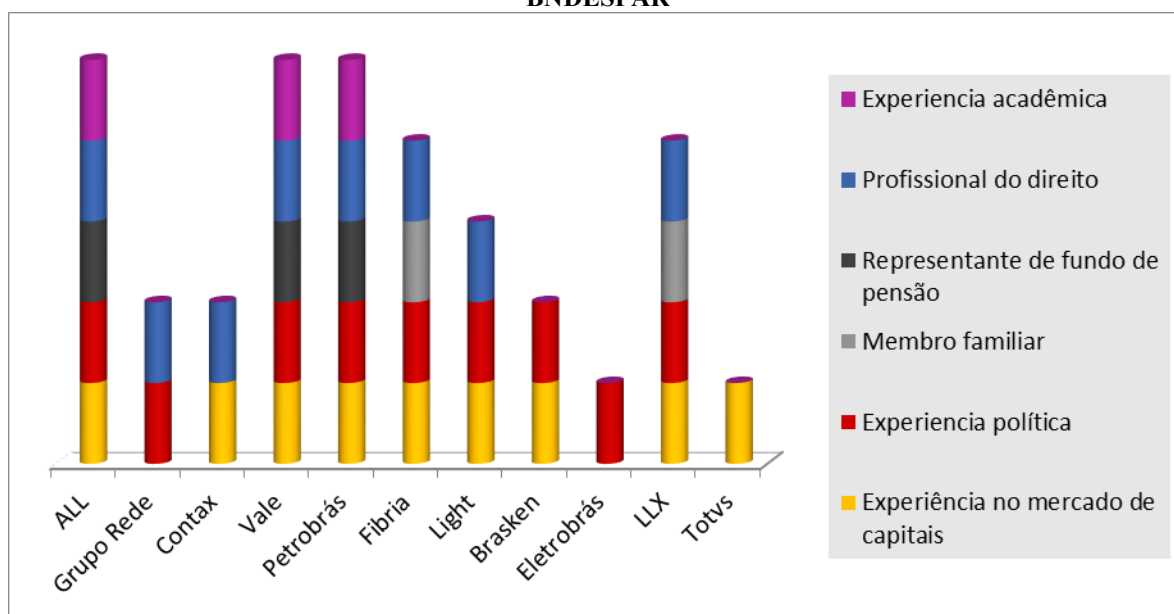
Ao estudar o setor sucroalcooleiro, Mundo Neto (2012) indica que os conselhos de administração estariam sendo profissionalizados com a presença de executivos do mercado financeiro. Esse autor aponta que teríamos uma mudança na gestão das empresas do setor sucroalcooleiro, de modo que a gestão familiar passa a ser substituída pela gestão dos acionistas. Dessa forma, os espaços reservados nos conselhos de administração para membros familiares estariam sendo ocupados por executivos especialistas em finanças. Nesse estudo, verificou-se que tal fenômeno ocorre também nas empresas investidas pela BNDESPAR.

São 27 os grupos empresariais que possuem representantes da BNDESPAR no conselho de administração. Por meio das informações disponíveis nas páginas eletrônicas da

CVM e das empresas investidas, a presente pesquisa conseguiu identificar 11 destas empresas. Realizou-se um contato com o BNDES (através da sessão relação com investidores disponível no site do banco) para solicitar esta informação, no entanto, a resposta foi de que tal informação não estava disponível. Porém, acredita-se que se identificaram todas, ou quase todas, as empresas de capital aberto que contam com representantes da BNDESPAR. Supõe-se que as demais empresas que possuem representantes seriam de capital fechado. Essas trariam maiores dificuldades na identificação, visto não terem obrigadas de divulgar suas informações acerca de governança corporativa.

Nas 11 empresas identificadas, analisou-se com quem os representantes da *holding* estatal se encontravam nesses espaços. Para isso, verificaram-se as trajetórias sociais dos atores que compõem os conselhos de administração dessas empresas. No gráfico 11, são demonstradas quais as experiências dos atores presentes nesses espaços.

Gráfico 11 - Experiências presentes nos conselhos de administração que contam com representantes do BNDESPAR



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados nos sites institucionais das respectivas empresas. Acesso janeiro de 2012.

A tabela aponta que os capitais sociais existentes nesses espaços são experiências em várias áreas, como: mercado de capitais, experiência em direito, experiência política, experiência internacional e experiência acadêmica. Fligstein (2001) indica que o espaço define as concepções de controle e, partindo desse princípio, as experiências desses atores ajudariam a confirmar o predomínio das concepções de controle baseadas no modelo financeirizado, em curso no Brasil. Os dados reforçam também a diminuição da presença dos

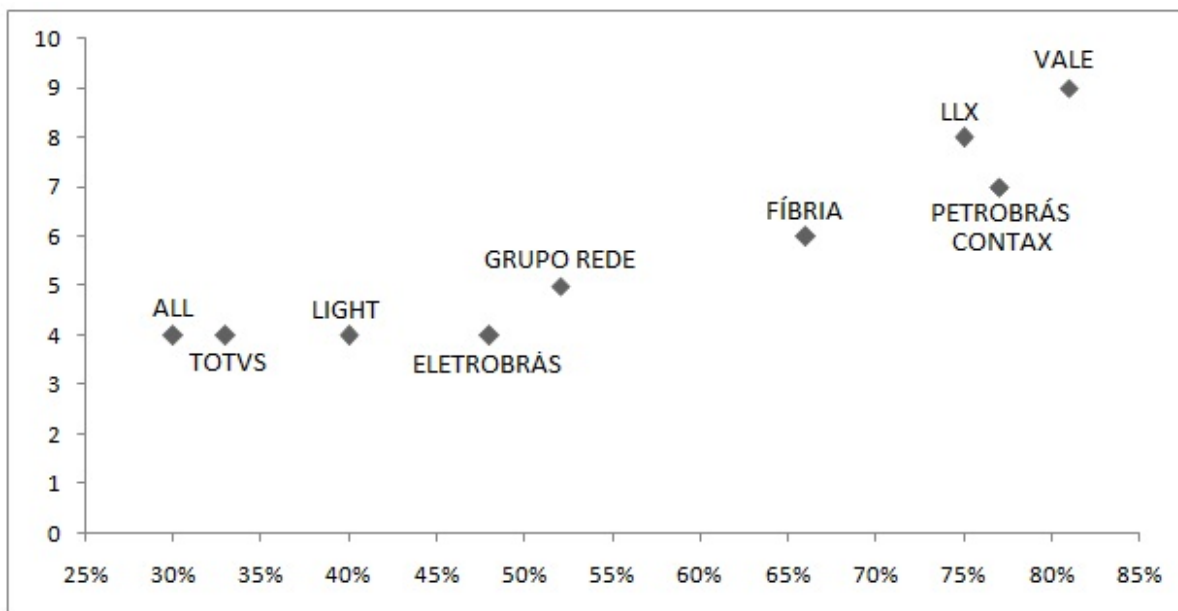
membros familiares nos conselhos de administração.

Nos conselhos de administração, percebe-se que é dada importância para profissionais com experiência em direito, presentes em mais de 70% dos conselhos analisados - confirmando as tendências apontadas por Dezalay e Garth (2000). Presente em mais de 80% dos conselhos, a experiência política se configura como uma espécie de capital simbólico que traz legitimidade nas cadeiras dos conselhos das empresas brasileiras.

Em todos os grupos empresariais da amostra, verificou-se a existência de membros que atuam em mais de um conselho de administração. Tal fenômeno gera uma espécie de “*interlocking*” entre as empresas, pois os atores fazem circular as informações entre as corporações. Através de tal circulação entre conselhos, é possível indicar que este espaço estaria propício a uma forma de “Isomorfismo Mimético”, conforme aponta DiMaggio e Powell (1991).

