

**Universidade Federal de São Carlos**  
**Centro de Ciências Exatas e de Tecnologia**  
**Departamento de Engenharia de Produção**

**INTERMEDIANDO O RISCO: NOVOS FORMATOS INSTITUCIONAIS  
NA DIFUSÃO DAS FERRAMENTAS DA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE  
RISCO NOS BANCOS PÚBLICOS DO BRASIL**

Felipe Cavenaghi

Trabalho apresentado ao Programa de Pós-Graduação  
em Engenharia de Produção, para obtenção do Título  
de Doutor.

Orientação: Prof. Dr. Júlio César Donadone

São Carlos

2017





**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS**

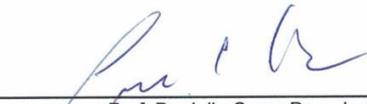
Centro de Ciências Exatas e de Tecnologia  
Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção

---

**Folha de Aprovação**

---

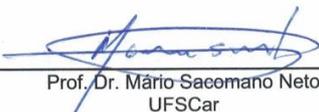
Assinaturas dos membros da comissão examinadora que avaliou e aprovou a Defesa de Tese de Doutorado do candidato Felipe Cavenaghi, realizada em 13/12/2017:

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Julio Cesar Donadone  
UFSCar

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Cristiano Fonseca Monteiro  
UFF

  
\_\_\_\_\_  
Profa. Dra. Marina de Souza Sartore  
UFS

  
\_\_\_\_\_  
Profa. Dra. Patrícia Saltorato  
UFSCar

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Mário Sacomano Neto  
UFSCar

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais e minhas mães por terem me apoiado, mesmo sem necessariamente compreenderem minhas motivações.

À minha namora Karime Bárbara Santo Caminoto, por suportar tudo com relativa paciência ao meu lado.

Ao Prof<sup>o</sup> Dr<sup>o</sup> Júlio Cesar Donadone pela orientação e pelos insights sobre a pesquisa tanto em reuniões quanto em disciplinas, acima de tudo, por ter sido humano e feito o que estava a seu alcance para que a pesquisa decorresse da melhor forma com os recursos.

Um agradecimento especial ao Prof<sup>o</sup> Dr<sup>o</sup> Martim Mundo Neto, o qual acompanhou a pesquisa desde o início, fornecendo insights valiosos e sempre se disponibilizou a fornecer suporte teórico e que, por motivos externos a nossa vontade, não pode participar da banca de defesa de doutorado, considerando que seu trabalho e experiência foram o que mais se aproximaram do trabalho atual e sem a sua pesquisa os rumos teriam sido outros.

Ao Prof<sup>o</sup> Dr<sup>o</sup> Roberto Grün pelo desafio, disposição e incentivo intelectual proposto em suas disciplinas e discussões.

Aos Professor Ismail E Turk por ter me acolhido no doutorado Sanduiche na University of Manchester e ter fornecido suporte teórico para a continuidade da pesquisa após o doutorado.

Aos membros das bancas de qualificação e defesa pelas críticas e sugestões que me acompanharão por um tempo para além das correções aqui feitas.

Ao NESEFI e Nespom como um todo, pelas oportunidades fornecidas, sendo através de seminários, reuniões e orientações. Em especial aqueles que se esforçam para fazer o link entre os diversos pesquisadores da rede de sociologia econômica e das finanças e o membros do grupo. Não vou correr o risco de citar nomes e esquecer alguém, de forma que deixarei isso para a conjuntura e para o convívio no decorrer dos anos que virão.

À equipe da secretaria de Pós-graduação e de informática do PPGE/UFSCar pela prontidão e eficiência na disponibilização de informação e viabilização dos tramites burocráticos ligados ao andamento da pesquisa.

Esta pesquisa foi financiada pela Coordenação de aperfeiçoamento de Pessoal e Nível Superior (CAPES), assim com o período de Sanduíche de quatro meses na University of Manchester pelo Programa de Doutorado-sanduíche no Exterior (PDSE) – CAPES.

## RESUMO

O trabalho buscou a caracterização dos novos formatos institucionais na difusão da lógica de capital de risco nos bancos públicos do Brasil, na medida em que os bancos públicos veem adotando ferramentas ligadas à indústria de capital de risco com a justificativa de ganharem maior flexibilidade financeira, por outro lado os agentes utilizariam dessas estruturas legitimadas no mercado financeiro com o propósito de buscarem maior inovação alavancando o desenvolvimento da economia. A coleta de dados foi feita por meio de relatórios financeiros assim como de normativos. Na análise identificaram-se as estruturas adotadas e as interações junto aos demais agentes do espaço financeiro com a proposta de um framework de análise levando em conta a sociologia econômica e a teoria das organizações.

**PALAVRAS-CHAVE:** Intermediação Financeira, Novos Formatos Institucionais, Bancos Públicos, Indústria de Capital de Risco

## **ABSTRACT**

The project chased the characterization of the new institutional formats in the diffusion of the logic of venture capital in the public banks of Brazil, as public banks are adopting tools linked to the venture capital industry with the justification of gaining greater financial flexibility, otherwise the agents would use these structures legitimized in the financial market with the purpose of seeking greater innovation leveraging the development of the economy. The collection of data was done through financial reports as well as normative reports. In the analysis the adopted structures and the interactions with the other agents of the financial space were identified with the proposal of an analysis framework taking into account the economic sociology and the theory of the organizations.

**KEY WORDS:** Financial Intermediation, New Institutional Formats, Public Banks, Venture Capital Industry

## LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1 – Proposta de framework analítico para Bancos Públicos .....	11
Figura 4.1 – Participação das subsidiárias na evolução do patrimônio do BNDES .....	72
Figura 4.2 – Estrutura societária da BB Seguridade Participações .....	90
Figura 4.3 – Conglomerado Banco do Brasil Configuração Societária: Controladas .....	93
Figura 4.4 – Conglomerado Banco do Brasil Participação Societária: Coligadas e Simples Participações .....	94
Figura 4.5 – Conglomerado Banco do Brasil Configuração Societária: Coligadas, Simples Participações, Administrada, Patrocinadas e Fundações .....	95
Figura 4.6 – estrutura societária da CAIXAPAR antes da criação da Caixa Seguridade .....	99
Figura 4.7 – Estrutura societária da CAIXA Seguridade .....	100
Figura 5.1 – Esquematização das formas de atuação dos bancos públicos e suas subsidiária.....	101
Figura 5.2 – Dividendos pagos à União.....	109
Figura 5.3 – Contribuição Dividendos pagos à união em percentual .....	109
Figura 5.4 – Dividendos pagos à união Bancos públicos .....	110
Figura 5.5 – Participação de dividendos pagos à união bancos públicos .....	110
Figura 5.6 – Renda com Tarifas .....	111
Figura 5.7 – Participação do BNDESPAR em empresas, de 2006 à 2012 .....	112
Figura 5.8 – Número de empresas influenciadas pela BNDEPAR .....	113
Figura 5.9 – Composição patrimonial total, em milhões, nos anos de 2004 à 2012 .....	114
Figura 5.10 – Investimento em coligadas e não coligados, em milhões .....	115
Figura 5.11 – Investimento em ações .....	116
Figura 5.12 – Desembolsos BNDES .....	117
Figura 5.13 – Desembolsos em percentual BNDES .....	117
Figura 5.14 – Quantidade por tipo de ativo investido pelo BNDES .....	118
Figura 5.15 – Participação por ativos investidos BNDES .....	118
Figura 5.16 – Distribuição da carteira do BNDES por investment grade .....	124
Figura 5.17 – Distribuição da carteira de investimentos do BNDES e BND por setor .....	125
Figura 5.18 – Contribuição das parcelas para o índice de Basileia .....	126
Figura 5.19 – Contribuição parcela de risco BB .....	128

Figura 5.20 – Carta de crédito do Banco do Brasil .....	128
Figura 5.21 – Carta de crédito do Banco do Brasil para pessoa jurídica .....	129
Figura 5.22 – Carta de crédito do Banco do Brasil para pessoa física .....	129
Figura 5.23 – Carta de crédito do Banco do Brasil .....	130
Figura 5.24 – Rating BB .....	130
Figura 5.25 – Estrutura do Comitê de Gestão de Riscos (CGR) do BNDES .....	132

## LISTA DE TABELAS

Tabela 4.1 – Ativo total e operações de crédito dos bancos públicos como % dos 50 maiores bancos do país (1995-2008) .....	68
Tabela 4.2 – Relatórios administrativos do BNDES 2012 e 2013 .....	71
Tabela 4.3 – Características Bancos públicos do Brasil .....	79
Tabela 5.1 – Estrutura do capital BNDES.....	102
Tabela 5.2 – Repasses e liquidações antecipadas, em milhares .....	103
Tabela 5.3 – Dividendo BNDES em milhões .....	105

## LISTA DE QUADROS

Quadro 3.1 – Justificativa de mercado para a atuação dos bancos públicos .....	35
Quadro 4.1 – Estrutura de atuação da BNDESPAR .....	85
Quadro 4.2 – Empresas controladas e coligadas do conglomerado Banco do Brasil .....	92
Quadro 5.1 – Linha de crédito entre o BNDES e a BNDESPAR .....	103
Quadro 5.2 – Membros da Estrutura de Gestão do Comitê de Risco .....	132
Quadro 5.3: Trajetória acadêmica dos membros da Estrutura de Gestão do Comitê de Risco .....	133

## **LISTA DE SIGLAS**

ACE - Área de Capital Empreendedor

AGR – Área de Gestão de Risco

ANBIMA – Associação Nacional dos Bancos

AMC - Área de Mercado de Capitais

APR - Ativo Ponderado pelo Risco

BB – Banco do Brasil

BCB - Banco Central do Brasil

BD – BANCO DE DESENVOLVIMENTO

BIP – BANCOS DE INVESTIMENTO PÚBLICOS

BIS - Bank of International Settlements

BM&FBOVESPA - Bolsa de Mercadoria e Valores do Estado de São Paulo

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPAR - BNDES Participações

CAIXAPAR – Caixa Participações S.A.

CBFB - Comitê da Basileia sobre a Fiscalização Bancária

CEF – Caixa Econômica Federal

CMN - Conselho Monetário Nacional

Embramec - Mecânica Brasileira S.A.

FAT - Fundo de Amparo ao Trabalhador

FEBRABAN: Federação Brasileira de Bancos

Fibase - Financiamento de Insumos Básicos S.A.

FNE - Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste

GC - Governança Corporativa

Ibrasa – Investimentos Brasileiros S.A.

IFPF – Instituições Financeiras Públicas Federais

IPI - imposto sobre produtos industrializados

IR – Imposto sobre Renda

MFT – Market failure Theory

Pacs – Parcela do índice de Basileia relativa à exposição à ações

Pepr - Parcela do índice de Basileia relativa à exposição ao crédito

PIS - Programa De Integração Social

PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PLE: Patrimônio Líquido Exigido

PUCRS – Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SIB – State Investment bank

TN – Tesouro Nacional

UFMG – Universidade Federal de Minas Gerais

UFRGS – Universidade Federal do Rio grande do Sul

UFRJ – Universidade Federal do Rio de Janeiro

VAR - Value at Risk

# SUMÁRIO

<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	<b>I</b>
<b>RESUMO</b> .....	<b>III</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>IV</b>
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	<b>V</b>
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	<b>VII</b>
<b>LISTA DE QUADROS</b> .....	<b>VIII</b>
<b>LISTA DE SIGLAS</b> .....	<b>IX</b>
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>1</b>
<b>2 METODOLOGIA</b> .....	<b>7</b>
2.1 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS .....	7
2.2 COLETA E ANÁLISE DOS DADOS .....	8
<b>3 DO INDIVÍDUO À CRIAÇÃO DA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE RISCO</b> .....	<b>14</b>
3.1 RACIONALIDADE, CONSTRUÇÃO SOCIAL DOS MERCADOS E CONCEPÇÕES DE CONTROLE .....	14
3.2 REVOLUÇÕES, INTERMEDIACÕES E O SURGIMENTO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS.....	20
3.3 INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS .....	25
3.4 DO GERENTE AO ACIONISTA, CASO BRASILEIRO .....	28
3.5 FINANÇAS E ESTADO: O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS NA ECONOMIA.....	34
3.6 FINANCEIRIZAÇÃO.....	39
3.7 DOS DEUSES AO DINHEIRO: RISCO E INCERTEZA.....	45
<b>4 INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS FEDERAIS</b> .....	<b>49</b>
4.1 O BIS .....	49
4.2 OS ACORDOS DE BASILEIA .....	52
4.3 DA MATÉRIA CINZENTA À LUZ DOS SHADOW BANKING.....	61
4.4 BANCOS PÚBLICOS .....	68
4.5 O PAPEL DO ESTADO NA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE RISCO: UM BREVE HISTÓRICO.....	81
<i>A BNDESPar</i> .....	81
<i>O Conglomerado Banco do Brasil</i> .....	87
<i>O grupo CEF</i> .....	96
<b>5 REVIRANDO A CAIXA DE PANDORA: PROPOSTA DE FRAMEWORK ANALÍTICO DOS BANCOS PÚBLICOS DO BRASIL</b> .....	<b>101</b>
5.1 FUNDING .....	102
5.2 ATUAÇÃO JUNTO AO SISTEMA FINANCEIRO .....	112
5.3 O ACORDO DE BASILEIA E O BNDES .....	121
5.4 ESTRUTURA E ATORES NA GESTÃO DE RISCO: UM CASO DO BNDES .....	132
5.5 DISCUSSÃO .....	135
<b>6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>142</b>
<b>APENDICE A – QUESTIONÁRIO E RESPOSTAS DA AGR</b> .....	<b>149</b>

APENDICE B - CRONOLOGIA GLOBAL RELACIONADA AO BNDES E NORMAS DE BASILEIA .....	151
APENDICE C – EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM COLIGADAS .....	154
APENDICE D – EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO EM NÃO-COLIGADAS .....	155
APENDICE E – EVOLUÇÃO INVESTIMENTO EM FUNDOS.....	157
APENDICE F – BANCOS DE DESENVOLVIMENTO COM BASE EM MAZZUCATO E PENA (2014).....	158
APENDICE G – FICHAMENTO FINANCEIRIZAÇÃO .....	160
APENDICE H – FICHAMENTO BANCOS PÚBLICOS E DE DESENVOLVIMENTO .....	182
APENDICE I – ATORES REGULATÓRIOS QUE INFLUENCIAM A UNIÃO EUROPEIA .....	208
ANEXO I – LINHAS DE INVESTIMENTO EM INOVAÇÃO .....	209

# 1 INTRODUÇÃO

Por volta do ano 2000 membros da equipe econômica do governo federal, bem como agentes econômicos a eles ligados, passaram a exaltar o modelo de governança corporativa como sendo o motor de aceleração do desenvolvimento com base em um discurso de transparência e democratização dos mercados, e, em consequência, de atenuação do desemprego, tomando como justificativa o boom de produtividade registrado pela economia dos Estados Unidos (GRUN, 1999).

O fenômeno de adoção da governança corporativa, no Brasil, adquiriu uma forma mais precisa com a tramitação da nova Lei das Sociedades Anônimas e o “novo mercado de capitais”, inaugurado na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), sendo que a proposta de Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil dita que as empresas adotem um conjunto de práticas ligadas à divisão do poder entre os diferentes *stakeholders*<sup>1</sup>, à monitoração das atividades e objetivos da administração pelo conselho de administração, às auditorias independentes e aos conselhos fiscais, para preservar a ética e a transparência nas atividades da empresa. Através dessas práticas as empresas passariam a desfrutar de um aumento da liquidez e valorização acionária, além disso o desenvolvimento do mercado de capitais dependeria da adoção eficaz dessas práticas, já que na ausência de regras favoráveis, os investidores acabam direcionando seus recursos em outras aplicações. Nesse contexto, personagens que se solidificam são fundos que compõem a indústria de capital de risco, como *private equity*<sup>2</sup>.

Os fundos de *private equity* são fundos que investem diretamente em empresas não listadas<sup>3</sup>, com o intuito de influenciar na sua gestão e fornecer capital para que possam investir no desenvolvimento de novos produtos ou reestruturação das operações de suas companhias e estrutura de gerenciamento e propriedade. Geralmente o desinvestimento ocorre quando da valorização da empresa.

---

<sup>1</sup> Partes interessadas e que influenciam no funcionamento das empresas dentro da organização.

<sup>2</sup> Grupo de investidores que têm por finalidade obterem participação em empresas de capital fechado com o objetivo de obterem altos lucros por meio da intervenção no funcionamento da mesma dentro da organização.

<sup>3</sup> Empresas que não possuem capital aberto em bolsa.

Uma vez aportados os recursos iniciais, dado o contexto de incerteza e de assimetria das informações, a variável crítica deste tipo de investimento é a capacidade do intermediário em monitorar o desempenho das firmas investidas. É por esta razão que a subscrição privada dos valores mobiliários assenta-se tipicamente na aquisição de um bloco de participação. Desta maneira, o intermediário de risco pode exercer uma atuação bastante ativa na gestão da sociedade, valendo-se, para tanto, de alguns expedientes, tais como o acompanhamento informal da evolução dos resultados e a participação formal no conselho de administração da empresa. No desempenho deste monitoramento, o *venture capital*<sup>4</sup>, lembra SAHLMAN (1990), costuma, inclusive, participar da definição das estratégias de negócio dos empreendedores, além de mediar as relações da firma com outros atores e parceiros de seu segmento econômico, com vistas, assim, a auxiliar na obtenção dos resultados positivos. Trata-se, pois, de um veículo de investimento marcado pela presença constante do provedor financeiro no cotidiano da empresa. É desta maneira que a entidade de risco procura dirimir os problemas de assimetria de informações e, ainda, promover melhorias de governança em empresas costumeiramente incipientes.

O Setor Financeiro Estatal Federal é composto pelos Grupos Banco do Brasil (BB), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF), pelo Banco da Amazônia S.A. (BASA), Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), que juntos concentram a quase totalidade das operações das chamadas (Vidotto, 2005) instituições financeiras públicas federais (IFPF). Ao final de 2014 detinham, 45,6% dos Ativos Totais, 34,7% do Patrimônio Líquido e 35,6% do Lucro Líquido de todo o Consolidado Bancário Nacional (CBN), além disso contava com 51,3% das operações de crédito (R\$1,6 trilhão), sendo 20,4% do BB, 18,8% da CEF e 11,2% do BNDES.

Vidotto (2005) destaca a dificuldade em sistematizar a atuação dos bancos públicos, devido ao grande emaranhado de recortes institucionais decorrentes da heterogeneidade de perfis operacionais ligados ao fato de cada banco se associar a subsistemas de crédito distintos.

---

<sup>4</sup> Grupo de investidores com a finalidade de injetarem dinheiro em empresas inovadoras com alto grau de risco financeiro e, portanto, com probabilidade de lucros altos.

Do Grupo BB, fazem parte as instituições: Banco do Brasil S.A. (BB), Banco do Brasil AG Viena (BB AG), BB Administradora de Consórcios S.A. (BB CONSÓRCIOS), BB Administração de Ativos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (BB DTVM), BB Banco de Investimentos S.A. (BB INVESTIMENTOS), BB Leasing Company Limited (BB LEASING), BB Leasing S.A. – Arrendamento Mercantil (BB LAM), Brazilian American Merchant Bank (BAMB) e Besc Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (BESCVL). Também integram o Grupo as seguintes empresas, que por sua especificidade foram relacionadas no Setor Produtivo Estatal Federal: Ativos S.A. - Securitizadora de Créditos Financeiros (ATIVOS S.A.), BB Administradora de Cartões de Crédito S.A. (BB CARTÕES), BB Cor Participações S.A. (BB COR), BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A. (BB CORRETORA), BB Elo Cartões Participações S.A. (BB ELO), BB Seguridade Participações S.A. (BB SEGURIDADE), BB Seguros Participações S.A. (BB SEGUROS), BBTUR Viagens e Turismo Ltda. (BB TURISMO) e Cobra Tecnologia S.A. (COBRA). O Grupo BNDES é integrado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), BNDES PLC (BNDES PLC) e Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME). Por sua vez, o Grupo CAIXA é formado pela Caixa Econômica Federal (CAIXA), Caixa Participações S.A. (CAIXAPAR) e a CAIXA Seguridade.

Como nosso intuito foi o de identificar contenciosos referentes aos bancos públicos, os esforços iniciais tiveram foco na relação da implementação das normas de prudência bancária com os bancos de desenvolvimento. Com a crise econômica de 2007/2008 as normas de Basileia II, responsáveis pelo aperfeiçoamento do cálculo de Risco financeiro nas instituições bancárias, entraram em cheque e passaram a ser questionadas, no caso brasileiro quanto à aderência e adequação às Instituições Financeiras Públicas Federais, devido à natureza idiossincrática de suas fontes de recursos e objetivos. Nesse ponto Sobreira e Martins (2011) ofereceram um *inside* interessante ao, dentre outros questionamentos, apontar característica do relatório de gerenciamento de risco em que, à primeira vista, a parcela de risco de mercado, ligado ao investimento em ações e seus derivativos e com isso exposto<sup>5</sup> às variações das negociações dos mesmos junto ao mercado de ações estaria sendo

---

<sup>5</sup> Aqui a palavra exposição é importante devido à sua utilização no espaço financeiro em contraponto à palavra posição. Grosso modo, posição se refere ao valor do ativo no mercado, ou seja, o preço esperado na

transportada para a parcela de risco de crédito, ligada, grosso modo, aos empréstimos realizados pelo banco e à possibilidade de inadimplência, fator esse último traduzido pelas avaliações das empresas de rating. Além disso os autores levam em conta as diferenças do impacto dessas normas entre os bancos de desenvolvimento regionais e o BNDES, principalmente pelo tamanho das operações e origem dos recursos, afirmando que a implantação das normas de Basileia II tiveram impacto muito mais significativo no BNB (fonte de recursos menores e investimentos em empresas com baixa classificação de rating) em comparação ao BNDES (fonte de recursos maior e investimento em empresas com alta classificação de rating).

Desse ponto seguimos para algumas delimitações da análise do objeto, a saber a origem dos recursos (Capítulo 5.1) e suas formas de investimento (Capítulo 5.2), assim como as estruturas envolvidas. Das formas de investimento, considerando a questão da avaliação de risco levantada ao analisarmos os relatórios financeiros, começamos a identificar os investimento em ações e fundos mútuos executados pelas áreas de investimento em capital de risco e empreendedor do banco, o que levou à holding controlada pelo BNDES responsável por esse tipo de investimento, a BNDESPar. Das observações em relação às fontes de recursos foram identificadas relações entre o banco e o Estado, assim como entre outros bancos públicos, em um caso, a CEF, por meio de um conjunto de operações para cumprir com a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) foram feitas antecipações entre o BNDES e o Governo Federal e troca de ativos entre a BNDESPar e holding análoga da CEF, a CAIXAPar (Capítulo 5.1). Essa operação foi questionada pela mídia de negócios, o que disparou cobrança de informação por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e subsequente resposta por parte da BNDESPar junto aos órgão fiscalizadores e Mídia.

Aqui vale algumas considerações, dado que a linguagem adotada pelas finanças é algo que se afasta do trivial e do senso comum e as relações institucionais nem sempre são de fácil tradução fora do espaço financeiro. A primeira está na própria denominação das áreas responsáveis pelo investimento em capital de risco ou empreendedor, onde ao alternar os termos risco e empreendedor observa-se um esforço na mudança do

---

negociação, enquanto que exposição se refere ao valor em que está exposto à variação do mercado. Dessa forma um produto negociado pode ter exposição em um ou mais fatores de risco (ex. Dólar, Euro, preço de uma determinada ação, etc.) no valor diferente do preço negociado.

significado do tipo de investimento de algo negativo, representando especulação, para positivo onde o empreendimento busca inovação (Mundo Neto, 2014), sendo essa ressignificação melhor entendida via análise do surgimento da Governança Corporativa no Brasil (Grun, 2005), onde atores políticos e econômicos disputaram o significado do que veio a ser as boas práticas de investimento no mercado de ações.

Outra, o questionamento em relação à troca do risco de mercado pelo risco de crédito, apresentados nos relatórios de gestão de risco onde as exigências das normas de Basileia em contraponto aos objetivos dos bancos públicos se traduz na transformação de risco em si, onde numa primeira análise podemos considerar a narrativa das finanças, o poder de gerar e transmitir informações das ferramentas financeiras e o caráter performático das finanças.

Essas questões estão diretamente ligadas ao impacto causado por inovações financeiras, no contexto de securitização e derivativos, que transformaram a função dos bancos desde os anos 90, passando de intermediários entre os poupadores e os investidores, para o de agentes na transformação de risco na economia. (Merton & Bodie 1995; Allen & Santomero 1998, 2001; Ertük & Solari 2007), onde com a crise de 2007/2008, passaram a ser contestados, principalmente em relação às estruturas ligadas a essas inovações que não estavam sujeitas às mesmas normas e fiscalizações que os bancos tradicionais, os chamados Shadow Banking. A reação teria sido o surgimento de uma cartografia desses investimentos por parte de órgãos reguladores no âmbito mundial (FED, FMI e BIS), com consequente disseminação de uma narrativa baseada no medo, influenciando as tomadas de decisão dos dirigentes dos bancos centrais (Erturk, 2016).

No caso brasileiro, esse discurso, pelo menos para o BNDES, CEF e BB, estaria direcionado para a execução das políticas de desenvolvimento e demais medidas ligadas à economia de forma a utilizar as estruturas financeiras como meio para o fluxo do dinheiro até o seu objetivo final (do setor financeiro ao setor produtivo) e não como uma forma de retroalimentação dessas estruturas, o que nos leva, mais uma vez, ao estudo das subsidiárias responsáveis pela operacionalização das ferramentas e estruturas similares.

O presente estudo busca contribuir também na agenda de pesquisa da sociologia econômica e das finanças, principalmente nos trabalhos realizados pelo Núcleo de

Estudos em Sociologia Econômica e das Finanças (NESEFI), onde abordagem de seus pesquisadores englobam os bancos centrais, a indústria de capital de risco, rating e risco Brasil, jornalismo econômico, o índice de sustentabilidade na bolsa de valores, formação dos consultores no Brasil, dirigentes dos fundos de pensão e implantação das normas de governança corporativa no Brasil. Dessa forma nosso trabalho busca somar à inserção dos bancos públicos de buscando o significado de suas holdings no contexto de financeirização e traçar um caminho para um entendimento cultural e da narrativa de seus atores, assim como o posicionamento em relação ao Estado. Buscamos com isso, também, produzir um material que favoreça a comunicação e integração com grupos de pesquisa internacionais como o CRESC (Centre for Research on Socio-Cultural Change), principalmente em relação aos estudos da sociologia da cultura aplicada às finanças, como o abordado em Engelen et al (2011), em que atores do espaço financeiro utilizam-se de estruturas legitimadas no mesmo, de forma a criarem novos produtos, rearranjando tanto a demanda quanto a oferta de acordo com suas necessidades, sem necessariamente dominarem as ferramentas envolvidas no processo (bricolage).

Por fim o presente estudo continua o trabalho de mestrado realizado em Cavenaghi (2014) onde foi constatado que por meio de investimentos, interações junto a agentes normativos, associações e órgãos de classe, o BNDES, utilizando-se de sua subsidiária BNDESPar, não apenas se utiliza das ferramentas ligadas à indústria de capital de risco, como também inova (bricolage) com essas mesma ferramentas, sendo que os atores (dirigentes de órgãos reguladores, dos bancos e de órgãos de classe) agem de acordo com o campo organizacional em que estão inseridos, obedecendo às dinâmicas de suas organizações (veículos para incorporar valores) e utilizando-se de instrumentos legitimados de forma a garantir o desempenho e obter resultados condizentes. Dado o exposto acima, o que propomos é a extensão dos estudos aqui relacionados aos novos formatos institucionais dos bancos públicos do Brasil e suas lógica de investimento junto a indústria de capital de risco.

## 2 METODOLOGIA

### 2.1 Problema de Pesquisa e Objetivos

Nosso problema de pesquisa está relacionado à construção de um quadro analítico da intermediação financeira dos bancos públicos do Brasil por meio da análise do gerenciamento e operacionalização de seus investimento e formas de atuação assim como seus entrelaçamentos com os demais agentes do campo organizacional. Para isso, foi feito o levantamento dos agentes envolvidos com os bancos e respectivos atores. Foi feito, também, o levantamento da implantação das normas de Basileia<sup>6</sup> nos bancos (como cenário para avaliação) e identificação dos atores envolvidos na aplicação e operacionalização dessas mesmas normas e seus braços relacionados à indústria de capital de risco

Para a construção de nossa análise, foram considerados recortes relacionados a críticas nas relação dos bancos com o Estado, como as apresentadas por Mazzucato e Penna (2014) ao sugerirem um Estado empreendedor em contraponto ao proposto pelas Teoria ortodoxa de funcionamento do mercado, assim como o enquadramento dessa atuação em um contexto de financeirização e seus indicadores, como o de pagamento de dividendos e suas narrativas, observadas por Erturk (2016a) em bancos privados europeus ao operacionalizarem os bônus dos dirigentes via cobrança de taxas ao adotarem uma narrativa nos relatórios financeiros e comunicados à imprensa de forma a valorizarem esses indicadores, com isso buscamos observar o impacto dessas mesmas narrativas na prestação de contas dos Bancos Públicos.

Ao começarmos análise com o BNDES, em específico, chegamos à sua holding BNDESPar, o que nos levou a questionamentos em relação à estrutura em si, apontando para outras holdings com o mesmo formato e a atuação dessas junto aos seus respectivos detentores do setor público.

---

<sup>6</sup> A uniformização da legislação sobre prudência bancária é uma necessidade imposta pelo avanço da inovação e da globalização financeira. As recomendações de Basileia incorporadas à regulamentação bancária no Brasil se aplicam a todas as instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central, incluídos os bancos de desenvolvimento, poupança e investimento. No entanto têm ocorrido críticas quanto à aplicação dessas regras por parte de alguns agentes, dado a diversidade do funding e o objetivo de investimento de acordo com o banco, sendo que essas regras poderiam impedir o cumprimento de suas políticas. Por outro lado, a utilização de estruturas como a de private equity trariam diferentes exposições ao risco financeiro, podendo levar a perdas.

## 2.2 Coleta e Análise dos Dados

Inicialmente recorreremos a quatro fontes de consulta, onde a busca foi conduzida paralelamente na mídia de negócios, produções acadêmicas, textos para discussão (working papers) e produção acadêmica dos funcionários dos bancos e órgão reguladores relacionados e relatórios financeiros fornecido pelos bancos e suas subsidiárias e empresas investidas.

Dessa forma foram utilizados prioritariamente dados secundários, relacionados à composição dos investimentos, coletados nos relatórios financeiros e de gestão de risco dos bancos, na base de dados da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), BM&FBovespa e Banco Central do Brasil e na imprensa de negócios (principalmente o jornal Valor Econômico), recorreremos também aos relatórios de referência, trimestrais, lançamento de debêntures dos bancos e suas holdings e empresas investidas; além do relatório de perfil das empresas estatais elaborado e disponibilizado pela secretaria executiva do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG) e o relatórios de inflação do Banco Central do Brasil (BCB). Com isso buscamos levantar os processos relacionados às estruturas de investimento adotadas pelas Instituições Financeiras Públicas Federais ligadas à indústria de capital de risco, assim como os resultados obtidos e narrativas adotadas.

Assim como apontado por Vidotto (2005), encontramos dificuldades em sistematizar a atuação dos bancos públicos devido ao grande emaranhado de recortes institucionais decorrentes da heterogeneidade de perfis operacionais ligados, também, ao fato de cada banco se associar a subsistemas de crédito distintos. Assim, após selecionados os grupos BNDES, BB e CEF, enquadramos as principais características relevantes para o debate e as principais justificativa entre os interlocutores políticos e econômicos. A destacar a origem do funding e objetivos diversos junto ao mercado, assim como a subordinação junto aos agentes normativos do Estado brasileiro.

Nessa etapa (Capítulo 5.1) identificamos a origem do funding e seu fluxo até suas subsidiárias, assim como a política de destinação dos lucros, identificando que os repasses e liquidações antecipadas entre o banco e a subsidiária são utilizados como instrumentos de viabilização de políticas de Governo, podendo impactar nos resultados da mesma, como foi o caso do contexto da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE),

demonstrando uma atuação, à primeira vista, contrastante com a lógica de mercado e reafirmando a sujeição às condições a ele impostas pelo ambiente político e econômico. A dificuldade de identificar de forma comparativa as fontes de funding reforçou a dificuldade de sistematizar a atuação dos bancos públicos, assim como a diferenciação do Status de propriedade do banco (companhia aberta ou fechada ao mercado de ações), determinando qual indicador de financeirização predomina na narrativa presente nos relatórios financeiros e junto a mídia de negócios.