O gráfico 12 indica a quantidade de membros que estão em mais de um conselho de administração (eixo vertical) e a porcentagem que esse valor representa no total de membros de cada empresa (eixo horizontal).

Gráfico 12 - Quantidade de conselheiros presentes em mais de um conselho de administração.



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados nos sites institucionais das respectivas empresas. Acesso março de 2014.

Por atuarem representando o BNDES em conselhos de empresas privadas, entende-se que esses atores conseguiriam obter veredas abertas para a carreira executiva. Por ocuparem espaços em que o modelo financeiro predomina, alcançariam capital simbólico para atuarem

em outros espaços que requeressem experiência em finanças, como gestão e consultoria relacionadas ao mercado de capitais.

5.4 Críticas à BNDESPAR

A forma de atuar da BNDESPAR recebe críticas de alguns grupos. Um deles são os fundos de investimento em capital de risco privados, concorrentes da BNDESPAR (principalmente as empresas privadas de Armínio Fraga e Antônio Kandir⁴⁰) (ROSAS, 2009). Esses atores criticam a dificuldade de concorrer com uma indústria de capital de risco estatal, visto que uma empresa, ao receber a BNDESPAR, poderia (por exemplo) ter maior facilidade para conseguir recursos por meio de financiamentos públicos, além da maior disponibilidade de recursos que o Estado teria (ROSAS, 2009). O fato curioso é que, mesmo que Armínio Fraga critique a BNDESPAR, o seu fundo de *Private Equity* (Gávea Investimentos) tem participação acionária no Grupo Fíbria, do qual a BNDESPAR é dona de 30% das ações - ou seja, enquanto critica a *holding* estatal, Fraga defende os interesses da empresa Fíbria perante o mercado financeiro junto com a BNDESPAR.

A subsidiária estatal incorpora parte da crítica através da atuação nos fundos de *venture capital*, que englobaria as “falhas de mercado”. A desempenho nesse segmento se alinha aos entendimentos dos grupos que realizam a crítica. Contudo, as assimetrias entre o grupo da crítica e a BNDESPAR seriam acentuadas nos investimentos realizados nas grandes empresas (essas se referem aos grupos empresariais estudados nesse capítulo). Além da dificuldade de competir com uma instituição estatal, o grupo da crítica ataca também a duração da participação da subsidiária nessas empresas. Sobre a atuação da BNDESPAR nesta área, Coutinho responde a tais críticas apontando que não está só em jogo o investimento, mas o desenvolvimento das empresas. Vale a pena resgatar a citação exposta no capítulo anterior:

A parte da carteira da BNDESPAR que é líquida — mais ou menos metade da carteira — ,efetivamente corresponde a uma política de fomento ao desenvolvimento de empresas, fomento à abertura de capital e reciclagem desses recursos. Essa política tem sido bem-sucedida. O BNDES tem buscado estimular empresas a

⁴⁰ **Antônio Kandir** é professor universitário, economista e político brasileiro. Formou-se em Engenharia mecânica e de produção em 1975, pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. É mestre em Economia pela Universidade Estadual de Campinas em 1984, e doutor em Economia pela mesma universidade em 1988. Foi integrante da equipe econômica da então ministra Zélia Cardoso de Mello e do então presidente do Banco Central, Ibrahim Eris, que criou o Plano Collor. Foi também ministro do Planejamento no governo de Fernando Henrique Cardoso em substituição a José Serra, de 1996 a 1998. Informações disponíveis em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/antonio-kandir-1>. Acesso em: 02/02/2017.

ingressarem em novos padrões de governança e de profissionalização. E, depois, num certo momento, o banco tem reciclado essa carteira. Essa estratégia, porém, não é um *private equity*. *Private equity*, em geral, são fundos que tentam fazer esse mesmo tipo de política, mas com um horizonte de 1 ano ou 2 anos, no máximo; portanto, buscam uma estratégia muito oportunista. A estratégia do BNDES é de meio-termo, uma estratégia de fomento, uma estratégia mais paciente, na qual o Banco busca alavancar o desenvolvimento da empresa e realizar o IPO no momento mais favorável possível. E esse momento depende de conjuntura de mercado, depende de uma série de fatores, nem todos sob controle — nem da empresa, nem do BNDES (Senado, 2011).

Com a mudança de governo, percebe-se que a BNDESPAR incorpora integralmente a crítica. Isso é mostrado primeiro no argumento de desinchar a carteira da *holding* desinvestindo suas participações. Em um segundo momento, transformando a estratégia de atuação da estatal. De acordo com a nova superintendente da BNDESPAR, Eliane Lustosa, a estratégia de atuação da estatal para os próximos anos deverá ter um novo formato: *a meta de atuação da BNDESPAR não deverá ser medida pelo volume de recursos, mas principalmente pela coordenação, integração e atuação nas falhas de mercado* (ISTOÉ, 2016).

Inicialmente, o governo Temer alocou Maria Silva Bastos para a presidência do BNDES. Contudo a mesma, deixou o cargo alegando razões pessoais. Para seu lugar, foi alocado Paulo Rabello de Castro. Ambos os atores escolhidos pelo grupo de Temer para a cadeira máxima do BNDES possuem perfil de “mercado” e defendem as orientações do Estado “regulador”. Notadamente, Paulo Rabello de Castro⁴¹ pode ser enquadrado como mais um *chicago boy* (GRUN, 2005) que assume cadeira-chave do BNDES.

Críticas também são realizadas pela Organização Não-Governamental PLATAFORMA BNDES⁴². Essas são de ordem geral e referem-se à própria governança corporativa apresentada pelo Banco. A queixa refere-se à falta de transparência e dificuldade

⁴¹ Paulo Rabello de Castro é doutor em Economia (M.A. e Ph.D) pela Universidade de Chicago, onde teve como professores três ganhadores do Prêmio Nobel de Economia: Milton Friedman, Gary Becker e T.W. Schultz. Diretor-Presidente da SR Rating, primeira empresa brasileira de classificação de riscos de crédito, integra o Comitê de Gestão do Grupo de Líderes Empresariais (Lide). Membro do Conselho de Administração de alguns destacados grupos nacionais e internacionais, contribui para diversas mídias, como colunista e comentarista, entre os quais o jornal Brasil Econômico, e vários blogues de opinião. É um dos coordenadores do Movimento Brasil Eficiente (MBE). E é também presidente do Instituto Atlântico, entidade de políticas públicas, e fundador da OSCIP Instituto Maria Stell, que já formou mais de 2 mil alunos carentes na iniciação à informática como ferramenta de estudo e trabalho. É autor de mais de dez livros, solo ou em co-autoria com diversos colegas, entre os quais: “Galo Cantou! – A conquista da propriedade pelos moradores do Cantagalo” (2011, Editora Record), ganhador do Prêmio Jabuti, na categoria de arquitetura e urbanismo, “O Mito do Governo Grátis” (editora Edições Janeiro), “Panorama Fiscal no Brasil – Proposta de Ação” (2010, editora Fecomércio), “A Crise Financeira Internacional” (2009, Lex Editora SA), “A Grande Bolha de Wall Street” (2008, ed. Fecomercio/Cultura) e “Tributos no Brasil – Auge, Declínio e Reforma” (2008, ed. Fecomercio).

⁴² Desde julho de 2007, um conjunto de significativas organizações e movimentos sociais se reuniram com o objetivo de democratizar o BNDES. Essa articulação foi batizada de “Plataforma BNDES”. Dessa forma, essa ONG tem o objetivo de monitorar as ações do BNDES. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/historial-oral/entrevista-tematica/paulo-rabello-de-castro-i>. Acesso em 03/06/2017.

de acesso às informações. A resposta do banco para essa crítica estaria ancorada na alegação de que os dados solicitados seriam sigilosos, envolveriam segredo de negócios, informações privilegiadas.