Em seguida (Capítulo 5.2) levantamos a estrutura de investimentos dos grupos, identificando sua forma de atuação junto ao mercado de capitais e indústria de capital de risco, onde observamos a proporção de investimento no mercado acionário listado em bolsa e a forma pela qual as subsidiárias obtêm poder de decisão junto às empresas via participação nos conselhos administrativos e fiscais, tendo destaque para a legitimidade dos instrumentos de execução de suas políticas. Um indicador foi o patrimônio líquido (PL) e a participação das subsidiárias, também encontrado no formulário de empresas estatais, assim como dos objetivos das subsidiárias, com destaque para BNDESPar, sendo seus objetivos e vínculos muito relacionados com o banco e sua outra subsidiária (FINAME) e o Banco do Brasil por meio de uma gama de subsidiárias espelhando seus setores de atuação. Destaque também para a CAIXAPar devido à generalidade de sua criação e papel chave na Conta de Desenvolvimento Energético (CDE). Nesse ponto fundamental foram os conceitos relacionados à inovação financeira e bricolage, como apresentado por Engelen et al. (2011).

Ainda com foco nas ferramentas de investimento, observamos a interação do banco com outros órgãos e esferas do Governo Federal, entidades de classe e instituições privadas, notadamente Banco Central do Brasil (BCB), CVM, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), CETIP S.A. e BM&FBOVESPA, identificando suas ligações políticas e econômicas, constituindo sua parcela isomórfica, no sentido como o apresentado por Dimaggio e Powell (2005), de forma normativa e coercitiva. Nesse contexto há também o discurso do treinamento técnico, que contribui para a disseminação e legitimação das práticas ligadas à estrutura de investimento adotada, como apresentado por Mackenzie (2006) em um de seus estudos sobre performatividade dos mercados.

De forma complementar, (capítulo 5.4) fizemos uma análise sobre os atores envolvidos na gestão de risco do BNDES e sua trajetória educacional. No caso observamos a predominância em universidades heterodoxas na graduação e a busca por especializações ligadas às finanças de forma a se legitimarem e replicarem os conhecimentos ligados às finanças e relacionados à gestão de risco. Em seguida levantamos algumas questões ligadas à implantação das normas de Basileia relacionadas ao BNDES, onde, por meio, da análise dos relatórios de gestão de risco avaliamos o impacto dessa normas e narrativas envolvidas enquadrando-as nos efeitos da financeirização frente as normas de prudência bancária, levando em consideração a narrativa, onde no Brasil se adota um posicionamento positivo em relação à regulamentação de forma a implementar suas orientações com considerável antecedência ao cronograma proposto pelo BIS, o que, seguindo o trabalho de Cornel et al (2016), demonstra uma atitude reformista no caso brasileiro.

Ainda no cenário apresentado pela BNDESPar foi feito o mapeamento do diretores da gestão de risco. Os dados foram retirados de relatórios financeiros e complementados com mini currículos disponibilizados nos sites relacionados a eventos e palestras, assim como de universidades. Foram levadas em conta as dimensões desconsideradas pela ortodoxia econômica (a origem social, a formação acadêmica, a trajetória profissional, a experiência internacional e a trajetória política dos executivos), ligadas aos capitais dos atores. Outro dado complementar à análise foi um questionário encaminhado para a Área de Mercado de Capitais do BNDES ligada à operacionalização dos investimentos, buscando identificar o entendimento de seus atores em relação a questionamentos feitos no relatório de gestão de risco.

Dessa abordagem fomos construindo a estrutura inicial para análise buscando a identificação dos entrelaçamentos institucionais.

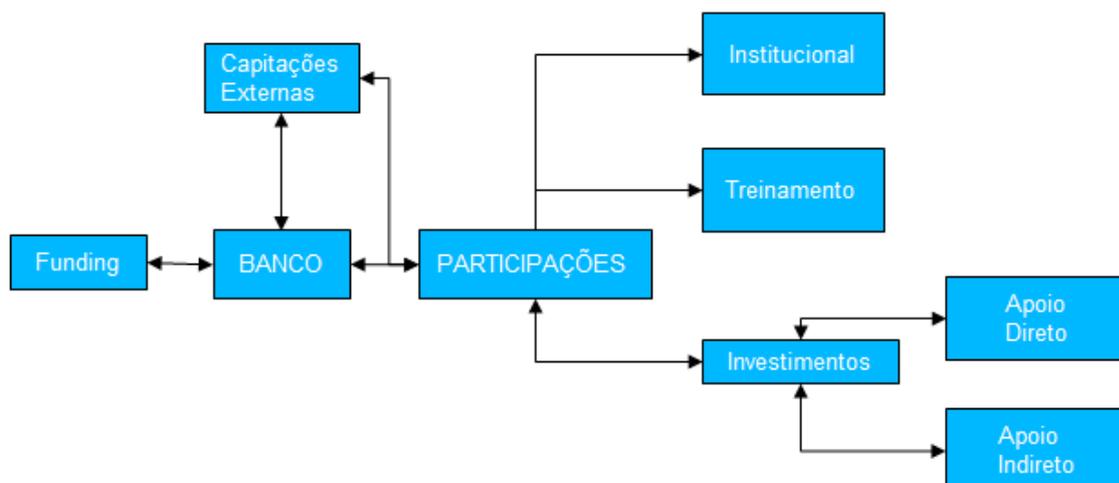


Figura 2.1 - Proposta de framework analítico para Bancos Públicos.

Da figura 2.1, inicialmente construída com base nos relatórios financeiros, partimos para a análise dos dados com base na Sociologia Econômica, onde umas das inspirações residem no argumento desenvolvido por Douglas (1998), de que as instituições não pensam por si só, no caso aqui analisado consideramos necessário uma retrospectiva da implantação da Governança Corporativa e da indústria de capital de risco no Brasil, assim como a identificação de seus atores de forma a buscar compreender as ferramentas utilizadas e como as diretorias, setores operacionais, stakeholders e shareholders<sup>7</sup> as percebem e as influenciam. Os mercados foram considerados não como mecanismos abstratos de equilíbrio, mas como construções sociais, evitando assim cair no duplo equívoco em que, por um lado a cooperação humana numa sociedade descentralizada pode ser perfeita, desde que não haja falhas de mercado e por outro há uma diabolização do mercado, como expressão do egoísmo generalizado, de uma forma social que distorce a cooperação humana por definição (ABRAMOVAY, 2004).

Para discussão foi importante considerarmos o espaço das finanças situado em um campo econômico, como colocado por Bourdieu (2005 [1997]), no qual o mercado é visto como uma construção social, uma estrutura de relações específicas, para a qual os diferentes agentes engajados no campo contribuem em diversos graus, por meio das modificações que eles conseguem lhe impor, usando poderes detidos pelo Estado, que são capazes de controlar

<sup>7</sup> Acionistas

e orientar. Para os embates travados entre os bancos e demais agentes, é importante levarmos em consideração que esses embates moldam as formas como as pessoas pensam (Boltanski e Chiapello, 2009) e ao adotarem o discurso ligado ao mercado financeiro, os atores precisam se posicionar de acordo com as pautas adotadas no meio em que estão.

Além disso, devemos considerar o papel das relações pessoais concretas e as estruturas das relações na origem da confiança e no desencorajamento da má-fé, sendo que nem sempre as escolhas serão tomadas de forma a obter a maior eficiência ou evitar a má-fé, e que cada situação será determinada pelos detalhes da estrutura social. (GRANOVETTER, 2003). Bourdieu (2005 [1997]) expõe ainda que:

“...as disposições econômicas exigidas pelo campo econômico não têm nada de natural e de universal, mas são produto de toda uma história coletiva. Querer conhecer e reconhecer apenas a lógica do cinismo racional, é se privar de compreender as condutas econômicas mais fundamentais, a começar pelo próprio trabalho”. (BOURDIEU, 2005 [1997], p. 19)

Outro conceito importante para o estudo foi o da financeirização (Dias e Zilbovicius, 2006), tida como um processo no qual a esfera financeira se sobrepõe à dos meios de produção, levando à adoção de boas práticas ligadas a indicadores puramente financeiros (liquidez, volatilidade e flexibilidade).

Por fim, tendo em mente, como colocado por Abramovay, Favareto e Magalhães (2007), que existe diferenças entre a maneira como sociólogos e economistas estudam as instituições de mercado, tendo o pensamento econômico foco em uma busca pelo equilíbrio entre oferta e demanda, alcançada por um indivíduo atômico e racional, ou seja, movido por interesses próprios, e com suas ações tendo efeito direto na economia de forma independente dos demais na busca pelo equilíbrio de mercado. Por outro lado o pensamento da sociologia econômica leva em consideração o papel das relações sociais na formação dos mercados, com indivíduos ligados uns aos outros por laços para além dos contratos implícitos, sendo permeados por fatores históricos, emocionais, racionais, legais, morais, institucionais, culturais, de trabalho, amizade, etc. Dessa forma não há um único mercado, mas múltiplos compostos pelos fenômenos acima descritos (históricos, sociais, legais, etc....)

É nesse sentido que, de acordo com Steiner (2006, p. 3):

A sociologia econômica, que assume uma postura crítica em relação à teoria econômica fundada no comportamento de um agente econômico não socializado, onisciente e movido unicamente pela busca do ganho máximo (o famoso homo oeconomicus), [...] a sociologia econômica comporta uma dimensão cultural e cognitiva. Os fatos econômicos não podem ser compreendidos independentemente de um conjunto de maneiras de classificar os fatos sociais, que resultam de percepções específicas, sendo que uma das mais enraizadas nos dias de hoje é a tendência de isolar o fato econômico dos demais fatos sociais. A sociologia econômica assume também o fato de que a economia não é apenas uma prática, pois ela é uma representação cultural largamente difundida sob a forma de práticas de gestão e é objeto de uma elaboração científica que se desenrola sob a forma de teoria econômica.

Portanto, é com inspiração na sociologia econômica e teoria das organizações, que os dados dessa pesquisa foram tratados.

## 3 DO INDIVÍDUO À CRIAÇÃO DA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE RISCO

### 3.1 Racionalidade, construção social dos mercados e concepções de controle

Os estudos em Sociologia Econômica e das Finanças fornecem um enquadramento que pode ser utilizado para contrapor a versão lógica financeira ligada à ortodoxia econômica que considera a economia como uma esfera independente da esfera social, de um indivíduo atomizado e de um único mercado autônomo onde os preços, balizados pelas leis de oferta e de procura fundadas no utilitarismo, conteriam toda a informação para o seu entendimento. Nesse ponto, as perspectivas da sociologia veem para incluir um panorama que leva em consideração elementos históricos, culturais, políticos e da própria estrutura social.

Nesse contexto, Hirsch (2003) contrapõe uma abordagem mãos sujas da sociologia com os modelos limpos da ortodoxia econômica, nos fornecendo um panorama comparativo em que temos de um lado uma economia com abordagem axiomática, preditiva, pressupostos de um indivíduo racional, maximizador e auto interessado (*homo economicus*), com preferências fixas em contraponto a uma sociologia realista e explanatória em que as decisões são tomadas pelo coletivo levando em consideração fatores culturais, políticos e históricos.

Granovetter (2003) explora as interligações entre as redes sociais e indica como o comportamento econômico está enraizado (*embedded*) nas relações sociais. Seus trabalhos foram inspirados em Polanyi (2000), que demonstrou que, considerando as diversas sociedades, desde os primórdios da humanidade, a ação econômica só poderia ser entendida como disposições de integração, ou seja, que englobam a redistribuição, reciprocidade, troca e/ou domesticidade. Dessa forma Polanyi não acredita no mercado e nem no Estado, e sim na criatividade humana, ou seja, no poder da sociedade na criação de instituições. Logo, a sociedade teria criado uma economia, caracterizada como um apêndice dessa mesma sociedade estando enraizada nela e impregnada de questões morais.

Bourdieu (2005 [1997]), em contraposição à ortodoxia econômica, propõe uma teoria econômica como ciência histórica em que os mercados são construções sociais, uma

estrutura de relações específicas em que diferentes atores engajados em determinados espaços contribuem, em diversos graus, através das modificações que eles conseguem lhe impor. Os atores que conseguem impor modificações seriam aqueles que tivessem determinado poder, suficiente para operacionalizar esses movimentos de mudanças. Assim, as ações de atores que são possuidores de poder seriam capazes de controlar um determinado espaço social. Logo, o mercado seria o produto de uma construção social, é um tipo de artefato histórico, do qual somente a história pode dar conta.

Um conceito importante para o nosso estudo é o da financeirização como descrito em Dias e Zilbovicius (2006):

“...um processo no qual a valorização do capital via sistema financeiro é apreciada em detrimento da valorização do capital via produção, a tal ponto que as consideradas “boas práticas” de organização e gestão da produção passam a refletir as “boas práticas” valorizadas do mundo financeiro – liquidez, volatilidade, flexibilidade –, e que os próprios sistemas de produção tendem a ser julgados com critérios comumente utilizados em ambiente puramente financeiros, a esfera produtiva subordinando-se, assim, à esfera financeira.” (Dias e Zilbovicius, 2006:1)

Fligstein (2003) indica que o termo mercados:

Diz respeito a situações nas quais determinados bens ou serviços são vendidos a clientes por um preço, pago em dinheiro (um meio generalizado de transação). O primeiro problema, ao desenvolver um estudo dos mercados, reside em declarar teoricamente as instituições sociais necessárias como pré-condições à existência desses mercados.” (FLIGSTEIN, 2003:198)

Em relação ao mercado financeiro, podemos assumir a abordagem de Abramovay (2004), que nos diz que:

Os mercados não são mecanismos abstratos de equilíbrio, mas sim construções sociais, sendo que essa abordagem evita o duplo equívoco em que, por um lado a cooperação humana numa sociedade descentralizada pode ser perfeita, desde que não haja falhas de mercado e por outro há uma diabolização do mercado como expressão do egoísmo generalizado, de uma forma social que distorce a cooperação humana por definição. (ABRAMOVAY, 2004:47)

Fligstein e McAdam (2012) identificam os atores socialmente hábeis como aqueles dotados de empatia, com capacidade de prover pessoas com razões para colaborar. Estes entendem como as diversas pessoas em seu grupo veem suas múltiplas concepções de

interesse e identidade e como estas em grupos externos os fazem, utilizando essas habilidades para interpretar uma dada situação e traçar cursos de ação que apelam para interesses e identidade existente, sendo estes possuidores das habilidades sociais que incorporam: Determinação da pauta da reunião (*Agenda setting*); entender as ambiguidades e incertezas do campo para saber o que é possível ou não (bricolagem); convencer outros de que o que eles querem é o que precisam; negociar/intermediar mais do que impor (*brokering more than blustering*); "difícil de ser lido" e desprovido de interesses para si (*robust action*); ligar pessoas ou grupos com preferências diferentes e ajudar a reordenar essas preferências; possuir um número de linhas de ações simultâneas; fazer com que outros acreditem que algumas linhas de ação são suas ideias; fazer alianças ou isolar *outliers* particularmente difíceis.

Em resumo essas habilidades serviriam para induzir cooperação através da atração para ajudar a criar significados compartilhados e identidades coletivas. Para eles o contínuo uso de habilidades sociais pelos atores é parte do que mantém e cria os campos e uma das questões a serem respondidas é como os grupos são mantidos juntos e como ações em campos de ação estratégica são estruturados.

Para a determinação dessas habilidades os autores buscam “micro fundações” na arqueologia e na sociologia para a determinação de uma função existencial do social em contraponto ao materialismo. A evolução para esse existencialismo presenteou o homem com arte, pensamento simbólico e razão expandida, mas também com novos medos e incertezas ligados à busca por significação da vida. Nesse contexto a linguagem teria nos dado as ferramentas para fazermos de nós mesmos objetos de nossa própria reflexão.

Para os autores, “a eficácia de qualquer projeto existencial está na habilidade de inibir a própria consciência através da incorporação do indivíduo em um sistema de significados socialmente construídos que substituem a tranquilidade subjetiva da visão de si (*inner view*) pela alienação dos efeitos da perspectiva de fora (*outer perspective*)”, sendo assim, mesmo quando o ator estratégico está trabalhando para alcançar seus interesses, ele está simultaneamente exercendo a capacidade humana para criar significados e a construção de identidades coletivas, sendo que pessoas fazem o que fazem para alcançar objetivos pessoais e construir mundos significativos para si e para os outros.

Fligstein (2003) nos traz a metáfora do “mercado enquanto política”, argumentando que os mercados são construções políticas e sociais, construídas por seus participantes na busca por encontrar soluções sociais para a competição entre empresas, sendo que os mercados passam por diferentes fases, sendo elas construção, transformação e estabilização e que as organizações funcionariam em função de estabilizar o mercado em que estão inseridas.

Fligstein (1990) aponta dois modelos de atuação do Estado: O Estado regulador, que cria agências para assegurar o cumprimento das normas gerais dos mercados; e interventor, que é proprietário de empresas e realizam investimentos diretos e regulamentam as entradas, as saídas e a competição das empresas nos mercados. Para Fligstein (2001) o Estado agiria, em determinados momentos, com o intuito de frear a veemência predatória do capitalismo que geralmente está desatenta as variáveis socioeconômicas e culturais; porém, em outros momentos, o Estado atuaria na intenção de promover o desenvolvimento econômico adotando ferramentas reconfiguradas do capitalismo. Ou seja, o Estado poderia reconfigurar ferramentas predatórias do mercado. Ele ainda ressalta que dentre as trocas realizadas com o exterior do campo, as com o Estado seriam as mais importantes.

Fligstein (1990) indica que, para os mercados serem 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.

As concepções de controle referem-se aos entendimentos que estruturam as percepções de como funciona o mercado e que permitem aos atores uma interpretação do seu mundo e o controle sobre as situações, sendo a concepção dominante dotada dos modelos institucionalizados e legitimados no espaço em um determinado período. Ele faz uma análise da evolução das organizações americanas através do estudo de empresas, dividindo a história empresarial americana em quatro fases identificadas por suas concepções de controle, sendo que as mudanças dessas concepções viriam através de respostas das empresas às restrições impostas, principalmente pelo Estado, para a concorrência considerada por ele desleal, principalmente aquela que leva ao monopólio. Nessas transformações as concepções podem ser caracterizadas, também, por meios dos atores tomadores de decisões, sendo estes

portadores de capitais sociais e culturais adequados a cada período. Vale lembrar que entre uma concepção de controle e outra, algumas características da anterior são mantidas.

No caso da história americana temos uma primeira fase, em que não há uma concepção bem definida (1890 a 1910), sendo predominante a presença dos “barões de negócios”, geralmente um imigrante dono do negócio. A competição era direta, caracterizada pela eliminação da concorrência através da incorporação da concorrência. A mão de obra é composta por trabalhadores às vezes escravos ou em regime de servidão.

De 1910 a 1940 temos a concepção de controle da manufatura, estando inserida na revolução dos gerentes em que as decisões de alta gerencia são tomadas por engenheiros de produção, caracterizada pelas noções de economia ligadas a custo marginal. A empresa que consegue manter o menor preço é a que ganha a maior fatia de mercado e sobrevive.

De 1940 a 1970, temos a concepção de vendas (*marketing*), onde as decisões são tomadas por administradores. A empresa assume uma estrutura multidivisional. É dada ênfase na diversificação de produto e no ponto de seu ciclo de vida em que é dada importância na diferenciação do produto como forma de busca de fatias de mercado (*Market share*). Nesse ponto o Estado ainda tem controle sobre competição.

A partir de 1990 temos a concepção de controle financeira em que as decisões são tomadas por agentes financeiros. Dessa forma é dado valor na taxa de retorno dos negócios. É dada grande importância para as holdings. O Estado permite a atuação das holdings devido à sua ausência na regulação dos instrumentos e estratégias financeiras utilizadas nessa concepção. Estratégias são tomadas para diminuir as restrições impostas por leis antitruste, em certo ponto o Estado acaba por retirar tais restrições.

Uma das análises do autor nos leva à conclusão de que as empresas tendem a se tornar grandes negócios e no contexto financeiro, ao enfatizarem a taxa de retorno em detrimento de outros fatores, poderiam deixar de lado inovações importantes para os demais membros das organizações. Ao final é apresentado como uma possível solução a existência de pequenas empresas responsáveis por tais inovações, dessa forma sua existência seria justificada a partir do momento que suas ideias são consolidadas e estas seriam incorporadas pelos grandes grupos (*holdings*) como forma de manter sua existência na concepção de

controle financeira. As estratégias resultantes dessa nova concepção de controle seriam de natureza financeira, mas procuram privilegiar os acionistas e não os gerentes que, na versão anterior, além de muito numerosos, recebiam salários elevados. Nesse ponto temos uma importante construção da concepção de controle “valor para o acionista” representada na ideia de Governança Corporativa (GC).

Até esse ponto foram fornecidos alguns elementos para montar nosso cenário, começamos por um escopo de como podemos definir os mercados, pois agora não é apenas um, mas vários e que suas variáveis não são apenas as ditadas pela economia ortodoxa, incluindo outros elementos além dos presentes no *homo economicus*, sendo seu ambiente influenciado não só por suas decisões, que não são plenamente racionais, mas também por construções que vão além de sua percepção, mas que influenciam suas decisões, levando-o a ações com benefícios de forma a construir e reafirmar sua realidade (função existencial do social). Incluímos o papel do Estado por meio da regulação, sendo esse representado no histórico da evolução das concepções de controle dos EUA, onde a interação entre Estado e empresas faz emergir atores socialmente hábeis, capazes de lidar com os recursos e estruturas de forma a redefinirem posição e reconfigurarem o campo em que estão inseridos e demais adjacentes. Esses elementos são importantes no presente trabalho para entendermos a atuação dos bancos públicos no ambiente atual financeirizado, onde tanto o Estado quanto demais agentes da economia brasileira veem atuando de forma a não só se utilizarem das estruturas disponibilizadas, mas como também criarem novas, por meio de reestruturações, ressignificações e inovações (ou bricolagem). A seguir continuaremos nossa ambientação de forma a concluir a montagem do cenário brasileiro, entendendo-o através da compreensão da intermediação das decisões e seu papel junto as finanças.

### **3.2 Revoluções, intermediações e o surgimento dos investidores institucionais**

Fligstein (2001) aponta a teoria organizacional como uma das mais vibrantes áreas da sociologia, podendo seus princípios serem aplicados nos mais diversos subcampos, tendo diversas vertentes. Para ele, as teorias organizacionais encapsulam a história das ideias humanas e proporcionam uma flexibilidade e adaptabilidade em tempos de complexidade e mudanças rápidas. Algumas aplicações para a teoria das organizações podem ser averiguadas em áreas relacionadas às finanças, marketing, tecnologia, recursos humanos e comunicações. As disciplinas que contribuem para a teoria das organizações são a economia, engenharias, sociologia, ciências políticas, estudos da cultura, linguística, entre muitas outras.

Para Fligstein e Brantley (1992) a questão de quem controla as grandes corporações modernas, do ponto de vista sociológico, possui duas direções: aqueles interessados em detectar uma classe capitalista e a natureza de sua coesão ou aqueles que utilizam a teoria organizacional para explicar a estrutura das relações entre as organizações de grande escala. No caso dos economistas, a preocupação gira em torno dos possíveis efeitos negativos da separação entre a propriedade e o controle na maximização dos lucros.

Pela ótica da Teoria das Organizações, historicamente, há uma convergência teórica em torno da eficiência das organizações, levando-se em conta a racionalidade. Em um primeiro momento temos, dos economistas neoclássicos, considerações em torno de uma racionalidade onisciente, com decisões baseadas em dados totalmente consistentes, completo conhecimento das alternativas e absoluta capacidade de prever as consequências. Em um determinado momento, os sociólogos March e Simon (1958) consideraram cenários de incerteza (gerentes não sabem de tudo e as informações não são perfeitas) e que gerentes não são cognitivamente capazes de tratar toda a informação, começando o modelo de racionalidade limitada, considerado o centro de como as organizações poderiam funcionar. Desse ponto, as soluções organizacionais devem resolver o problema do excesso de informações e a inabilidade dos atores. Essa abordagem é responsável pela criação de um modelo de atores mais realista, no qual operações padrões para tornar as ações simples, poderiam auxiliar nos problemas e em como motivar os empregados.

No século XX (fim da Segunda Guerra Mundial) temos a “Revolução dos Gerentes” (Chandler, 1990), em que o desenvolvimento das empresas, focado no ganho de

escala, e o aumento da complexidade das organizações, somados ao aumento da concorrência e as estratégias de diversificação, levaram ao surgimento e consolidação dos gerentes profissionais (remunerados), responsáveis pelas decisões sobre os aspectos de produção, distribuição e dimensionamento dos recursos necessários. Nesse processo, o controle da empresa passou dos proprietários para os gerentes profissionais, integrantes do conselho diretor da holding. A projeção do gerente foi tanta a ponto do capitalismo passar a ser chamado de gerencial.

Na década de oitenta, com o surgimento de questionamentos sobre o valor intrinsecamente positivo do corpo gerencial e seu papel como indispensável para o funcionamento da empresa, foram introduzidos conceitos como o downsizing<sup>8</sup>, atingindo, principalmente as gerências intermediárias, vistas como responsáveis pela morosidade no processo de comunicação das empresas, além de se apropriarem de parte considerável dos dividendos<sup>9</sup> dos acionistas. Nesse ambiente temos a “Teoria da Agência” (Fama, 1980), cuja base é a do modelo de principal-agente, que enfatiza que uma característica comum das transações econômicas é que os principais (donos e acionistas) contratam agentes (gerentes e diretores executivos) para realizar algum serviço. Nessa teoria, nem sempre os interesses dos dois coincidem, existindo a necessidade de se estabelecer formas de incentivos e monitoramento sobre o agente para assegurar que ele haja de acordo como seus interesses (*shareholder rights*). Para Fama, as empresas são feixes de contratos e o problema da teoria da agência é contornar a assimetria de informação entre as partes envolvidas. O principal instrumento prescrito pelos teóricos desta corrente para eliminar a assimetria de informação seriam as boas práticas de Governança Corporativa, caracterizando-se como um instrumento que garantiria aos acionistas o monitoramento dos executivos. Até esse ponto, os acionistas não tinham direitos perante as empresas e não participavam da gestão do negócio. Berle & Means (1984) indicam que o que justifica a ausência de poder dos acionistas seria 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.

---

<sup>8</sup> Técnicas da administração que objetivam, dentre outras, a eliminação da burocracia, impactando diretamente na redução da média gerência.

<sup>9</sup> Parcela do lucro apurado redistribuídos entre os acionistas. Dias e Zilbovicius (2009) tratam do que chamam esquizofrenia sofrida por funcionário que se veem em situações em que são obrigados a abrir mão de acréscimos salariais, de forma a se adequarem aos indicadores financeiros da empresa e atingirem metas ligadas ao recebimento de bônus e permanência na empresa.

Ainda no final do século XX, devido à expansão dos movimentos de fusões e aquisições, há o surgimento e fortalecimento dos investidores institucionais a partir de 1970, sendo estes compostos por instituições financeiras como fundos de pensão e de investimento e companhias de seguros. Nessa fase, torna-se possível os processos de *take over*<sup>10</sup>, ou seja, de assumir a direção de empresas nas quais esses investidores possuíam ações, trazendo novos contornos que redirecionaram os questionamentos acerca da função e da importância dos gerentes. Nos anos noventa, o acirramento da disputa entre acionistas e gerentes pelo controle das corporações e devido à participação acionária limitada levam à criação de *joint ventures*<sup>11</sup>, facilitando a criação de grandes *holdings* e fortalece a posição de investidores institucionais nas privatizações.

Outra mudança do período foi o fim da diferenciação quanto às possibilidades de investimento do dinheiro aplicado entre bancos comerciais e de poupança, o que fez com que investidores de longo prazo buscassem rentabilidades compatíveis com outras aplicações financeiras mais rentáveis, como as operações de curto prazo (Useem, 1993).

Além das forças descritas acima, nos interessa a questão do isomorfismo em que de acordo com DiMaggio e Powell (2005):

Campos organizacionais altamente estruturados fornecem um contexto em que 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. (DiMaggio e Powell, 2005:75)

O conceito de isomorfismo pode ser entendido como “um processo de restrição que força uma unidade em uma população a se assemelhar a outras unidades que enfrentam o mesmo conjunto de condições ambientais”. Ele possibilita uma melhor compreensão desse processo de homogeneização que ocorre porque as organizações “não competem somente por recursos e clientes, mas por poder político e legitimação institucional, por adequação social, assim como por adequação econômica”. Na transformação de um campo organizacional o

---

<sup>10</sup> Mudança no controle de uma empresa de forma amigável ou não, que pode ser feita por meio da aquisição de ações.

<sup>11</sup> Acordo entre duas ou mais empresas, de forma a compartilharem os riscos de investimento e *expertise* em um negócio ou projeto.

processo isomórfico, de cunho institucional pode ocorrer de três maneiras não excludentes (DiMaggio e Powell, 2005):

- **Coercitiva:** deriva de influências políticas e do problema da legitimidade. Há pressões formais e informais, exercidas por outras organizações ou por expectativas culturais da sociedade. Pode ser exercido por coerção, persuasão ou conluio. Pode vir de ordens governamentais.
- **Mimética:** resulta de respostas padronizadas à incerteza: quando as tecnologias organizacionais são insuficientemente compreendidas, as metas são ambíguas ou o ambiente cria uma incerteza simbólica. Toma-se outras organizações como modelo. Comportamentos difundidos involuntariamente, indiretamente ou explicitamente. Pode ocorrer quando há considerável busca de diversidade, mas há relativamente pouca variação a ser selecionada. As organizações tendem a tomar como modelo em seu campo outras organizações que percebem ser mais legítimas ou bem-sucedidas.
- **Normativa:** associada à profissionalização, que é a luta coletiva de membros de uma profissão para definir as condições e os métodos de seu trabalho, para controlar a “produção dos produtores” e para estabelecer uma base cognitiva e legitimação para a autonomia de sua profissão. Fontes de isomorfismo estão em especialistas universitários e no crescimento e constituição de redes profissionais que perpassam as organizações e por meio das quais novos modelos são rapidamente difundidos. A socialização atua como uma forma isomórfica. Ordenação do Status ocorre por canais formais e informais.

Nesse ponto tivemos contribuições principalmente da teoria das organizações, em que, buscamos entender como ocorre a formação e difusão das organizações. Nesse contexto tivemos embates entre proprietários, gerentes profissionais e acionistas, cada um se destacando em diferentes épocas de forma a representar a concepção de controle vigente, reafirmando suas posições. Incluímos por fim, a ideia de comportamentos isomórficos das empresas, em que na presença de incertezas e restrições, indivíduos tendem a

comportamentos homogêneos direcionados e acordo com os agentes. Esse conceito será importante mais adiante para o entendimento dos objetivos dos bancos e suas holdings e a relação com sua forma de atuação perante os instrumentos disponibilizados além de pavimentar as bases para o entendimento do conceito de financeirização, apresentado adiante. Agora passaremos a tratar os intermediários financeiros e seu papel através de seus investimentos.

### 3.3 Intermediários Financeiros

Inseridos no contexto de financeirização temos a utilização, por parte das empresas, de estratégias viabilizadas pelo mercado de capitais através da utilização de instrumentos financeiros, especialmente derivativos, que são contratos que têm o seu valor derivado de um ativo base (ação, commodities, moeda, entre outros) que não o próprio contrato. Esses contratos podem ser utilizados em estratégias visando proteção, especulação, ou ainda, alteração do fluxo de caixa de forma a adquirir benefícios tributários (uma vez que na maior parte dos países as despesas de juros podem ser deduzidas da base de tributação).

Os derivativos, em especial, possuem três características que os diferem da maioria dos produtos financeiros conhecidos: alta alavancagem financeira, grande velocidade nas transações e complexidade da estrutura financeira dos produtos. Essas características são responsáveis por grande parte da dificuldade em planejar, acompanhar e transmitir informações às partes interessadas, tanto *stakeholders* (elementos essenciais ao planejamento estratégico do negócio, originalmente entendidos pela sua ligação aos setores produtivos) quanto *shareholders* (acionistas, compondo a parcela ligada às finanças nos indicadores de desempenho). Na linguagem financeira, a alavancagem financeira pode ser entendida como qualquer técnica aplicada para multiplicar a rentabilidade através de endividamento, dessa forma pode tanto multiplicar os ganhos quanto as perdas.