Contudo, essas não teriam a mesma relevância da do grupo anterior. Realizada por técnicos do BNDES no ano de 2013 na Universidade Federal de São Carlos (UFSCAR), uma palestra de divulgação do Fundo CRIATEC teve pergunta (feita por um ouvinte) acerca da interferência das críticas da PLATAFORMA BNDES. Na resposta, os técnicos afirmaram que tinham pouco conhecimento sobre a existência da ONG.

Por fim, é importante ressaltar o presente momento de turbulência relacionado aos escândalos de corrupção. As acusações atingiram também o BNDES, denunciado por realizar favorecimentos em financiamentos para determinados grupos privados. Um exemplo relevante, são as delações premiadas realizadas por Joesley Batista, nelas há suspeitas que o BNDES teria gerado favorecimentos a empresa JBS. Através desses novos quadros, o BNDES e a BNDESPAR continuam como importantes objetos de estudo para os próximos anos.

CONSIDERAÇÕES **F**INAIS

O presente trabalho analisou a atuação da BNDESPAR ao longo da sua história. Verificou-se que o BNDES e a BNDESPAR são atores que contribuem para a construção dos mercados. A literatura econômica que contempla estudos sobre o BNDES reconhece sua importância na realização de financiamentos e desenvolvimento das empresas nacionais. Na presente pesquisa, acrescenta-se a essas contribuições a importância do banco como uma fonte de força que colabora com a construção dos caminhos seguidos pelo capitalismo brasileiro. Ao considerarmos a BNDESPAR como um braço do Estado que atua no mercado de capitais, confirmamos a proposição de Fligstein (2003), indicando que o Estado tem relevância nos processos de transformação e estabilização dos mercados.

Em relação às formas de atuação da BNDESPAR, elas variam em função dos entendimentos do grupo político que controlou o banco nos diferentes períodos históricos analisados. Na década de 1970, período do surgimento da *holding* estatal, percebeu-se que sua atuação estava orientada para promover o desenvolvimento por meio de ajuda a empresas em dificuldades. A justificativa para sua criação estaria acoplada aos entendimentos construídos no espaço político nacional, que se orientava em direção aos conglomerados industriais. Nesse momento, a estrutura das grandes empresas do país estava baseada em burocracia controlada pelo Estado. Em diálogo com essa estrutura, as empresas investidas pela BNDESPAR no período, recebiam a participação da estatal de forma intensificada, ou seja, a quantidade de ações compradas pela subsidiária geralmente era significativa. Em vários casos, representantes da *holding* se tornavam presidentes das empresas investidas, em razão da grande quantidade de ações que eram adquiridas. Esse fenômeno é um indicativo da grande dependência estatal que a iniciativa privada tinha nesse momento.

É possível indicar uma distorção na lógica da gestão do capital de risco realizada pela BNDESPAR na sua fase de surgimento, pois ela não era pautada em investimento, mas estava alinhada diretamente com o projeto de desenvolvimento da indústria nacional (de orientação interventora). A justificativa apontada pelo banco traduz muito bem esse pensamento interventor: “não basta prescrever o remédio, é necessário estar no leito acompanhando o paciente” (VELASCO JR, 2010). Portanto, utilizando o termo de Fligstein (2003), no momento da criação da BNDESPAR, no âmbito político nacional, prevalecia uma orientação “interventora” do Estado. Contudo, tal orientação se alternaria em momentos posteriores para uma noção mais “reguladora” do Estado.

As políticas desenhadas pela ditadura militar são elementos-chave na construção dos entendimentos de atuação da BNDESPAR pois, nesse momento, essas políticas serviam como mandatos institucionais para o banco, que, por sua vez, não tinha autonomia. Desse modo, o

entendimento desse governo para promover desenvolvimento fazia com que uma ferramenta de capital de risco funcionasse como um instrumento que colabora para a formação dos conglomerados industriais. Assim, tem-se o sistema BNDES daquele período (que evolvia a FINAME e a BNDESPAR) atuando sob uma ótica interventora, fomentando o desenvolvimento.

Contudo, na década de 1980, esse modelo de atuação da BNDESPAR gerava fortes críticas dentro do banco. Essas atacavam os prejuízos que a carteira de participação acionária estava gerando, além de condenar também a alocação de funcionários de carreira do banco para gerir as empresas em que a subsidiária fosse majoritária – tais funcionários não eram vistos como as melhores pessoas para gerir as empresas investidas, pois não tinham *expertise* para tal função.

Nesse cenário, surgem atores socialmente hábeis, no sentido de Fligstein (2012), pois esses conseguiram reunir aliados com objetivo de redefinir as estratégias do banco. Dentre esses atores estariam Julio Mourão, Sérgio Zendron e Liscíneo Veslascos Jr. Este grupo defendia a ideia da ortodoxia econômica que sugere um Estado “regulador”, contudo zelador dos mercados, atuando diretamente, apenas onde se identificam as denominadas “falhas de mercado”. Na verdade, tais “falhas” são os espaços onde a iniciativa privada não tem interesse de atuar, pois não haveria vantagem econômica, a incerteza e os riscos são elevados – tudo isto inibe os aportes de investimentos em setores como o de inovação tecnológica.

Entre 1987 e 1989, através de um projeto conduzido por Sérgio Zendron, a BNDESPAR desinveste uma parte significativa da sua carteira. Esses desinvestimentos foram chamados pelos atores do banco de “privatização da carteira da BNDESPAR”. Vale destacar que essa terminologia utilizada é confusa ou equivocada, uma vez que o termo correto no espaço da indústria de capital de risco seria “desinvestimento da carteira da BNDESPAR”. O uso inadequado da expressão “privatização” indica que, neste período, a cultura de capital de risco ainda era incipiente no espaço econômico brasileiro, restrita a pequenos grupos ligados aos bancos de investimento.

O processo de desinvestimento da carteira de ações da BNDESPAR foi realizado através de leilão público e eles, por sua vez, trouxeram legitimidade para os atores do BNDES, pois esse modelo de leilão se tornou referência para as privatizações da década de 1990. Além disso, os técnicos do banco responsáveis por esses leilões foram convidados a participar da gestão dos programas de privatização do governo Collor, no início da década de 1990.

No período citado acima, a atuação da BNDESPAR centrada nas “falhas de mercado” se materializava através do programa CONTEC. Com ele, a BNDESPAR investia em empresas voltadas à inovação tecnológica, assumindo a posição de acionista minoritária. Contudo, os investimentos do CONTEC não se alinhavam integralmente à lógica do capital de risco, pois o resgate do investimento tinha uma conotação de empréstimo, visto que as ações eram recompradas pelas próprias empresas investidas. Além disso, a BNDESPAR não participava das empresas investidas, ela abria mão do seu direito de participação no conselho de administração. Com isso, entre os profissionais envolvidos com o banco inocula-se a ideia de controle compartilhado (*partnership*). Esse mecanismo é utilizado pelos gestores privados de capital de risco, principalmente nos fundos de investimentos de *private equity* e *venture capital*.

Durante a década de 1980 e início dos anos 1990 no Brasil, ainda não predominava a concepção de controle valor para o acionista na estrutura organizacional. Porém, foi através das privatizações das empresas nacionais durante a década 1990, que, por sua vez, redefiniram os direitos de propriedades, e, assim, iniciou-se a formação da estrutura que deu base para a legitimação da concepção valor para o acionista. As atuações do BNDES e da BNDESPAR se mostraram, dessa forma, importantes para projetar o capitalismo brasileiro, pois já no final da década de 1980, atores sociais hábeis do banco já contribuíam para a construção de um Estado “regulador”.