Alguns autores sugerem que os próprios gestores, e não as empresas, podem ter incentivo em fazer *hedge* para maximizar seus ganhos pessoais. *Hedge* pode ser definido como um instrumento que visa proteger operações financeiras contra o risco de grandes variações de preço de determinado ativo. Dessa forma, podemos identificar uma distorção entre o que é divulgado (*hedge* igual a proteção) e o que efetivamente está se realizando (especulação). Um caso recente que ilustra esse fato é o das perdas sofridas pela Aracruz e Perdigão com operações no mercado financeiros relacionadas à utilização de derivativos, como analisado por Barreto (2011), onde quando da crise de 2007/2018, essas empresas sofreram perdas significativas com a variação do preço do dólar (variação cambial). Essa ocorrência fez com que elas tivessem que recorrer a fusões, onde a mídia tratou como aquisição, da Sadia em relação à Perdigão (com financiamento do BNDES) e do Banco do Brasil em relação a Aracruz.

Segundo Barreto (2011), ao levarem a julgamento junto à entidade fiscalizadora (CVM), não houve punição em relação aos responsáveis pelas operações realizadas no mercado de câmbio. No caso da Aracruz a diretoria reportou a não identificação da exposição à variação do valor do Dólar por parte do setor responsável e no caso da Sadia a diretoria financeira reportou informação constando dos relatórios, mas que não foi capaz de interpretá-los de forma a antecipar a possível perda.

Segundo Goldsmith (*apud* Salehi, 2008), intermediários financeiros envolvem bancos e outros investidores institucionais com o papel central de transformar poupança em investimento, assim facilitando liquidez, fluxo de informações, e suavização do consumo. Intermediários financeiros também servem como um mecanismo de comprometimento e proporcionam monitoramento delegado às organizações as quais proveem capital.

Para Salehi (2008) podemos apontar três razões principais pelas quais os intermediários financeiros existem: conflitos de interesses entre credores e devedores relacionados às diferenças entre suas necessidades; os custos de transação; e problemas decorrentes de assimetrias de informação. Nesse contexto, podemos dizer que os intermediários financeiros surgem para baixar os custos de pesquisas em potenciais investimentos, exercício do controle corporativo, gerenciamento de riscos e mobilização de poupança.

Se considerarmos a *resource dependence view*, bancos tem poder porque eles controlam os recursos. Esta perspectiva também antecipa que as firmas buscarão cooptar as fontes dos recursos para reduzir as dependências, embora isso possa, na verdade, reduzir a independência porque as duas organizações passam a compartilhar interesses. Um meio de obter controle na estrutura organizacional seria através da ocupação de cargos de diretoria executiva e de alta gerencia na estrutura organizacional, o que significaria ter acesso a recursos e continuar delineando as estratégias da organização, além disso as estratégias tomadas na organização seriam fruto de como os dirigentes entendem suas empresas e o campo organizacional no qual ela participa (Fligstein, 1990).

Para Allen (1974) a dispersão de ações permite aos bancos controlar corporações, sendo que o dinheiro tem ambos, poder de compra e significado social. Mintz & Schwarz (1985) apontam que é difícil para as firmas manterem-se independentes dos bancos.

Bancos interagem entre si tipicamente, sendo que empresas não podem interagir dessa mesma forma umas com as outras.

Fligstein e Brantley (1992) identificam como temas de debate relacionados aos intermediários financeiros: A perspectiva de desempenho a curto prazo relacionada às instituições financeiras, preocupações institucionais sobre o desempenho corporativo e se as pressões para a governança corporativa e performance são eficazes na melhoria do desempenho. Para eles, a maior dívida com os bancos pode levar a mais *interlocking*<sup>12</sup>, com os bancos querendo acompanhar o comportamento de gestão, em vez de as travas moldando a dívida, porém argumentam que o que é mais interessante que os *interlocks* com os bancos é o processo pelo qual as empresas constroem as escolhas estratégicas. O foco deve, portanto, ser sobre o que a empresa faz. Eles concluem que propriedade diferenciada e a presença de *interlocks* com bancos não são determinantes importantes para os resultados estratégicos e financeiros de grandes empresas. Mais plausível é que os atores que controlam as corporações usam o que surge nas suas organizações e campos organizacionais como pistas para guiar seu comportamento. Proprietários familiares, bancos, gerentes, e diretores de bancos comportam-se de acordo com o que é ditado pelo campo organizacional e onde a empresa está imersa (*embedded*), obedecendo a dinâmica interna de suas organizações.

Nesse ponto começamos a montar o cenário específico para o presente trabalho em que, entramos mais a fundo no mundo do dinheiro e seus significados e consequências para a gestão das empresas em seu ambiente organizacional, dando ênfase para o papel dos derivativos e sua complexidade assim como o dos grandes investidores, incluindo os bancos, no seu papel de transformar poupança em investimentos de longo prazo para as empresas. No caso dos bancos públicos, esses conceitos são importantes para entendermos o seu papel nessas transformações. Agora iremos montar o cenário financeiro brasileiro, começando pelas transformações na forma de gerir as organizações, difusão da governança corporativa e seu papel nos investimentos de longo prazo.

---

<sup>12</sup> Interlocking ocorre quando do compartilhamento da mesa de decisões entre diretores de empresas diferentes.

### **3.4 Do gerente ao acionista, caso brasileiro**

No Brasil, a influência da perspectiva econômica neoclássica pôde ser percebida de forma mais aguda na década de 1990, período marcado por um grande número de privatizações. Nos anos mais recentes presenciamos a reestruturação do mercado de capitais brasileiro. Após a alteração na Lei das Sociedades Anônimas, em 2001, foi criado o Novo Mercado da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), fundamentado nas ideias de Governança Corporativa (Mundo Neto, 2012).

A transferência para setores privados de grandes empresas estatais, nos anos 90, foi um importante fator de mudança nos arranjos organizacionais do período, tanto pelo processo de fusões e incorporações associadas à privatização, quanto pelo surgimento e fortalecimento de agentes como os fundos de pensão e bancos, bem como a crescente presença de investidores internacionais. Com a participação de grupos e investidores norte-americanos, houve a importação de experiências vivenciadas nos mercados financeiros dos EUA (Donadone, 2001; Donadone e Sznclzar, 2004). Dessa forma, a dinâmica organizacional brasileira recebeu influências diretas do modelo de capitalismo que vigorava nos EUA de modo que as ferramentas de mercado financeiro desenvolvidas no capitalismo norte-americano foram trazidas ao Brasil, bem como a governança corporativa e os fundos de participação privada. O processo de privatização também trouxe novos elementos para o entendimento das formas de controle acionária das empresas brasileiras e a instauração da concepção de controle financeira, por meio da crescente presença de fundos de pensão, de bancos, que inclui instituições financeiras, fundos de investimentos e bancos de investimentos e posse de ações por funcionários das empresas. Nesse período ocorreu a rearticulação do tripé clássico capital Estatal, capital estrangeiro e capital privado nacional, com a saída do primeiro e rearticulação dos outros dois. “Nesse sentido, o processo de privatização foi o ponto de partida de movimentos de reestruturação societária e produtiva em vários setores” (Donadone e Sznclzar, 2004).

A concepção de controle de empresa acionista, que estaria passando por um processo de institucionalização no Brasil (Grün, 1999), abriria veredas para a expansão das atividades da indústria de capital de risco, pois o modelo de empresa acionista encaminha as

corporações a atuarem no mercado financeiro através da abertura de capital em bolsa de valor e venda de participação acionária no mercado financeiro.

A proposta do Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil dita que as empresas adotem um conjunto de práticas ligadas à divisão do poder entre os diferentes *stakeholders*<sup>13</sup>, à monitoração das atividades e objetivos da administração pelo conselho de administração, às auditorias independentes e aos conselhos fiscais, para preservar a ética e a transparência nas atividades da empresa. Através dessas práticas as empresas passariam a desfrutar de um aumento da liquidez e valorização acionária, sendo a adoção dessas práticas responsável pelo desenvolvimento do mercado de capitais, possibilitando ao acionista maior segurança e a oportunidade de adquirir um “produto ação diferenciado” (ações com direito a voto – ordinárias<sup>14</sup>) (Peixe, 2003). Além disso, o desenvolvimento do mercado de capitais dependeria da adoção eficaz dessas práticas, já que na ausência de regras favoráveis, os investidores acabam direcionando seus recursos em outras aplicações. Nesse ponto é bom ressaltar que o conceito de Governança Corporativa pode ser confundido por alguns com o da “financeirização” das empresas, ilustrado anteriormente, que no limite desloca as preocupações da empresa com os chamados *stakeholders* para a concentração em torno dos *shareholders*, que pode levar à busca de retornos a curto prazo, incentivando a administração a utilizar estratégias baseadas em derivativos financeiros, podendo potencializar tanto os ganhos quanto as perdas além de desviar recursos tanto para operacionalização quanto para o entendimento e apresentação dessas estratégias.

Inserido neste conceito temos a afirmação de Grün (1999) em que:

A eficiência passou a ser sinônimo sincrônico do aumento do valor líquido das ações. Como o longo prazo é de previsão difícil, maximize-se o que podemos pensar efetivamente: o retorno máximo no curto prazo. Afinal, no longo prazo já teremos trocado de papéis, estaremos todos mortos ou, se otimistas, já teremos vendido essas ações e comprado outras. (GRÜN, 1999)

---

<sup>13</sup> Partes interessadas no andamento dos negócios da empresa como clientes, fornecedores e Governo.

<sup>14</sup> Ações ordinárias são as ações com direito a voto, em contrapartida as ações preferenciais que não dão direito a voto, mas dão preferência no recebimento de dividendos e bonificações.

O fenômeno de adoção da governança corporativa, no Brasil, adquiriu uma forma mais precisa com a tramitação da nova Lei das Sociedades Anônimas e o “novo mercado de capitais”, inaugurado na Bolsa de Valores de São Paulo. Grün (2003) indica que para adequar as transformações organizacionais que estavam ocorrendo nesse período, surgiram duas mudanças no Brasil: a primeira foram as alterações nas leis das Sociedades Anônimas (S.A.), e a segunda a criação do novo mercado BOVESPA, sendo que ambas contaram com participação e apoio do Estado. Essas mudanças eram de suma importância para o Brasil se adequar ao modelo de capitalismo norte-americano, pois ter uma bolsa de valores que despertava confiança era o princípio básico para receber as ferramentas desenvolvidas nos EUA. Até a década de 1990 a BOVESPA era conhecida como “cassino” ou “jogo de sorte”, pois ela transmitia insegurança aos investidores, dessa forma, essas duas mudanças foram cruciais para estruturar a BOVESPA e transformá-la em uma das maiores bolsas de valores do mundo.

Grun (1999) indica que ao nos depararmos com essas transformações, estaríamos vivenciando um processo em que o modelo de gestão empresarial, calçado na lógica industrial, na eficiência produtiva e na qualidade total dominante até o início dos anos de 1990, que tinha o gerente como figura máxima, estaria sendo substituído pelo modelo que dominava nos EUA, o da lógica financeira e da maximização do retorno dos investimentos no curto prazo.

Grun (2003) expõe que nos anos 2000 houve uma exaltação do modelo de Governança Corporativa, importado dos Estados Unidos, como um motor de aceleração do desenvolvimento e, em consequência, de atenuação do desemprego. Nesse período a lógica financeira começou a predominar na sociedade brasileira e no meio organizacional. Assim, os princípios dominantes no capitalismo internacional passaram a refletir sobre o Estado brasileiro. Dezalay e Garth (2000) acrescentam que nos países da América Latina, notadamente no Brasil, ocorreu um processo de dolarização do conhecimento norte americano, ao ponto que o modelo dominante no Capitalismo Internacional se expandiu para os espaços latino-americanos através de um processo de importação de princípios. Para Grün

(2010) a implantação de Governança Corporativa e *private equity*<sup>15</sup> são, também, inovações sociais, que, uma vez postas a funcionar, servirão de plataforma para alterações importantes nos *habitus*, aqui entendido como princípio gerador de comportamentos sistemáticos, responsável por disposições a jogar não segundo as regras, mas segundo regularidades implícitas de um jogo em que estamos imersos desde a mais tenra infância, dessa forma se inscrevendo nas estratégias dos atores envolvidos, incorporando os símbolos necessários para interagir no campo (Bourdieu, 2014), e nas formas de sociabilidade vigentes no espaço que estudamos. E mais do que isso, quando analisamos os paralelismos e divergências entre o engendramento da governança corporativa e outra grande inovação financeira que são os fundos de *private equity*, observamos a construção de uma cultura e de um quadro moral internos ao mundo das finanças que irão se espalhar bem além dos mercados financeiros propriamente ditos. Neles, a governança corporativa ganha um sinal positivo de novidade benfazeja, que deve ser celebrada e incentivada pela sociedade e pelo Estado, enquanto os fundos de *private equity* recebem o sinal negativo de desenvolvimento perverso do mundo financeiro, que deve ser controlado por causa de seus desdobramentos antissociais (Grün, 2010).

Em relação a novos princípios na utilização dessas novas ferramentas, Jardim (2007) nos apresenta que já nos tempos do governo Lula, as empresas nacionais passaram então a incorporar os princípios dominantes no Capitalismo Internacional – abrir capital em bolsa de valores e adotar a Governança Corporativa (GC) como ferramenta de gestão. Sendo isso, a autora aponta que no governo Lula houve uma possível moralização e/ou domesticação do Capitalismo, de modo que a ideia de proteção, segurança e insegurança social se atrelou ao mercado.

Em sua origem, os fundos de *private equity* são fundos que investem diretamente em empresas não listadas em bolsa, com o intuito de geri-las e fornecer capital para que possam investir no desenvolvimento de novos produtos ou reestruturação das operações de suas companhias, gerenciamento ou propriedade. Geralmente o desinvestimento ocorre quando da valorização da empresa. Uma vez aportados os recursos iniciais, dado o

---

<sup>15</sup> Grupo de investidores que têm por finalidade obterem participação em empresas de capital fechado com o objetivo de obterem altos lucros por meio da intervenção no funcionamento da mesma dentro da organização.

contexto de incerteza e de assimetria das informações, a variável crítica deste tipo de investimento é a capacidade do intermediário em monitorar o desempenho das firmas investidas. É por esta razão que a subscrição privada dos valores mobiliários assenta-se tipicamente na aquisição de um bloco de participação. Desta maneira, o intermediário de risco pode exercer uma atuação bastante ativa na gestão da sociedade, valendo-se, para tanto, de alguns expedientes, tais como o acompanhamento informal da evolução dos resultados, em reuniões periódicas de aconselhamento dos empreendedores; e a participação formal no conselho de administração da empresa, respaldada no direito múltiplo de voto. No desempenho deste monitoramento, o *venture capital*<sup>16</sup> costuma participar da definição das estratégias de negócio dos empreendedores, além de mediar as relações da firma com outros atores e parceiros de seu segmento econômico, com vistas, assim, a auxiliar na obtenção dos resultados positivos (SAHLMAN, 1990). Trata-se, pois, de um veículo de investimento marcado pela presença constante do provedor financeiro no cotidiano da empresa. É desta maneira que a entidade de risco procura dirimir os problemas de assimetria de informações e, ainda, promover melhorias de governança em empresas costumeiramente incipientes.

O capital de risco estaria relacionado à expressão *venture capital*, que em português, não teria uma tradução precisa. Segundo Mundo Neto (2014), os próprios representantes da indústria, ligados a Associação Brasileira de Capital de Risco – ABRC, há tempo admitem que a expressão “capital de risco” não seria a mais apropriada para traduzir a expressão em inglês, preferindo em seu lugar o termo “capital empreendedor”, tendo a palavra risco conotação negativa, em contraponto à empreendedor como positiva. Sendo a última representando uma força transformadora da sociedade, muitas vezes trazendo inovações radicais impondo uma nova organização da indústria (Schumpeter, 1983). No Brasil, de acordo com classificação da CVM, os fundos de *venture capital* são denominados Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEEs e os de *private equity* denominados de Fundos de Investimento em Participações – FIPs, sendo os recursos concentrados em FIPs, com menos de 1% do total aplicados em FMIEEs, com aproximadamente 25% (1/4) do total dos recursos de origem governamental.

---

<sup>16</sup> Grupo de investidores com a finalidade de injetarem dinheiro em empresas inovadoras com alto grau de risco financeiro e, portanto, com probabilidade de lucros altos.