No BNDES, um novo processo se inicia no final da década de 1990: fortalecer o mercado de capitais. Essa crença era propagada por atores políticos da esfera do governo e também por diretores relevantes do banco, que acreditavam nas prescrições do Consenso de Washington. Nesse contexto, ocorre o surgimento de programas de incentivo à governança corporativa no banco, e as “mãos visíveis” da BNDESPAR exerceram um relevante papel para alavancar esse projeto. Verificou-se que atores que ocupavam as cadeiras de tomada de decisão da subsidiária tinham interesse em legitimar a governança corporativa no Brasil e esses construíram novas categorias para o banco.

Se, no início da década de 1990, o BNDES entendia a eficiência da empresa pelo prisma da gestão da qualidade, no final desta década, a empresa eficiente seria aquela que possuísse a “boa” governança corporativa. Um ator-chave para construir essa mudança foi Eleazar de Carvalho Filho, que foi presidente da BNDESPAR e, em seguida, presidente do BNDES. Carvalho Filho representa o grupo de novos banqueiros financistas brasileiros (ou *chicago boys*) (GRUN, 2003; 2005). Segundo Grun (2003), um dos principais representantes deste grupo foi Armínio Fraga. Esse último, além de ocupar a presidência do Banco Central,

teve importante papel na indicação de Carvalho Filho para o BNDES. Desse modo, os *chicago boys* ocuparam importantes cadeiras estatais no segundo governo Cardoso e, nelas, contribuíram para construir as crenças em torno da “boa” governança corporativa.

Cabe destacar o papel na difusão da governança corporativa realizado pelo banco em parceria com a CVM, promovendo uma espécie de uniformização das grandes empresas brasileiras. Segundo o conceito de o isomorfismo institucional indicado por DiMaggio e Powell (1983[2005]), o caso se tratou de isomorfismo coercitivo e normativo. O coercitivo é visível no fato de a BNDESPAR exigir a adoção da governança corporativa e preparação para abertura de capital como condição para o fornecimento de financiamento. O normativo está ilustrado pela ação da CVM ao lançar uma cartilha de boas práticas de governança corporativa para empresas que estariam se preparando para ingressar na bolsa de valores brasileira

O período Lula se inicia com uma forte disputa no BNDES: de um lado Lessa, do outro Meireles e Furlan. A explicação dessa disputa pode ser entendida como um sentido de trajeto social (BOURDIEU, 1997). A trajetória do economista Carlos Lessa está ligada aos movimentos cepalinos no Brasil, que se embasam nos princípios de desenvolvimento. Esse ator tinha uma visão de Estado “interventor”, com um perfil “Estadista”. Já os outros dois, estariam mais enquadrados ao perfil “homens de mercado”. Simbolicamente os “homens do mercado” venceram o anacrônico “Estadista”.

A gestão Lessa durou até 2005, e a BNDESPAR passou a ocupar posição marginal, pois o fomento ao mercado de capitais realizado pelo banco foi interrompido. Após a saída de Lessa, destaca-se a gestão Luciano Coutinho. Nesse momento, é criado o projeto de formação de “campeãs nacionais”: a proposta do BNDES era formar empresas líderes capazes de competir a nível internacional. A BNDESPAR contribui para esse projeto através de apoio a fusões de empresas, além de investimentos em participação acionária. Desse modo, a subsidiária utiliza a ferramenta de participação acionária para contribuir na formação de grandes empresas nacionais. Em alguns setores considerados chave, a BNDESPAR compra significativas quantidades de ações. Contudo, diferente da década de 1970, o banco não assume a gestão da empresa, ele atua em conselhos de administração e, nesses espaços, sua atenção não está voltada para a estratégia do negócio, mas sim para como a empresa está estruturada em termos de governança corporativa.

No período Coutinho, a BNDESPAR se consolidou como importante investidor institucional no Brasil. Além disso, a atuação da *holding* ultrapassou as fronteiras nacionais e criou, em 2009, mais uma subsidiária com o mesmo formato da BNDESPAR para atuar no

mercado internacional, a BNDES *Limited*. A criação dessa última subsidiária indica a internacionalização do banco enquanto um investidor institucional no espaço do capital de risco internacional.

Todavia, embora a BNDESPAR realize investimentos, sua atuação se diferencia de uma gestora de capital de risco convencional, principalmente em relação à duração de sua presença nas empresas investidas, que extrapola o período médio de dois a três anos. Críticas a essa forma de atuar são realizadas por atores relevantes na história recente do Brasil, como, por exemplo, Armínio Fraga e Antônio Kandir. As críticas repousam, sobretudo, no tempo de atuação da BNDESPAR nas empresas investidas. Coutinho responde à crítica apontando que, por ser uma *holding* estatal, seu papel vai além do investimento e envolve a preocupação com o fomento. Por isso a atuação da BNDESPAR abrange um período maior, pois ela só desinveste depois de assegurar que a empresa consegue caminhar sozinha.

Parte da crítica é incorporada pela BNDESPAR: refere-se aos entendimentos que apontam que a atuação da BNDESPAR deveria se orientar de acordo com a lógica do *venture capital*, investindo em empresas nascentes da área de inovação tecnológica. A subsidiária do BNDES e a FINEP são os investidores que mais alocam dinheiro por meio de fundos de *venture capital* no Brasil. Contudo, assim como os demais gestores de capital de risco, a BNDESPAR investe muito pouco na vertente *venture capital* quando comparamos com aportes que ela realiza no *private equity*. Mas, o fato é que a BNDESPAR e a FINEP estariam cumprindo um papel análogo ao das organizações governamentais que financiam o *venture capital* nos Estados Unidos, conforme indicado por (MAZUCATTO, 2014). Durante a gestão Coutinho, a BNDESPAR cuidou da imagem do BNDES como banco que investe em inovação, pois ele desenvolveu os programas CRIATEC I, II e III. Em paralelo, nesse mesmo período, ocorre a consolidação dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes na CVM.

Folkman (2006) indica os intermediários financeiros como um dos principais atores responsáveis pelas novas configurações do capitalismo. No Brasil, ocorre um processo peculiar: o Estado, por meio da BNDESPAR, atua como intermediário financeiro, e, nessa posição, a *holding* contribui na configuração das categorias do mercado de capitais e das empresas que recebe seus investimentos. As categorias criadas pela *holding* envolvem um conjunto de regras e normas em torno da governança corporativa. A BNDESPAR tornou-se uma voz importante a favor da governança corporativa, sendo que as características defendidas pela *holding* estão alinhadas às regras do NOVO MERCADO - regras de uma governança corporativa à brasileira, no sentido indicado por Grun (2005). Assim, a

BNDESPAR contribui para instituição de novas categorias para classificar os participantes do espaço econômico brasileiro, categorias sustentadas na ideia de que existiriam diferentes níveis de “boas práticas” de governança corporativa.

De acordo com Grun (2005), diferentes grupos de interesse contribuíram para a construção da versão brasileira da governança corporativa, inclusive representantes do governo. Aqui, indicamos como a BNDESPAR vem sendo uma das organizações governamentais mais atuantes neste processo. Cabe destacar que, junto com a CVM, ABVCAP e fundos de pensão, a BNDESPAR contribuiu para a difusão da governança corporativa tanto no âmbito das empresas como entre os gestores de capital de risco. Outro grupo de atores que buscam inserir seus interesses no desenho da governança corporativa brasileira são os representantes das organizações não governamentais: defendem a inserção de práticas de responsabilidade social e ambiental. Através dos dados dessa pesquisa, pode-se afirmar que a BNDESPAR incorpora também as questões desses atores.