No caso brasileiro, para estruturar legalmente as privatizações, representantes do Estado recorreram a arranjos contratuais típicos da indústria de capital de risco, particularmente a vertente de private equity, que foi legalmente instituída pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e operacionalizada pelo BNDES, em um cenário em que a grande virada cognitiva ocorreu na transformação dos fundos de PE no Brasil, quando da reestruturação das empresas privatizadas, passando para uma cultura de *partnership*, pressionados pelos grandes investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão, que passaram a preferir investir em fundos que seguem as instruções CVM, enquanto agência reguladora, seguindo a lógica de retorno para o acionista (Grun, 2009; Mundo Neto, 2014).

Nesse capítulo levantamos a cenário evolutivo da intermediação no Brasil, observando o papel das privatizações e a influência da cultura norte americana para a implantação da Governança Corporativa e das estruturas financeiras existente na época e utilizadas hoje no contexto brasileiro.

### 3.5 Finanças e Estado: O papel dos bancos públicos na economia

Em relação às Instituições Financeiras Públicas Federais (IFPF), como um todo há, com respaldo do meio acadêmico, disseminadas crenças em relação às relações desta com a economia, ora como externalidades, ora como “remédios” para corrigir falhas de mercado e, sendo retomado recentemente, como parte principal na formação e como modelador dos mercados, indo além do papel de manutenção de um sistema financeiro funcional, apenas transformando poupança em investimento produtivo para promover o crescimento econômico e crescimento do padrão de vida. Nessa linha de pensamento, algumas críticas fundamentam-se na crença de uma “economia política” e federativa segundo a qual os bancos estaduais seriam menos controláveis e, daí, potencialmente mais lesivos quando da necessidade de ajustes fiscais, tido como imprescindível à estabilização.

Polanyi (2001) destaca o papel que o Estado tem desempenhado desde o início do capitalismo na forma e criação de mercados, destacando (1) empréstimos anticíclicos para compensar a crise de crédito durante recessões econômicas (2) financiamento para projetos de longo prazo, industrialização e desenvolvimento de capital da economia; (3) investimentos direcionados em P&D de alto risco, empresas inovadoras e inovações, áreas em que o capital privado provou ser demasiado curto e menos adverso ao risco para se aventurar em e (4) promoção de investimentos em torno de problemas societários complexos como as alterações climáticas e a crise do envelhecimento.

Mazzucato e Penna (2015) destacam os tipos de investimento dos SIBs (State Investment Banks) ligados ao seu papel de reparador de falhas de mercado (*Market-failure fixing* - MFT): Medidas anticíclicas; fonte de recursos para projetos de longo-prazo, industrialização e desenvolvimento da economia; investimento em P&D, inovação; e investimento em resolução de problemas sociais como os relacionados a mudanças climáticas (externalidades). Porém os autores defendem a ideia de Estado empreendedor, onde os investimentos públicos não só "corrigiram as falhas nos mercados", mas também os criaram ativamente investindo em toda a cadeia de inovação, desde a pesquisa básica até a comercialização inicial.

Vidotto (2005) lembra que a presença empresarial do Estado nos mercados financeiros, embora não uniforme, não deve ser considerada como intervenção externa

merecendo ser consideradas, historicamente, como parte das formações capitalista em algumas fases de seu desenvolvimento. Para Mazzucato e Penna (2005), as perspectivas ortodoxas da economia ignoram o papel que tais instituições teriam, no começo do capitalismo, na criação e molde dos mercados. Os autores chamam atenção do papel atribuído pela ortodoxia econômica às IFPFs, mais especificamente para os bancos de desenvolvimento, em condições de mercado fora do *Paretooptimo*<sup>17</sup>, onde tal condição poderia levar a 4 tipos de falhas de mercado com as respectivas respostas do setor público via tais instituições (quadro 3.1).

Quadro 3.1: Justificativa de mercado para a atuação dos bancos públicos

<b>JUSTIFICATIVA DE MERCADO</b>	<b>PAPEL DOS BANCO PÚBLICO</b>
<b>Falhas na coordenação</b>	Anticíclico
<b>Competição imperfeita</b>	Capital desenvolvimentista
<b>Assimetria de informações</b>	Investimentos de alto risco (i.e.: inovação e P&D)
<b>Externalidades Negativas</b>	Challenge-led role
<b>FONTE: ELABORADO PELO AUTOR</b>	

Dentre as críticas fundamentas na Hipótese da Repressão Financeira (McKinnon, 1973), segundo a qual o uso (por bancos de desenvolvimento ou de outras instituições de planejamento central) de taxas de juro baixas ou negativas (em termos reais) de longo prazo é a causa, não a consequência, da inexistência de um mercado de crédito de longo prazo. Essa atuação poderia ter efeito negativo em relação à oferta de crédito por parte do setor privado, inibindo a atividade dos bancos comerciais e a criação de um mercado de capitais. Outra crítica seria em relação à alocação ineficiente dos recursos devido a comportamentos tipicamente políticos, podendo levar inclusive à situação de insolvência<sup>18</sup> dos bancos, situação essa que, no caso dos bancos públicos, poderia levar a perdas

<sup>17</sup> Alocação de recursos pelo mercado como *Paretooptimal*, ou seja, nenhum outro tipo de alocação irá fazer com que um consumidor ou produtor melhore sem que outro fique pior. O não cumprimento de uma das condições do primeiro teorema fundamental da Teoria das falhas de mercado, faz com que o mercado não seja Pareto-eficiente, fazendo com que as políticas públicas sejam melhores. (Mazzucato e Penna, 2015, p.6)

<sup>18</sup> Insolvência é a situação em que, na possibilidade de falência, a instituição não consegue cumprir com suas obrigações financeiras.

significativas na economia como um todo. Nessa linha, outra crítica reside na ineficiência de tais instituições, não apenas por fatores políticos, em favorecer empresas verdadeiramente “campeãs”, no sentido da eficiência de mercado e inovação, ao favorecer determinados setores em detrimento de outros e inibir a oferta do crédito ligado ao capital privado, deixando para esta última os investimentos de maior risco. Por fim, outra linha crítica é referente a ineficiência inerente das estruturas governamentais. Para o caso brasileiro essa linha estaria explicitada nos recentes ataques relacionados à questão da transparência e falta de disponibilização de dados para a validação e *valuation* dos investimentos do BNDES.

A justificativa da MFT para o papel anticíclico baseia-se na noção de que os ciclos econômicos criam uma dinâmica intertemporal que leva a situações nas quais a economia segue um caminho paradoxal (Stiglitz, 1974). Nessas situações, o capital, o trabalho e os recursos naturais serão subutilizados, porque a oferta e a demanda por eles não coincidem (Stiglitz, 1991). Tais falhas de coordenação ocorrem quando os agentes são incapazes de coordenar suas expectativas fazendo com que os mercados não cheguem a um equilíbrio: a oferta não corresponde à demanda, os trabalhadores não encontram emprego e as poupanças não são investidas.

Assim, a MFT apela a um papel limitado para os SIBs, cujas atividades devem ser restritas a áreas muito específicas (isto é, aquelas que sofrem de falhas de mercado) para preencher as lacunas deixadas pela iniciativa privada (Gutierrez et al., 2011). Isso deve ser feito de forma a minimizar o risco de falha do governo, desde o *crowding out* até o clientelismo e a corrupção. Dessa forma a MFT pressupõe que uma vez que as fontes da falha foram endereçadas, as forças de mercado dirigirão eficientemente a economia a um trajeto do crescimento e do desenvolvimento. Para isso, a MFT apela a uma estrutura institucional que isole o setor público do setor privado (para evitar questões como a captura de agências). Nesse sentido, o papel do Estado é limitado em termos de tempo, tamanho e alcance: é simplesmente corrigir falhas de mercado e desempenhar um papel subsidiário na iniciativa privada, de modo que, uma vez que as fontes de falhas de mercado fossem tratadas, seria suficiente ter pouco mais do que um Estado "mínimo" que executa apenas funções "aprovadas por unanimidade", como garantir direitos de propriedade e fazer cumprir contratos (Atkinson & Stiglitz, 1980). Em outras palavras, o tamanho do aparelho estatal poderia diminuir, o que reduziria os papéis e a importância dos SIBs ao longo do tempo.

Na prática, no entanto, o consenso quanto à importância dos SIBs mudou substancialmente ao longo do tempo, “de um caso claro para a necessidade de Bancos e Desenvolvimento na década de 1950 para a visão de que os bancos de desenvolvimentos criaram mais ineficiências e distorções a uma visão mais eclética de intervenções "amigáveis" no mercado dentro de um papel limitado para as instituições "(Gutierrez et al., 2011, p.6).

Nesse sentido, Vidotto (2005) destaca a importância e justificativa do papel anticíclico dos bancos públicos devido ao baixo risco de prejuízo para o seu patrimônio, em comparação aos bancos privados. No caso das intervenções empresariais, o pressuposto é que quando os mercados distanciam-se da condição de eficiência de tal forma que exija a intervenção do Estado sob a forma empresarial, trata-se da “tese da intervenção eficiente”, melhor explicada pela teoria das falhas de mercado, especificamente no conceito de assimetria de informação.

Em Vidotto (2005), temos o levantamento da hipótese do papel do Estado, em relação aos bancos públicos, não apenas econômico, como também o de agente movido por critérios tipicamente privados, relacionada a questões empresariais, além de sua submissão à disciplina de mercado, tendo levado, em determinados momentos da história brasileira, ao decréscimo da participação estatal nos sistemas financeiros nacionais.

“O controle de instituições financeiras pelo Estado, como é sabido, não se circunscreve às condições locais. Trata-se, ao contrário, de um fenômeno recorrente na experiência internacional.... Como traço comum das mudanças recentes salienta-se o decréscimo da participação estatal nos sistemas financeiros nacionais. Além disso, observa-se uma crescente incorporação por essas instituições de critérios privados de gestão, por vezes interpretada como ilustrativa da submissão do setor público à disciplina de mercado.” (Vidotto, 2005, p. 58)

Mazzucato e Penna (2015) destacam que um movimento de retomada da participação do Estado na economia, pode ser observado com a crise de 2007/2008, onde ao adotar medidas anticíclicas, os SIBs, no contexto mundial, incrementaram seu portfólio em 36% na média, entre 2007 e 2009, sendo que para alguns (10% dos bancos) esse incremento foi de 100%.

No Brasil, uma medida da importância dos bancos públicos pode ser observada ao final de 2003, onde estes respondiam por 40% do estoque de crédito bancário. Após a

reforma dos bancos federais, o que correspondeu a 58,5%, de aumento contra 14,8% das entidades financeiras privadas. (VIDOTTO, 2005)

Mettenheim (2010) defende que os bancos públicos não impediram (*crowded out*) os mercados, mas cresceram junto a eles no Brasil, servindo de canal para novas políticas sociais e ganhando vantagens competitivas, como o Programa Bolsa Família (via Cartão Cidadão Caixa; que é mais uma vantagem competitiva para a CEF).

Em relação à indústria de capital de risco, Mundo Neto (2014) levanta que no Brasil a questão não está apenas no peso significativo dos recursos governamentais e a legitimidade conferida a esta configuração da indústria, mas no fato de que os capitais privados preferem investir em negócios com menor risco (negócios maduros) e que envolvam maior volume de recursos (*private equity*). Os líderes da indústria deixam para os que ingressam nas atividades e para os órgãos governamentais a opção de investir em *venture capital*, pois demandariam muito mais esforço dos gestores, envolveria muito mais riscos, configurando, para a teoria econômica dominante uma situação atípica, denominada de imperfeição de mercado, passível de intervenção governamental. No jargão popular, trata-se de uma divisão assimétrica da indústria, onde a “carne” (negócios de *private equity*) ficaria com a iniciativa privada e o “osso” (negócios de *venture capital*) com os órgãos governamentais e novatos na indústria. (Mundo Neto ,2014)

O capítulo atual teve como objetivo levantar um panorama geral da evolução e dos embates relacionados aos bancos públicos. Como apresentado acima, pode-se ressaltar a forma ampla e difusa das instituições financeiras públicas federais. Um indicador desse fato foi observado na grande variedade de termos para se referir às mesmas (IFPF, SIB, BD, etc...), além disso, como ressaltado por Vidotto (2015), para o caso brasileiro as principais instituições a que se referem esse estudo diferenciam-se, também, quanto a forma de operacionalização e, cada qual, possui um escopo e objetivos distintos. Essa fato é importante pois, embora as discussões sobre o funcionamento dessas instituições sejam em torno das mesma teorias econômicas, não é comum encontrar trabalhos relacionando-as.

### 3.6 Financeirização

Segundo Epstein (2005) a financeirização pode ser entendida como aumento do papel dos motivos, mercados, atores e instituições financeiras nas operações das economias domésticas e internacionais. Dentre os indicadores da financeirização temos o aumento do mercado de ações doméstico (indicador geográfico) e a criação de instrumentos financeiros baseados em seguros de vida para pacientes terminais (indicador social). Dado que as finanças são intermediadas na economia, no sentido de que o dinheiro é canalizado dos poupadores (investidores) para os tomadores de empréstimo (famílias, empresas e governos), moldam as instituições sociais de maneiras fundamentais. (Davis e Kim, 2015, p. 204).

Os temas principais relacionados à financeirização giram em torno de discussões relacionadas ao fato do *shareholder value* ter levado a mudanças nas estratégias e estruturas corporativas que encorajaram *outsourcing* e desagregação enquanto incrementaram recompensa no topo da pirâmide organizacional e em como a financeirização moldou os padrões de desigualdade, cultura e mudanças sociais.

Uma das mudanças fundamentais da financeirização é a passagem de instituições financeiras para mercados financeiros. Essa passagem contribui para efeitos desbalanceados da financeirização nas diferentes variedades do capitalismo sendo que por baixo de suas diversas saídas, há uma dinâmica similar: Informação viabiliza mercados que, por sua vez, enfraquece instituições. (Davis e Kim, 2015, p. 204).

O conceito de financeirização ganhou significância porque ele marca uma descontinuidade fundamental entre a economia pós-guerra, direcionada pela produção industrial e troca de bens, e a economia corrente, focada principalmente em indicadores financeiros. Krippner (2005, p. 174) a define como: “um padrão de acumulação em que os benefícios resultam primariamente através de canais financeiros em vez de através da produção e comércio de commodities”

Dentre os efeitos da financeirização, no círculo doméstico, temos os fundos de pensão, poupanças escolares direcionados para fundos mútuos e as hipotecas, auto empréstimos, contas de cartões de crédito e dívidas escolares que foram transformados em títulos e vendidos para investidores internacionais. A financeirização da economia pode ser

observada em três níveis: Industrial, Empresarial e doméstico, onde na industrial observou-se que a indústria financeira foi a mais lucrativa nos últimos anos, de 15% do PIB em 1960 passou para 23% em 2001, passando a manufatura em 1990. Os lucros corporativos passaram de 20% em 1980 para 30% em 1990 e 40% em 2001. Na crise de 2008, os bancos tiveram lucros recordes e os 5 maiores gestores de private equities lucraram mais do que todos os CEOs no S&P500 combinado (Davis e Kim, 2015).

Em relação ao meio empresarial temos a maximização do valor para o acionais (shareholder value), no qual foi adotado estruturas e estratégias para demonstrar suas alianças com os acionistas e após a onda de takeovers dos anos 80, os conglomerados ditos inchados que proviam empregos a longo prazo e benefícios estáveis de aposentadoria foram substituídos por estruturas corporativas desagregadas e sancionadas pelos mercados financeiros por meio da apreciação de valor, o que contribuiu para a mudança de poder entre as funções, como da manufatura e marketing para os executivos financeiros, o engajamento em atividades financeiras por empresas não financeiras, promovendo a mudança na origem dos recursos ao financiarem o arrendamento ou compra de seus produtos, e a proporção de renda da carteira de investimentos em relação a todo o fluxo de caixa da empresa era estável no início dos anos 70, mas começou a crescer rapidamente desde o início dos anos de financeirização. Essa transformações foram sancionadas pelo Estado, devido a políticas amigáveis às finanças reduzindo o controle de capital, contribuindo para a criação de um mercado de ações doméstico e a transformação dos bancos centrais independentes da fiscalização doméstica e da política.

Em relação à economia doméstica destaca-se as mudanças de planos de pensão de benefício definido (BD) para contribuição definida (CD), o envolvimento da família no mercado de ações por meio de fundos mútuos e o aumento da dívida doméstica, em que o consumo é mantido não pelos ganhos, mas pela acumulação de dívida (débitos), resultando em um aumento da parcela do salário destinada para pagar dívidas de 5% em 1983 para 13% em 2007. Além disso, essas mudanças relacionadas aos fundos de pensão, poupanças escolares para fundos mútuos, hipotecas, auto empréstimos, cartões de crédito e dívidas escolares que levaram à transformação dessas dívidas em títulos para investidores internacionais (securitização).