A gestão Luciano Coutinho consolida a BNDESPAR como um instrumento financeiro estatal. Em 2007, a subsidiária se associa à ABVCAP, e a entrada nesse espaço contribui para ampliar a legitimidade do setor de capital de risco, sobretudo os fundos de *private equity*. Desse modo, ampliar também o predomínio das finanças na sociedade brasileira contemporânea. Os dados dessa pesquisa indicam que a BNDESPAR seria um ator que contribui para a dominação financeira no Brasil (GRUN, 2016). Além disso, as novas construções em torno da financeirização brasileira alocaram um posicionamento chave para BNDESPAR dentro do sistema BNDES - embora o FINANE continue sendo um instrumento considerado relevante, ao ponto de as maiores porções de dinheiro serem alocadas nesse braço, a BNDESPAR se tornou a principal fonte de lucro do banco. Além disso, o FINAME tende a ser mais facilmente acessado pelas empresas que possuem a BNDESPAR entre os seus investidores institucionais. Temos um fenômeno peculiar: um banco de fomento estatal que atua como investidor e obtém lucros.

Ainda que com pouco tempo de governo, o grupo de em torno de Michel Temer no comando do BNDES, trabalha na direção de desinvestir a carteira da BNDESPAR e concentrar suas atuações nas “falhas do mercado” (ISTOÉ, 2016). E, novamente, tem-se a chegada de um ator de mercado no banco, que poderia ser classificado como *chicago boy* (GRUN, 2005), trata-se de Paulo Rabello de Castro. Ou seja, há um esforço para construção de novos entendimentos para a atuação da subsidiária. Dessa forma, essas construções que serão realizadas em torno da BNDESPAR nos próximos anos se tornarão importantes objetos de pesquisa para contribuir com o entendimento da dinâmica do capitalismo brasileiro.

À medida em que muda o grupo político, muda-se a orientação da BNDESPAR. No grupo Lula/Dilma, havia uma preocupação com a governança corporativa: o objetivo era de garantir, através dessa ferramenta, que a *holding* e seus parceiros, os fundos de pensão, participassem do controle dos fundos que recebiam seus investimentos. O período Lula/Dilma mostrou que os desinvestimentos não eram respeitados na lógica do capital de risco; já com o novo governo Temer, percebe-se, até o momento, que essa lógica do capital de risco ganha ênfase para orientar os desinvestimentos da BNDESPAR. As críticas ao grupo anterior foram incorporadas pelo atual governo, ou seja, para a BNDESPAR, significa uma espécie de volta às ideias da época quando Mourão era líder: focar em “falhas de mercado” e priorizar investimentos em empresas de base tecnológica.

Utilizando a expressão de Grun (1999), o “pêndulo do Estado” se volta para o lado “regulador”. Assim, a análise da trajetória da BNDESPAR permite, justamente, perceber o movimento que oscila conforme a resultante das forças (internas e externas ao banco). Tais forças direcionam o “pêndulo” no sentido do Estado “regulador”, ou no seu oposto, Estado “interventor”. A análise da trajetória da BNDESPAR permitiu, também, explicitar o conflito interno ao BNDES - uma vez que a subsidiária FINAME, típico instrumento de intervenção governamental, passa a conviver com sua “irmã caçula”, a BNDESPAR. Enquanto banco de investimento, esta opera na lógica de mercado, ainda que com o objetivo de sanar as “falhas de mercado”.

REFERÊNCIAS

- ABRAMOVAY, R. **Paradigmas do capitalismo agrário em questão**. HUCITEC , 1991.
- ABRAMOVAY, R. “**Entre Deus e o diabo: mercados e interação humana nas ciências sociais**”. Tempo Social, Nov 2004, vol.16, no.2, p.35-64.
- ABRAMOVAY, R. **Biocombustíveis: a energia da controvérsia**. São Paulo: Editora Senac, 2009.
- ALBERGONI, L. **A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil: Implicações para o Futuro**. *Dissertação de mestrado, Unicamp, 2006*
- ALDRICH, H.E.; PFFEFER, J. **Environments of organizations**. Annual Review of Sociology, n.2, p.79-105, 1976.
- ALVES, M. **BNDESPar garante metade do lucro do banco, diz Coutinho**. *Jornal Valor Econômico*, 2011.
- ALÉM, A. C. **O desempenho do BNDES no período recente e as metas da política econômica**. Textos para a discussão. BNDES, 1998
- ANDERSON, P. **Balanço do neoliberalismo**. In: **SADER, Emir & GENTILI, Pablo (orgs.) Pósneoliberalismo: as políticas sociais e o Estado democrático**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1995, pp. 09-23.
- ANTUNES, R. **A desertificação neoliberal no Brasil: Collor, FHC e Lula**, Autores Associados, 2004
- ARAÚJO, L. A. **O BNDES nas privatizações do governo Sarney: pragmatismo ou uma política neoliberal?** XI Congresso brasileiro de história econômica, 2015.
- BERLE, A.A.; MEANS, G.C. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BNDES. **BNDES entre 1952 e 2002**. In Revista Desenbahia. n° 1 setembro de 2004.
- BNDES. **Prospecto Atualizado Definitivo do Segundo Programa de Distribuição Pública de Debêntures de Emissão da BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.** BNDESPAR, dezembro de 2011. Disponível em www.bndes.gov.br
- BOITO, A. **A hegemonia neoliberal no governo Lula**. *Revista Crítica Marxista*, n° 17, novembro de 2003. Campinas: Editora Revan.

BOITO, A. **A frente política neodesenvolvimentista e as classes populares.** Disponível em <http://www.viomundo.com.br/politica/armando-boito-jr-as-contradicoes-da-frente-neodesenvolvimentista.html> (consultado em 15 de junho 2012).

BOLTANSKI, L.; CHIAPELLO, E. **O novo espírito do capitalismo.** São Paulo: Martins Fontes, 2009.

BOSCHI, R. R. **Idéias de Pelica na América Latina: ismos comparados.** Insight Inteligência (Rio de Janeiro), v. 37, p. 126-136, 2007.

BOSCHI, R. R.; GAITAN, F. **Intervencionismo Estatal e Políticas de Desenvolvimento na América Latina.** Caderno CRH (UFBA. Impresso), v. 21, p. 305-322, 2008.

BOSCHI, R. **Estado desenvolvimentista no Brasil: continuidades e incertidumbres.** Revista Ponto de Vista, v.20, n.2, p. 1-34, 2010.

BOURDIEU, P. **Questões de Sociologia.** Rio de Janeiro: Editora Marco Zero Limitada, 1983.

BOURDIEU, P. **O Poder simbólico.** Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1989.

BOURDIEU, P. **Contrafogos: táticas para enfrentar a invasão neoliberal.** Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1998.

BOURDIEU, P. **O Campo Econômico.** Política & Sociedade, n. 6, 2005, pp. 15-57.

BOURDIEU, P. **O poder simbólico.** Tradução de Fernando Tomaz. Lisboa: Difel, 1989.

BOURDIEU, P. (1998). **Miséria do mundo,** Vozes.

BOURDIEU, P. **Meditações Pascalianas.** Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2001

BOURDIEU, P. **O Campo Econômico.** Política & Sociedade, n. 6, 2005, pp. 15-57.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **O Segundo Consenso de Washington e a Quase-Estagnação da Economia Brasileira.** Revista de Economia Política, vol. 23 n°. 3 (91), 2003.

BRESSER PEREIRA, L.C. **A reforma do estado dos anos 90: lógica e mecanismos de controle.** Revista lua nova n 45, 1998

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2006). **O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional,** São Paulo em Perspectiva, 20 (3), pp.5-24.

CAMPBELL, J.; LINDBERG, L. **Property rights and the organization of economic action by the State.** American Sociological Review, 55, 1990, p.634-647.

CAMPBELL, J.; LINDBERG, L. **Property rights and the organization of economic action by the State**. American Sociological Review, 55, 1990, p.634-647.

CAMPBELL, J.; PEDERSEN, O. **The rise of neoliberalism and institutional analysis**. New Jersey: Princeton University Press, 2001.

CAPITAL ABERTO. **Pelas quadras da vida**. Revista Capital Aberto, Ed. 118, pg 60, 2013. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/retrato/pelas-quadras-da-vida/#.WT1wIWjyviU>. Acesso em: 22/08/2016.

CARDOSO, F. H.; FALETTO, E. **Dependência e desenvolvimento na América Latina**. Rio de Janeiro: LTC, 1970.

CATERMOL, Fabrício. **BNDES-exim: 15 anos de apoio as exportações brasileiras**. Revista do BNDES, V. 12 nº 24. 2005.

CHANDLER Jr., A.D. **The emergency of managerial capitalism**. 1990

COSTA, G. M. M. **Memórias do desenvolvimento**. Instituto Celso Furtado, 2016.

CUCOLO, E. **Lessa rebate crítica de Furlan e diz que BNDES não é "padaria"**. São Paulo: Folha, 2004.

CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Cartilha CVM, 2002.

DAVIS, G. F. **Managed by The Markets: How Finance Re-Shaped America**. Oxford: Oxford University Press, 2009.

DESIDERIO, W. **Atores na reprodução do espaço: a dinâmica de atuação da BNDESPAR**. Revista Espaço de Diálogos e Desconexões, 2015.

DEZALAY, Y; GARTH, B. **A Dolarização do Conhecimento Técnico Profissional e do Estado: processos transnacionais e questões de legitimação na transformação do Estado, 1960-2000**. Revista Brasileira de Ciências Sociais, v.15, n. 43, p. 163-176, 2000.

DINIZ, E. **O governo Collor: Social-Democracia ou Neoliberalismo?** Cadernos de Conjuntura, nº 30, julho 1990.

DINIZ, E. **Crise, reforma do Estado e governabilidade: Brasil 1985-95**. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getulio Vargas, 1997.

DINIZ, E; BOSCHI, R. **A difícil rota do desenvolvimento: Empresários e a agenda pós-neoliberal**. Rio de Janeiro: Editora IUPERJ, 2007.

DINIZ, E. **Depois do Neoliberalismo: Rediscutindo a articulação Estado e Desenvolvimento no Novo Milênio.** Ponto de Vista, v. 02, p. 02, 2008

DIMAGGIO, P. J. **Structures of capital: the social organization of economy.** Cambridge University Press, 1990.

DIMAGGIO, P.J. e POWELL, W.W. The iron cage revisited: institucional isomorphism and collective rationality in organisational fields. In: POWELL W.W.; DI MAGGIO, P.J.(org.). **The Neo-institutionalism in organization analysis.** Chicago: Chicago Press, 1991.

DIMAGGIO, P. **The twenty-first-century firm: changing economic organization in international perspective.** Princeton, N.J.: Princeton University Press. 2001.

DONADONE, J.C. **Os hunos já chegaram: dinâmica organizacional, difusão de conceitos gerenciais e atuação das consultorias.** Tese (Doutorado) – Departamento de Engenharia de Produção. São Paulo: Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2002.

DONADONE, J.C.; SZNELWAR, L.I. **Dinâmica Organizacional, crescimento das consultorias e mudanças nos conteúdos gerenciais nos anos 90.** Revista Produção v. 14 n.2, p. 58-69, 2004.

DOUGLAS, M. **Como as instituições pensam.** Tradução de Carlos Eugênio Marcondes de Moura. São Paulo: EDUSP.1998.

DUNN, E. C. **Privatizing Poland: baby food, big business, and the remaking of labor.** Cornell University Press, 2004. 193

DURÃO, V. S. **Gentil, Mais um homem do mercado no BNDES.** São Paulo: Valor Econômico, 2002

ESTADÃO. **BNDES define novas regras para financiamento.** São Paulo: Estadão, 2002a.

ESTADÃO. **BNDES força transparência e se abre para pequenas empresas.** São Paulo: Estadão, 2002b.

EXAME. **Fusão de Sadia e Perdigão cria gigante do setor de alimentos.** São Paulo: Exame, 2011.

FAGUNDES, E. **BNDES incentivará pequenas e médias à listagem em Bolsa.** Diário Comércio e Indústria Online. 2012

FAMA, E.F. **Agency Problems and Theory of Firm.** Journal of Political Economy, 1980, v.88, n.2, p.288-307.

FAMA E.F, JENSEN M.C. **Separation of ownership and control.** Journal Law Economics, 1983, 26: 301-25.

FARINA, E. M. M. Q.; AZEVEDO, P. F.; SAES, M.S.M. **Competitividade: Mercado, Estado e Organizações**. São Paulo: Editora Singular, 1997.

FLIGSTEIN, N. **The transformation of corporate control**. Cambridge: Harvard University Press, 1990.

FLIGSTEIN, N. **The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-first-century**. Princeton University Press, 2001.

FLIGSTEIN, N. **The spread of the multidivisional form**. *American Sociological Review* 50: 377-391. 2002

FLIGSTEIN, N. **O mercado enquanto política: Uma abordagem político-cultural às instituições de mercado**. In: MARQUES, R.; PEIXOTO, J. (org.). *A Nova Sociologia Econômica: uma antologia*. Oeiras: Celta Editora, 2003.

FLIGSTEIN, N. **Theory and Methods for the Study of Strategic Action Fields**. University of California, Berkeley, 2008.

FLIGSTEIN, N. **Habilidade social e a teoria dos campos**. In: MARTES, A.C.B. (org) *Redes e sociologia econômica*. São Carlos: EdUFSCar, 2009.

FLIGSTEIN, N.; CHOO, J. **Law and Corporate Governance**. *Annual Review of Sociology*, 2005, 1:61-84.

FLIGSTEIN, N.; DAUTER, L. **The Sociology of Markets**. *Annual Review of Sociology*, 2007. 33: 6.1-6.24.

FOLHA DE S. PAULO. **BNDESPar engorda lucro no 1º semestre com venda de ações**. 2011.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Carlos Lessa deixa a presidência do BNDES**. São Paulo: Folha de São Paulo, 2004.

FOLKMAN ET. AL. **Working for themselves?: Capital market intermediaries and present day capitalism**. CRESC, The University of Manchester. November 2006.
<http://www.cresc.ac.uk/publications/documents/wp25.pdf>

FROUD, J.; JOHAL, S.; LEAVER, A.; WILLIAMS, K. **Financialization and Strategy: narrative and numbers**. Routledge: New York, 2006.

FROUD, J.; WILLIAMS, K. **Private equity and the culture of value extraction**. CRESC, The University of Manchester. Version 2 – February 2007.
<http://www.cresc.ac.uk/publications/documents/wp31.pdf>

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP. 2008

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP. 2011

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. **What drives venture capital fundraising?** Cambridge: National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, 6906). 1999

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The venture capital revolution**. Journal of Economic Perspectives, v.15, n.2, p.145-168, 2001.

GORGULHO, Luciane F. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES**. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996 (Dissertação de Mestrado).

GRÜN, R. **Modelos de Empresa, Modelos de Mundo: Sobre Algumas Características Culturais da Nova Ordem Econômica e da Resistência a Ela**. Revista Brasileira de Ciências Sociais, vol.14, n. 41, 1999, pp. 121-140.

GRÜN, R. **Atores e Ações na construção da governança corporativa brasileira**. Revista Brasileira de Ciências Sociais, vol.18, n. 52, pp. 139-161. 2003

GRÜN, R. **A sociologia das finanças e a nova geografia do poder no Brasil**. Tempo Social, Nov 2004, vol.16, no.2, p.151-176.

GRÜN, R. **Convergência das Elites e Inovações Financeiras: a governança corporativa no Brasil**. Revista Brasileira de Ciências Sociais, vol.20, n. 58, 2005, pp. 67- 90. 2005

GRÜN, R. **Escândalos, Marolas e Finanças: Para uma Sociologia da Transformação do Ambiente Econômico**. DADOS, vol.51, n.2, 313-351, 2008. 195

GRÜN, R. **Difusão dos fundos de private equities (PES) e transformações do capitalismo no Brasil recente**. In: CARLETTO et. al. Sociologia econômica e das finanças: um projeto em construção. São Carlos: EdUFSCar, 2009.