Erturk et al, (2008) destaca o sentido dado à globalização em uma conotação de mudança significativa na forma como nós enquanto cidadãos, consumidores e empregados nos conectamos com o resto do mundo. Nos anos 1990 e 2000, intelectuais começaram a explorar a ideia de financeirização e as forma que as finanças têm se tornado mais importante, ressaltando a importância de compreender os entendimentos das finanças nos negócios e nas famílias e como esses entendimentos geram problemas e oportunidades (ERTURK et al, 2008, pg. 1). Para eles é relevante discutir como os mercados financeiros servem ou frustram os propósitos sociais dos investimentos físicos com tecnologias apropriadas e se a propriedades (poupança a longo prazo via mercado financeiro) é um caminho válido de se obter estabilidade para a maioria da população. Eles destacam os intermediários financeiros, como banqueiros e administradores de fundos como elementos principais no novo grupo de trabalhadores com alta remuneração provinda de dividendos e participação nos lucros, ligados à crescente desigualdade mundial a partir dos anos 80.

Davis e Kim (2015) aponta os antecedentes da financeirização no nível macro, debruçam-se em três grandes áreas. Do lado da Economia política temos os marxistas, em que a financeirização é entendida como um regime alternativo da classe rentista na acumulação de capital em face às tendências estacionárias do capitalismo industrial maduro (Sweezy e Magdoff, 1987), sendo que o avanço do capitalismo industrial possui uma tendência à estagnação devido à ausência de mecanismo de redistribuição de riqueza, com a demanda não alcançando o aumento da produção. Com isso a classe rentista mudaria para atividades financeiras para manter a taxa de acumulação de riqueza. Disso o capitalismo financeiro se ergueria como um novo regime de acumulação alternativo ao capitalismo industrial. Ainda nessa linha, a teoria dos sistemas mundiais (*world-system*), dita a financeirização como um indicador de declínio eminente de poder econômico hegemônico (dos EUA).

Do lado da sociologia econômica a financeirização é vista como o resultado da confluência de diversos fatores, incluindo condições macroeconômicas, mudanças regulatórias e avanços tecnológicos. Para eles a dominação financeira sobre as corporações foi causada pela emergência do mercado de takeover resultado (Davis, 2005) do desempenho corporativo decepcionante na década de 1970 e da desregulamentação da indústria financeira por parte da administração Reagan e uma série de inovações financeiras, como os junk bonds. Devido ao mercado de takeover, grandes conglomerados foram quebrados em firmas mais

esguias e focadas e a remuneração dos executivos foi atrelada ao desempenho do mercado de ações e por fim, ocorreram mudanças de propriedade para investidores institucionais, envoltos na lógica de maximização do acionista levando ao encorajamento à eliminação das partes ineficientes, demissões e reestruturações.

Para a sociologia política e histórica a ênfase está no Estado. Devido ao crescimento das finanças como uma consequência inesperada de respostas políticas a crises administrativas nos anos 70. Com o fim do pós-guerra, teve o aumento de tensão entre grupos sociais, pronunciamento do gap (ligado as estruturas) entre gastos governamentais e receita pública (crise fiscal) e declínio da confiança no Governo (crise de legitimidade). A superação das crises pelo governo americano por meio da delegação de decisões impopulares relacionadas a diversas necessidades sociais para o mecanismos de mercado e pela desregulamentação dos mercados financeiros, criou um falso senso de abundância de recursos por meio do acesso ao crédito e o afluxo de capital estrangeiro. Nisso o governo transformou as restrições de recursos dos anos 70 em uma nova era de abundância de capital e resolveu/adiou a crise. Como consequência houve o crescimento explosivo do setor financeiro e transição para um capitalismo financeiro estruturalmente instável.

De um ponto de vista micro, uma característica chave é como o capital é canalizado (intermediado) dos poupadores para os investidores. Nesse ponto a teoria da performatividade fornece uma explicação em que as teorias guiam práticas de modo a tornarem-nas reais. Dessa forma fornecem ferramentas que culminaram numa imagem impessoal e precisa, contrastando com o toque pessoal (com potencial viés) de um banqueiro humano. Assim a financeirização é viabilizada pelo produto de intelectuais e avanço da tecnologia da informação (Davis e Kim; 2015, p. 207). A tecnologia da informação aqui é entendida pelas mudanças tecnológica que possibilitaram validação rápida de ativos financeiros, na qual a habilidade de reunir, analisar e compartilhar dados rapidamente, combinada com a elaboração de ferramentas financeiras tornou os ativos financeiros mais dóceis, tornando sua valorização mais rastreável e, portanto, as negociações financeiras mais plausíveis, sendo a securitização<sup>19</sup> umas das maiores viabilizadoras da financeirização,

---

<sup>19</sup> Securitização é o processo de pegar ativos com fluxo de caixa, tais como hipotecas mantidas pelos bancos, e transforma-las em títulos negociáveis. Esse processo foi viabilizado pela lei dos grandes números e a

ocasionando mudanças fundamentais em como as finanças são executadas, mudando a relação entre o banco e o credor, em que o banco deixou de ser uma entidade concreta, para o credor, para se tornar uma conexão abstrata com o mercado financeiro. Os bancos comerciais mudaram o tratamento em relação as tesourarias de forma a conectá-las a intermediários financeiros, tendo como consequência, com o afrouxamento do Glass-Seagall Act<sup>20</sup> nos Estados Unidos, a inclusão dos credores no mercado financeiro sem que estes perceberem. Ligado a isso, temos a viabilização da venda de seguros de vida para terceiros, que não só tornou-se viável como também passou a ser um lugar comum, mudando a visão de mundo da população em relação a morte (Zelizer, 1978), por assim dizer.

Um exemplo de performatividade nos mercados foi a implementação da fórmula de Black-Scholes que passou de uma descrição imprecisa do preço para um guia de negociação que se tornou verdade, quando da crise dos fundos LTCMs, essa fórmula passaram a ser questionadas e deixaram de traduzir a realidade dos preços dos ativos, passada a euforias, os agentes financeiros envolvidos rearranjaram a utilização dessas fórmulas em um movimento de contra performatividade, com descrito por Mackenzie (2006). Ainda aliado à tecnologia da informação temos os sistemas de Rating (atuando sobre pequenos negócios até títulos) que se tornaram guias para comportamentos para aqueles que buscam crédito e ajudou a viabilizar as negociações na qual a imagem de impessoalidade e precisão contrasta com o toque pessoal do banqueiro humano.

Erturk et al, (2008) destaca que as transições que ocorreram para o contexto de financeirização são suportadas por narrativas e performances. Do lado da narrativa, uma nova retórica da comercialização (*marketization*) do risco, onde bancos vendem empréstimo que supostamente estão com o risco disperso e fortalecem o sistema, pelo menos até que a confiança falhe em meio a uma incerteza paralisante, como dúvida sobre qual banco possui ou não títulos ruins do mercado de hipotecas sub prime do mercado americano (Erturk et al, 2008, pg. 2). Os autores recorrem a quatro abordagens, com destaque para a abordagem cultural econômica para ajudar a entender como os discursos moldam a economia, que é em si

---

implementação das *mortgage-backed bonds*, podendo ser empregado, e assim o é, com a maioria dos fluxos de caixa, incluindo financiamento de carros, crédito estudantil, cartões de crédito, recebíveis, seguros, pensões, e assim por diante (Davis e Kim; 2015, p. 207).

<sup>20</sup> Que limitava a interação dos bancos comerciais de varejo com os de investimento.

parte da performance, enquanto reconhecem o poder de formatação limitado quem tem o discurso em um mundo meio entendido (*half-understood world*). Simplificam com a retórica relacionada ao sub prime, em que os bancos estavam operando a curto prazo, hipotecas com vencimento, expectativas e, assim, “(in)certeza” no longo prazo.

Erturk e Solari (2007) defendem que o valor ao acionista tem sobrevivido como ideia principal desde o início dos anos 90 porque seu significado é inconsistente e mutável, com significado se alterando juntamente com as mudanças conjunturais. No início dos anos 90 a ênfase na criação de um fluxo de valor das operações tornou-se menos importante uma década depois quando investidores e gerentes de *hedge funds* começaram a operar com o conceito de cristalização de valor, onde o valor é entregue por um movimento no preço das ações que segue o próximo movimento estratégico.

Erturk (2015), dentre as consequências da financeirização nos bancos, destaca o objetivo dos bancos de aumentarem os retornos com taxas, devido à demanda do mercado de ações para aumentar a performance do preço das ações. Além disso os funcionários são incentivados a vender produtos inadequados para seus “clientes iletrados” no varejo (*misselling*), sendo que o modelo de negócios dirigido pelo valor ao acionista nos bancos de varejo requer uma posição agressiva de vendas de produtos para clientes financeiramente iletrados porque nenhum dos *frameworks* regulatórios pós-crise para os bancos endereçam explicitamente o risco para bancos de varejo, com foco nas vendas. Em uma economia financeirizada, os bancos são levados a alcançar grandes fatias de preço no mercado de ações para atenderem às métricas de performance financeira ligadas ao retorno dos investimentos e retorno com taxas.

### 3.7 Dos deuses ao dinheiro: risco e incerteza

A palavra risco deriva do italiano antigo *risicare*, que significa “ousar”. Nesse sentido, para Bernstein (1997), o risco seria uma opção, e não um destino, estando nosso grau de liberdade ligado às ações que ousamos tomar. Segundo o autor, embora a noção de risco tenha suas raízes no sistema de numeração indo arábico, um estudo sério do risco teria começado com o Renascimento, quando as pessoas se libertaram das restrições do passado e desafiaram abertamente as crenças consagradas, tradicionalmente ligadas ao conhecimento de uma ou mais autoridades, como forma de garantia (HACKING, 2006). Pela óptica estatística, segundo Bernstein (1997), a questão do risco se reduziria à visão da extensão em que o passado determina o futuro.

Carruthers (2013) apresenta que a certeza define demandas cognitivas muito altas. Em condições de certeza, um ator sabe todas as consequências derivadas de uma decisão particular, e então ele pode selecionar a melhor opção. Sobre uma condição de risco, um ator não sabe quais consequências irão ocorrer, mas ele sabe a probabilidade com que essas consequências podem ocorrer. Com risco, tomadores de decisão avaliam os resultados esperados (onde a expectativa é definida em um senso estatístico) ao invés dos resultados por si só.

Ele continua expondo que a racionalidade é bem definida em ambos, certeza e risco, ressaltando que os tomadores de decisão podem maximizar a utilidade ou utilidade esperada. Mas a racionalidade não é direta em condições de incerteza, onde os atores não sabem nem as consequências que se seguem da ação, nem as probabilidades associadas às suas consequências. A racionalidade torna-se mal definida no sentido em que os tomadores de decisão não podem estimar o máximo. Logo se a certeza requer que os tomadores de decisão tenham informação suficiente para saberem exatamente sobre os estados futuros, risco significa que os tomadores de decisão possuem apenas informações suficientes para saberem sobre as probabilidades de certos estados ocorrerem, e incerteza significa que os tomadores de decisão tem informações mínimas. Mudar de incerteza para risco e de risco para certeza, significa ter mais ou menos informação.

A história do risco, está diretamente relacionada com a história da estatística onde:

“A preocupação em contar a população levou ao aparecimento dos censos populacionais que buscavam contar e classificar os indivíduos de um território ao mesmo tempo em que o constituía de elementos estatísticos. Porém, a contagem e a classificação da população eram arbitrárias. O surgimento da capacidade de previsão pelo homem está associado à avalanche dos números impressos que tem por corolário o nascimento da sociedade estatística. Através das estatísticas, não seria somente possível tentar prever o número de mortes, nascimentos e casamentos, mas também, seria possível tentar prever acontecimentos em outras esferas da vida social.” (HACKING,1990, apud SARTORE, 2010:10)

Ross (1995) define o risco na área de finanças com duas classificações: sistemático e não sistemático. Riscos sistemáticos são eventos inesperados que afetam quase todos os ativos em certa medida, porque se difundem por toda a economia, por isso são chamados de risco de mercado. Riscos não sistemáticos são eventos inesperados que afetam ativos isolados ou um pequeno grupo de ativos, que são chamados de riscos específicos.

O risco financeiro está associado à probabilidade de retornos diferentes do que se espera. A incerteza atrelada aos retornos esperados está presente em qualquer operação realizada no mercado financeiro, seja nacional ou internacionalmente. Jorion (2003) define o risco como “a volatilidade de resultados inesperados, normalmente relacionada ao valor de ativos ou passivos de interesse”, e Securato (2002), como “a incerteza de resultados futuros ou também a possibilidade de perda”. Já Bernstein (1997) acredita que o primordial na administração do risco é tentar o domínio das áreas onde se pode controlar o resultado, em detrimento das áreas que não há nenhum controle sobre o mesmo. Jorion (2003) também defende que a administração dos riscos está diretamente ligada ao êxito nos negócios das empresas. Aquelas que lidarem melhor com o risco serão mais bem sucedidas. Embora algumas aceitem os riscos financeiros incorridos de forma passiva, outras se expõem a riscos de maneira estratégica.

O VAR (Value at Risk), umas das medidas de risco mais utilizadas, não é apenas significativo para a sua capacidade de calcular os números específicos para o capital de risco, sujeitas a hipóteses. Ele também representa, em um único número, um ideal de controle regulamentar e de gestão com base no capital como uma linguagem comum para a gestão interna e de supervisão (Jorion, 2003).

Considerando o fato de que o mundo das finanças teve uma ascensão no início do século XXI tanto em termos econômicos quanto culturais (GRÜN, 2004), o papel

performático do mundo das ferramentas financeiras está longe de ser menosprezado. O conceito de performatividade pertence ao domínio da análise sociológica ao menos desde o século XX quando o sociólogo Robert K Merton cunha o termo “Profecia auto-realizante” baseado no teorema de Thomas que diz “Se o homem define uma situação como real, ela será real em suas consequências”. (MERTON, 1948 apud SARTORE, 2010). Deste modo, para Merton, a Profecia auto-realizante consiste em uma falsa definição sobre uma situação a qual cria novos comportamentos os quais acabam por transformar esta falsa definição em uma realidade causal verdadeira (MERTON 1968). No que tange aos estudos sobre a realidade econômica, Michel Callon (1998) incorpora a ideia de performatividade passando a estudá-la na economia seguido por Mackenzie (2004).

Segundo Sartore (2010), as contribuições de Black e Scholes, ao trazerem significado para operações financeiras através de modelos legitimados, permitem com que as taxas de risco se tornam uma parte funcional do mercado financeiro. A performatividade da fórmula de Black e Scholes possibilitou que o cálculo sobre as incertezas atravessassem a esfera da variação dos preços rumo a esferas não financeiras. Assim, a gestão do risco abre o mercado para a atuação dos analistas do mercado financeiro (SAUVIAT, 2003). Relacionado a esse caso Philippe Steiner<sup>21</sup> fez uma exposição sobre o assunto, lembrando-nos do processo da legitimação e difusão dessas ferramentas fortemente performadas e suas consequências catastróficas frente a cenários de stress, no caso a moratória da Rússia de 1998, em que os agentes dos mercados pararam de se comportar como em modelos estocásticos e adotaram estratégias direcionadas ao cenário de crise.

Os tipos de risco financeiro são: Risco de Crédito, Risco de Mercado, Risco Legal e Risco Operacional. Para os nosso estudo levaremos em conta as definições de risco de credito, ligado à possibilidade de não pagamento, difundido pelas agências de rating e o risco de mercado, ligado à análise estatística da variação do preços de produtos financeiros, representado pelo Value at Risk (VaR) e análise de cenários de Stress.

---

<sup>21</sup> Em seminário ministrado pelo Prof. Dr. Philippe Steiner na Unesp de Araraquara em 2012, quando o mesmo explanou sobre performatividade dando como exemplo o caso da doação de rins nos Estados Unidos e o caso LTCM, esse último sendo uma ocasião onde as ferramentas de gestão de risco foram postas em questionamento.

Dado o escopo relacionado à gestão de risco, apresentado acima, o que se propões é uma investigação mais aguçada de forma ao entendimento das questões relacionadas ao risco como ressignificador e viabilizador das operações financeiras e sua relação com o dinheiro no tempo. Da mesma forma que o dinheiro expressa elementos do convívio social e os viabiliza (SIMMEL, 1896), o risco financeiro, por se tratar de uma tradução estatística, personifica elementos (como a confiança no caso do rating e o risco de mercado) em que as ferramentas ligadas ao mundo estatístico não só o traduzem, como induzem a comportamentos de mercado (performatividade).