GRÜN, R. **A Crise Financeira, a Guerra Cultural e as Transformações do Espaço Econômico Brasileiro em 2009**. DADOS, vol.53, n2, 255-297, 2010.

GUILLÉN, M. **Corporate Governance and Globalization: is there convergence across countries?** Advances in Comparative International Management, v.13, p.175-204. 2000.

HALL, R.H. **Desarrollos recientes en teoria organizacional: una revision**. Ciencia Y Sociedad, v.XV, n.4, Outubro-Diciembre, 1990.

HANNAN, M.T.; FREEMAN, J. **The population ecology of organizations.** American Journal of Sociology, v.82, n.5, p.929-924, 1977.

HIRSCH, P.M.; **“Mãos Sujas”versus “Modelos Limpos” estará a sociologia em risco de ser seduzida pela economia?** In: MARQUES, R.; PEIXOTO, J. (org.). *A Nova Sociologia Econômica*. Oeiras: Celta editora, 2003.

HIRSCH, P. M.; DE SOUCEY, M. **Organizational Restructuring and Its Consequences: Rhetorical and Structural.** Annual Review of Sociology, p.171-189, 2006.

HOLLANDA, D. **BNDESPAR lançará selo de boa governança.** São Paulo: Valor Econômico, 2000.

HOLLANDA, D. **Programa da BNDESPAR pode ter até 70 empresas, prevê diretoria.** São Paulo: Valor Econômico, 2001.

IBARRA, D. **O neoliberalismo na América Latina.** Revista de Economia Política, vol. 31, nº 2 (122), pp. 238-248. 2011.

ISTOÉ. **BNDESPar será investidor bastante ativo em 2017, afirma diretora.** São Paulo: Istoé, 2016.

JARDIM, M. A. C. **Entre a solidariedade e o risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula.** Tese de Doutorado. São Carlos: UFSCar, 2007.

JARDIM, M. A. C.; MUNDO NETO, M. **O Estado brasileiro em tempos de globalização: reflexões teórico-empíricas a partir das finanças.** Em julgamento, 2012.

JARDIM, M. A. A.; SÉPIA, R. **A construção social dos mercados.** Revista REDD: 2012.

LEBARON, F. **O campo dos economistas franceses no fim dos anos 90: lutas de fronteira, autonomia e estrutura.** Mana, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, abr. 2001 . Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-93132001000100002&lng=pt&nrm=iso>.

LEITE, E. S. **Reconversão de habitus: o advento do ideário de investimento no Brasil.** Tese de doutorado, UFSCAR, 2011

LESSA, C. **Estratégia do Desenvolvimento: Sonho e Fracasso.** Tese de Doutorado – UFRJ. Rio de Janeiro, 1978.

LIMA, M. A. A. A. **O Desenvolvimento Inacabado do Brasil: O BNDE e a Convenção do Crescimento de 1952 a 1978.** Dissertação de Mestrado – UFRRJ. Seropédica, 2006.

MACARINI, J.P. **A política bancária do regime militar: O Projeto de Conglomerado (1967-1973)**. Texto para discussão; UNICAMP, 2007

MACARINI, J.P. **Um Aspecto da Política Econômica do “Milagre Brasileiro”: A Política de Mercado de Capitais e a Bolha Especulativa 1969-1971**. Est. econ., São Paulo, v. 38, n. 1, p. 151-172, 2008.

MARQUES, L. **Para Gleisi, dinheiro da BNDESPAR não é público**. Revista *Veja online*, 2011.

MARQUES, R.; PEIXOTO, J. **A Nova Sociologia Econômica**. Oeiras: Celta editora, 2003.

MAZZUCATO, M. **O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público x setor privado**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

MELO, C.; ROCHA, F.C. **BNDESPAR e BNDES: uma só missão**. Folha de São Paulo *online*, 2011

MIZRUCHI, M.S. **‘What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates.’** Annual Review of Sociology 22:271-299.

MOURÃO, J. O. F. **A integração competitiva e o planejamento estratégico do Sistema BNDES**. Revista do BNDES, nº 2. 1994.

MUNDO NETO, M. **Atores públicos e privados na construção da indústria de private equity e venture capital brasileira..** In: 38. Encontro Anual da Anpocs, 2014, Caxambu. Anais do 38º Encontro Anual da Anpocs, de 27 a 31 de outubro de 2014, em Caxambu - MG. rio de janeiro: anpocs, 2014. v. 1. p. 1-300.

MUNDO NETO, M. **Indústria de capital de risco no Brasil: a dinâmica do financiamento da inovação tecnológica no início do século 21..** In: XVI Congresso Brasileiro de Sociologia, 2013, Salvador. Anais do XVI Congresso Brasileiro de Sociologia, 2013.

MUNDO NETO. **Setor Sucroalcooleiro e espaço financeiro: a construção do mercado de “bioenergia”**. I Seminário Temático Centralidade e Fronteiras das Empresas no Século XXI, na UFSCar, de 19 a 21 de novembro de 2007.

MUNDO NETO, M. **Desenvolvimento do mercado do etanol: aproximação da indústria sucroalcooleira e da indústria de capital de risco no Brasil**. 32º Encontro Anual da ANPOCS, de 27 a 31 de outubro de 2008, Caxambu, MG;

MUNDO NETO, M. **Transformações no campo sucroalcooleiro: uma análise das relações com o Estado**. I Seminário Nacional De Sociologia Econômica. UFSC, Florianópolis, 19 a 22 de maio de 2009a.

MUNDO NETO, M. Atores na construção do mercado do etanol: a UNICA com foco da análise. **XIV Congresso Brasileiro de Sociologia** 28 a 31 de julho, Rio de Janeiro (RJ), 2009b.

MUNDO NETO, M. De sucroalcooleiro a sucroenergético: a construção de um campo organizacional. **33º Encontro Anual da ANPOCS**, de 26 a 30 de outubro, Caxambu, MG, 2009c.

MUNDO NETO, M.; DESIDÉRIO, W. A.; Investidores Institucionais e Estratégias Corporativas: empresas operando na BM&FBOVESPA e na NYSE. **XVII Simpósio Nacional de Engenharia de Produção – SIMPEP**, de 08 a 10 de novembro, Bauru, SP, 2010.

MUNDO NETO, M.; DESIDÉRIO, W. A.; DONADONE, J.C. **Fundos Privados com Governança: a recente atuação da BNDESPAR na construção do modelo “brasileiro” de private equities**. *Revista Interface Tecnológica*, v. 8, n. 1, 2011.

NASSIF, L. **O BNDES e a política industrial**. Luis Nassif Online, 2013

NAJBERG, S. **Transformação do Sistema BNDE em Financiador do Setor Privado Nacional in BNDES, um Banco de Idéias: 50 anos refletindo o Brasil**. MONTEIRO Filha, Dulce Corrêa & MODENESI, Ruy Lirio (orgs.), Rio de Janeiro: BNDE, 2002.

NOHRIA, N.; GULATI, R. **Firms and their environments**. In: SMELSER, N.J.;

NYSE. **Adcoagro Visits the New York Stock Exchange to Celebrate IPO**. 28/01/2011. <http://www.nyse.com/about/newsevents/1296213539832.html>197

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/convencimento/livro/livro_BNDES_um_banco_de_historia_e_do_futuro.pdf>. Acesso em: 24 de junho de 2016.

PEDROSO NETO, A. A privatização do setor elétrico paulista: o suicídio de um grupo Tese (Doutorado em Ciências Sociais). Programa de Pós Graduação em Ciências Sociais, Universidade Federal de São Carlos – São Carlos, 2005.

PETROS (2010). Relatório Anual 2010: Resultados & Perspectivas. Disponível em <https://www.petros.com.br/idc/groups/comunicacao/documents/anexo/wcm037605.pdf> acesso realizado em 15/07/2011.

PORTER, Michael E. **Vantagem Competitiva**. Campus: Rio de Janeiro, 1996.

POLANYI, K. **A grande transformação: a origem da nossa época**. Campus, 2012

PRATES, D. M. & CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. **O Papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90.** Economia e Sociedade. Campinas, 15. 2000.

PREVI (2010). **Relatório Anual 2010.** Disponível em <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2010/> acesso realizado em 15/07/2011.

PROCHNIK, M; MACHADO, V. **Fontes de recursos do BNDES 1995-2007.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, jun. 2008, pp. 3-34.

PwC. **Relatório de Fusões e Aquisições no Brasil entre 2009/2010.** 2011

RADIO CAMARA. <http://www.camara.gov.br/internet/radiocamara/?lnk=2112>. 2011

RANGEL, J. **Lessa diz que vai devolver o D de desenvolvimento ao BNDES.** São Paulo: Valor Econômico, 2003.

ROSAS, R. Fraga quer o BNDES menos atuante. São Paulo: Valor Econômico, 2011.

SARTORE, M. **A sociologia dos índices de sustentabilidade.** Tempo Social (USP. Impresso), v. 24, p. 169-187, 2012.

SCHAPIRO, M. **Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia.** Tese de doutorado USP, 2008.

SCIARRETTA, T. **Fusão Pão de Açúcar-Carrefour naufraga.** São Paulo: Folha de São Paulo, 2011.

SENADO. **Depoimento de Luciano Coutinho.** 2011

SINGER, P. **Desenvolvimento econômico e evolução urbana.** São Paulo: Edusp, 1968.

SOARES, L. A. A. **O desenvolvimento gerencial na BNDES Participações como processo de conflitos organizacionais.** Revista BNDES, 1991.

STEINER, P. **A Sociologia Econômica.** São Paulo: Atlas. 2006

SWEDBERG, R. **The handbook of economic sociology.** Princeton University Press, 1994.

SWEDBERG, R. **“The Sociology of Economic Life.”** Perseus Books, 2001. _____. (2000) A Grande Transformação: as origens da nossa época. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

SWEDBERG, R. **Sociologia Econômica: Hoje e amanhã.** Tempo Social, Nov 2004, vol.16, no.2, p.7-34

TEREZA I.; VALLE S. **BNDESPAR nega estatização e diz querer democratizar mercado de capitais.** *Jornal Estadão Online*. 2011

USEEM, Michael. **Executive defense. Shareholder power and corporate Reorganization.** Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1993.

USEEM, M. **Globalizando o conselho de administração: lições da empresa chinesa Lenovo.** In: DONADONE, J.C; JARDIM, M.A.C. (org.). *As centralidades e as fronteiras das empresas do século 21.* Edusc, p. 107-156, 2011.

VALOR ECONÔMICO. **Carvalho Filho assume o BNDES.** São Paulo: Valor Econômico, 2001.

VALOR ECONÔMICO. **Mantega é o novo presidente do BNDES.** São Paulo: Valor Econômico, 2005.

VALOR ECONOMICO. **Lucro do BNDES cresce 29,5% no acumulado do ano.** 2011

VALOR ECONÔMICO. **BNDESPAR garante metade do lucro do banco, diz Coutinho.** *Jornal Valor Econômico Online*, 2011.

VELASCO JÚNIOR, L. **A economia política das políticas públicas: As privatizações e a reforma do Estado.** Textos para a discussão, 55. BNDES, 1997.

VELASCO JÚNIOR, L. **Privatização: Mitos e Falsas Percepções.** In: GIAMBIAGI, Fábio & MOREIRA, Maurício Mesquita (org.). *A economia brasileira nos anos 90.* Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

VELASCO JÚNIOR, L. **A Política Pública de Privatização no Presidencialismo de Coalizão Brasileiro.** Tese de Doutorado – IUPERJ. Rio de Janeiro, 2005.

VIDOR, G. **A história da CVM pelo olhar dos seus presidentes.** Rio de Janeiro: CVM, 2016.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro.** *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.

ZILBOVIVIVUS, M. **Modelos para a Produção, Produção de Modelos: Gênese, Lógica e Difusão do Modelo Japonês de Organização da Produção.** São Paulo, FAPESP / Annablume, 1999.

ZILBOVIVIVUS, M.; DIAS, A. V. C. **Working for value creation: some issues on financialisation and new forms of work organization.** 13th GERPISA International colloquium. Proceedings, paris, junho 2005, p.16-17.

DOCUMENTOS

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. 50 anos de desenvolvimento. Texto de Elizabeth Azevedo e José Gorayeb. São Paulo: DBA Artes Gráficas, 2002.

_____. BNDES, 40 Anos – um agente de mudanças (1952/92).1992a.

_____. Plano Estratégico 1988/90. Rio de Janeiro: 1988.

_____. Plano Estratégico do Sistema BNDES Triênio 1985/1987. Dez. 1984.

_____. Sistema BNDES: plano estratégico 1991/94. Rio de Janeiro: 1992b.

_____. Relatório de Atividades 1970. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1971.

_____. Relatório de Atividades 1971. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1972.

_____. Relatório de Atividades 1972. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1973.

_____. Relatório de Atividades 1973. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1974.

_____. Relatório de Atividades 1974. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1975.

_____. Relatório de Atividades 1975. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1976.

_____. Relatório de Atividades 1976. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1977.

_____. Relatório de Atividades 1977. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1978.

_____. Relatório de Atividades 1978. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1979.

_____. Relatório de Atividades 1979. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1980.

_____. Relatório de Atividades 1980. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1981.

- _____. Relatório de Atividades 1981. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1982.
- _____. Relatório de Atividades 1982. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1983.
- _____. Relatório de Atividades 1983. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1984.
- _____. Relatório de Atividades 1984. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1985.
- _____. Relatório de Atividades 1985. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1986.
- _____. Relatório de Atividades 1986. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1987.
- _____. Relatório de Atividades 1987. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1988.
- _____. Relatório de Atividades 1988. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1989.
- _____. Relatório de Atividades 1989. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1990.
- _____. Relatório de Atividades 1990. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1991.
- _____. Relatório de Atividades 1991. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1992c.
- _____. Relatório de Atividades 1992. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1993.
- _____. Relatório de Atividades 1993. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1994.
- _____. Relatório de Atividades 1994. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1995.
- _____. Relatório de Atividades 1995. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1996.
- _____. Relatório de Atividades 1996. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1997.
- _____. Relatório de Atividades 1997. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1998.

_____. Relatório de Atividades 1998. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 1999.

_____. Relatório de Atividades 1999. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2000.

_____. Relatório de Atividades 2000. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2001.

_____. Relatório de Atividades 2001. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2002.

_____. Relatório de Atividades 2002. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2003.

_____. Relatório de Atividades 2003. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2004.

_____. Relatório de Atividades 2004. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2005.

_____. Relatório de Atividades 2005. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2006.

_____. Relatório de Atividades 2006. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2007.

_____. Relatório de Atividades 2007. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2008.

_____. Relatório de Atividades 2008. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2009.

_____. Relatório de Atividades 2009. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2010.

_____. Relatório de Atividades 2010. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2011.

_____. Relatório de Atividades 2011. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2012.

_____. Relatório de Atividades 2012. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2013.

_____. Relatório de Atividades 2013. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2014.

_____. Relatório de Atividades 2014. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2015.

_____. Relatório de Atividades 2015. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2016.

_____. Relatório de Atividades 2016. Sistema BNDES. Rio de Janeiro: 2017.

_____.Privatização. A experiência da BNDESPAR 1987-1989. Rio de Janeiro: 1992d.