## 4 INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS FEDERAIS

### 4.1 O BIS

Após o crash da Bolsa de Nova York (1929), oito países (Suíça, Alemanha, Bélgica, França, Reino Unido, Irlanda do Norte, Itália e Japão) reunidos na Convenção de Haia fundaram, por meio de seus respectivos bancos centrais, o *Bank of International Settlements* (BIS), em janeiro de 1930. Seu objetivo era promover a cooperação entre os bancos centrais e oferecer facilidades adicionais para operações financeiras internacionais e agir como depositário ou agente no que tange a ordem financeira internacional.

O BIS é considerada a instituição financeira internacional mais velha do mundo e continua a ser o principal centro para cooperação internacional entre os bancos centrais, sendo criado no âmbito do Plano Young (1930), que tratou da questão dos pagamentos das reparações impostas à Alemanha pelo Tratado de Versalhes após a Primeira Guerra Mundial. O novo banco foi criado para assumir as funções anteriormente desempenhadas pelo Agente Geral de Reparções em Berlim (*Agent General for Reparations in Berlin*): coleta, administração e distribuição das rendas a pagar como reparações. O nome do banco é derivado dessa função original. O BIS também foi criado para atuar como um administrador para os empréstimos de Dawes e Yong (empréstimos internacionais emitidos para financiar as reparações) e promover a cooperação entre os bancos centrais em geral.

A questão das reparações desvaneceu-se rapidamente, focando as atividades do Banco inteiramente na cooperação entre os bancos centrais e, cada vez mais, outras agências na busca de estabilidade monetária e financeira.

Desde 1930, a cooperação entre os bancos centrais no BIS ocorre através de reuniões regulares em Basileia, de presidentes e especialistas dos Bancos centrais e outras agências. Em apoio a essa cooperação, o Banco tem desenvolvido pesquisa própria em economia monetária e financeira e feito contribuições para a coleta, compilação e divulgação de estatísticas econômicas e financeiras.

No campo da política monetária, a cooperação no BIS no rescaldo da Segunda Guerra Mundial e até o início da década de 1970 focou na implementação e defesa do sistema de *Bretton Woods*. Nos anos de 1970 e 1980, o foco foi na gestão de fluxo de capitais

transfronteiriços após as crises do petróleo e a crise da dívida internacional. A crise de 1970 também trouxe a questão da supervisão reguladora de bancos internacionalmente ativos à tona, resultando no Acordo de Capital de Basileia em 1988 e sua revisão, o "Basileia II" de 2001 a 2006. Mais recentemente, a questão da estabilidade financeira, na sequência da integração econômica e da globalização, como destacado pela crise asiática de 1997, tem recebido muita atenção.

Além de promover a cooperação política monetária, o BIS sempre exerceu funções bancárias "tradicionais" para a comunidade de bancos centrais (por exemplo, operações de câmbio e ouro), bem como funções de agente fiduciário e agência. O BIS foi o agente para os pagamentos da União Europeia (*European Payments Union* - EPU, 1950-1958), ajudando na restauração da convertibilidade das moedas europeias após a Segunda Guerra Mundial. Da mesma forma, o BIS tem atuado como agente para vários dispositivos europeus cambiais, incluindo o Sistema Monetário Europeu (*European Monetary System* - SME, 1979-1994), que precedeu a mudança para uma moeda única.

Finalmente, o BIS também forneceu ou organizou financiamentos emergenciais para apoiar o sistema monetário internacional, quando necessário. Durante a crise financeira 1931-1933, o BIS organizou créditos de apoio para ambos os bancos centrais austríacos e alemães. Na década de 1960, o BIS organizou créditos especiais de apoio para o franco francês (1968), e dois, assim chamados, "Arranjos de Grupo" (1966 e 1968) para apoiar a libra esterlina (*sterling*). Mais recentemente, o BIS tem fornecido financiamento no âmbito dos programas de estabilização liderados pelo FMI (por exemplo, para o México em 1982 e Brasil em 1998).

A missão do BIS por ele definida é a de servir os bancos centrais na busca da estabilidade monetária e financeira, para promover a cooperação internacional nessas áreas e atuar com um banco para os bancos centrais, sendo para isso suas funções:

- Promover a discussão e facilitar a colaboração entre os bancos centrais;
- Apoiar o diálogo com outras autoridades que são responsáveis por promover a estabilidade financeira;
- Realização de pesquisas sobre questões políticas confrontando bancos centrais e autoridades de supervisão financeira;

- Atuar como contraparte principal para os bancos centrais em suas transações financeiras e;
- Servir como um agente ou fiduciário em conexão com as operações financeiras internacionais.

Os Membros atuais são bancos centrais ou autoridades monetárias de: Argélia, Argentina, Austrália, Áustria, Bélgica, Bósnia e Herzegovina, Brasil, Bulgária, Canadá, Chile, China, Colômbia, Croácia, República Checa, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hong Kong, Hungria, Islândia, Índia, Indonésia, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Coreia, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Macedônia (ARJM), Malásia, México, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Peru, Filipinas, Polônia, Portugal, Romênia, Rússia, Arábia Saudita, Sérvia, Singapura, Eslováquia, Eslovênia, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Tailândia, Turquia, Emirados Árabes Unidos, Reino Unido e Estados Unidos, além do Banco Central Europeu.

Nesse capítulo vimos um pouco da história do BIS, sendo esse um dos principais agentes sociais de criação e difusão das normas de risco hoje vigentes, como veremos mais adiante. No próximo capítulo iremos tratar das normas de Basileia, que inspiraram parte desse trabalho.

## 4.2 Os Acordos de Basileia

A proposta inicial do BIS seria de um prestador de serviços da comunidade bancária internacional pública, sendo que a instituição só passou a exercer papel ativo nas discussões de prevenção ao risco nas operações bancárias a partir de 1974. Neste ano, por iniciativa de um grupo de dez dirigentes de bancos centrais europeus e americanos, no âmbito do BIS, foi constituído um Comitê de Regulação Bancária e Práticas de Supervisão, embrião do futuro Comitê de Basileia. Sua criação teve como ponto de partida os eventos relacionados às crises monetárias internacionais, a inadimplência de países em desenvolvimento, especialmente os latino-americanos, e seus reflexos nos respectivos sistemas financeiros, principalmente nas instituições bancárias. O Comitê de Basileia não possui autoridade formal, e suas conclusões não têm força legal, seu objetivo é a elaboração de padrões, bem como recomendações e princípios para as melhores práticas no mercado financeiro, na expectativa de que as autoridades de cada país adotem e implementem as medidas. Nesse contexto, um dos principais objetivos do Comitê da Basileia tem sido a busca pela implementação de suas recomendações em todas as unidades de supervisão bancária internacional, com base em dois princípios básicos: que nenhum banco estrangeiro escape da supervisão bancária e que esta seja adequada.

A proposta do Acordo de Basileia é vincular ao aporte de capital mínimo dos ativos ponderados pelo risco das instituições financeiras, desatrelando o controle da estrutura de seu passivo por parte destas. O acordo foi concebido para ser aplicado a bancos internacionalmente ativos, sediados em países industrializados. Alguns críticos apontam que embora a estabilidade do setor financeiro fosse em si um objetivo, a preocupação central era de nivelar as condições de competição de seus bancos com instituições de outros países.

Em julho de 1988, foi celebrado o Acordo de Basileia, que definiu mecanismos para mensuração do risco de crédito e estabeleceu a exigência de capital mínimo para suportar riscos. Atualmente, este acordo é conhecido como Basileia I. Seus objetivos foram o de reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional e minimizar as desigualdades competitivas entre os bancos internacionalmente ativos. Essas desigualdades eram o resultado de diferentes regras de exigência de capital mínimo pelos agentes reguladores nacionais.

Em junho de 2004, o Comitê divulgou o Novo Acordo de Capital, comumente conhecido por Basileia II, com os seguintes objetivos:

- Promover a estabilidade financeira;
- Fortalecer a estrutura de capital das instituições;
- Favorecer a adoção das melhores práticas de gestão de risco;
- Estimular maior transparência e disciplina de mercado.

O Basileia II propõe um enfoque mais flexível para exigência de capital e mais abrangente com relação ao fortalecimento da supervisão bancária e ao estímulo para maior transparência na divulgação das informações ao mercado. Nesse ponto o acordo muda o foco regulatório, da liquidez para a solvência das instituições financeiras, com base na percepção de que é primordial criar mecanismos que evitassem crises sistêmicas no setor bancário. O acordo passa a ser baseado em três grandes premissas, dessa forma os objetivos são traduzidos em três pilares:

- Pilar I – fortalecimento da estrutura de capitais das instituições;
- Pilar II – estímulo à adoção das melhores práticas de gestão de riscos e fiscalização;
- Pilar III – redução da assimetria de informação e favorecimento da disciplina de mercado.

O Pilar I está relacionado à exigência mínima de capital, sendo considerados, para a sua apuração, os Riscos de crédito, mercado e operacional. Conforme descrito pelo Comitê da Basileia sobre a Fiscalização Bancária (CBFB), “O capital é necessário para os bancos como uma margem de segurança contra perdas e fornece um incentivo para os proprietários de negócios administrarem-nos de forma prudente”.

O Pilar II está relacionado à Governança e Processo de Supervisão. O processo de supervisão estabelece normas para o gerenciamento de risco, tendo sido estabelecidos quatro princípios essenciais de revisão de supervisão, que evidenciam a necessidade de os bancos avaliarem a adequação de capital em relação aos riscos assumidos e de os supervisores reverem suas estratégias e tomarem atitudes pertinentes em face dessas avaliações. São eles:

- Os bancos devem ter um processo para estimar sua adequação de capital em relação a seu perfil de risco e possuir uma estratégia para manutenção de seus níveis adequados de capital;
- Os supervisores devem avaliar as estratégias, as estimativas de adequação e a habilidade dos bancos em monitorarem e garantirem sua conformidade com a exigência de capital mínimo;
- Os supervisores esperam, e podem exigir, que os bancos operem acima das exigências de capital mínimo;
- Os supervisores podem intervir antecipadamente e exigir ações rápidas dos bancos, se o nível de capital ficar abaixo do nível mínimo.

O Pilar III refere-se à disciplina de Mercado e representa o conjunto de exigências de divulgação de informações que permitirá aos participantes do mercado avaliarem as informações essenciais contidas na estrutura, na mensuração do capital, nas exposições a risco, nos processos de gestão de riscos e ainda na adequação de capital da instituição.

Desde que o Comitê de Supervisão Bancária do Basileia introduziu o Acordo de Capital em 1988, visando à internacionalização da atividade bancária, ocorreram significativas transformações no setor, especialmente no desenvolvimento de métodos de identificação, avaliação e administração de risco nas áreas de gerenciamento, supervisão bancária e mercado financeiro (GOUVEIA, 2008).

Apesar de não serem compulsórias, as recomendações constantes do Acordo Basileia I foram adotadas, ainda que parcialmente, por cem países, o que pode indicar a importância das diretrizes apresentadas pelo Comitê. (BCBS, 2001), além de ser um indício da força do BIS como ator principal no meio. De fato, Power (2007) caracteriza o comitê de Basileia como um ator transnacional poderoso no processo de institucionalização do gerenciamento de risco, tendo tido papel primordial na definição e difusão do Risco Operacional, que ganhou foco rapidamente nas discussões de reformas organizacionais e regulatória.

Power (2007) aponta a atuação do BIS no deslocamento da política e estratégia de uma abordagem “comandar e controlar” com medidas de risco prescritivas e conservadoras para uma abordagem com sabor de auto-regulamentação imposta. Ele continua expondo que atores poderosos passaram de lobistas *outsiders* para produtores de conhecimento regulatório com representação significativa em comitês técnicos.

Ainda em Power (2007), a proposta do Basileia II e o início de uma categoria de risco operacional, tiveram três efeitos críticos:

- Permitiram a institucionalização e aceitação de um conceito livre de considerações de ordem prática. Desta forma, a ideia de gestão de risco operacional foi implementada e legitimada antes da prática e suas complexidades inevitáveis (Brunsson, 2000).
- Criaram um espaço novo e potencialmente competitivo para agentes de controle dentro das diversas organizações financeiras.
- O Foco do pilar 2 no controle interno e na supervisão de processos sobrepôs, com o risco operacional, questões como o entendimento da capacidade de supervisão da gestão.

Em estudo sobre financeirização e regulamentação nos bancos, Erturk (2015) compara as principais reformas relacionadas, sendo elas as reformas regulatórias pós-crise, Dodd-Frank Act (EUA), Vickers Report (Inglaterra), Liikanen Review (União Europeia) e as normas de adequação de capital e liquidez do Basileia III, sendo algumas com um dos objetivos principais o de separar as atividades dos bancos de investimento de alto risco das atividades dos bancos de varejo. Ele destaca que as iniciativas regulatórias não tiveram efeito para eliminar o risco dos bancos pois não foram dirigidas explicitamente para as consequências ligadas aos negócios dominados pela lógica de valor ao acionista.

No caso do Basileia III, o objetivo foi o da recapitalização por meio do aprimoramento do framework fornecido pelo Basileia II via ajuste no algoritmo para absorção de perdas de capital e capital mínimo requerido contra o risco e a definição do que pode ser qualificado como capital e introdução de um novo framework para medir e gerenciar o risco de liquidez, o qual se pronunciou na crise de 2007/2008 com a excessiva confiança nos

fundos de curto prazo. O Basileia III não lida com as diferenças entre bancos de investimento e de varejo e problemas ligados às instituições *too-big-to-fail*.

Para eles o risco sistemático nos bancos é consequência primeira do modelo de negócio dos bancos ser direcionado ao valor do acionista, sendo sua demarcação e tamanho dentro dos bancos imprevisíveis, assim um modelo de reforma para os negócios bancários deveria levar em consideração retornos sociais e econômicos realistas, sendo os bancos de varejo compostos por um modelo de negócios com baixos retornos e baixa volatilidade, não deveriam ser gerenciados segundo os valores do acionista com a busca de retornos para o investidor no mercado de ações. Para ele uma combinação de *mutual ownership* e *long-term bond finance* por fundos de pensão poderia tornar os bancos de varejo menos arriscados e socialmente mais eficientes.

Em relação aos bancos de desenvolvimento, Mazzucato e Penna (2014) defende um Estado empreendedor, que explica o funcionamento dos primeiros em diversos países (incluído o Brasil), onde o Estado toma o risco dos investimentos de forma a garantir sua aplicação em setores que garantem retornos sociais. Para ela a influência da MFT e a submissão ao valor para o acionista estariam fazendo com que os retornos que deveriam voltar para o Estado sejam direcionados ao setor privado via benefícios fiscais (isenção de impostos) devido a uma narrativa de ineficiência do Estado<sup>22</sup>, sendo redirecionados para indivíduos por meio da distribuição de dividendos, aumentando a desigualdade de renda. Ela defende que, dado que o Estado assume o risco da inovação, os retornos deveriam voltar para a população na forma de royalties, por exemplo.

Erturk (2015) destaca como métricas utilizadas para medir performance financeira dos bancos, derivadas dos princípios ligados ao valor do acionista: retorno dos investimentos, as receitas com taxas, relação de custo-benefício, crescimento dos balanços contábeis e merges e aquisições para criar grandes conglomerados bancários (incentivado pelos reguladores). Tendo isso em mente, defende que não há evidência acadêmica de que modelos universalizado dos bancos, ou grandes complexos de instituições financeiras, como os reguladores vieram a chamar os conglomerados bancários desde os inícios dos anos 90, criaram sinergia de receitas ou levaram a custos eficientes. Dessa forma as reformas bancárias

---

<sup>22</sup> Uma explicação mais detalhada está disponível no capítulo sobre finanças e Estado

deveriam ser direcionadas para influenciar e mudar o modelo de negócios bancários e sua estrutura de propriedade. Ao focar apenas no risco e no capital sem considerar os retornos, lucros e implicações de *valuation* para os bancos competirem por fatia de preços no mercado de ações, os reguladores fizeram das reformas pós-crise algo irrealístico e falho. O autor faz alusão ao caso do banco Northern Rock (UK), onde o risco relacionado à aquisição agressiva de hipotecas (securitização) não foi exposto pela metodologia interna baseada em rating do Basileia II sendo que, ao contrário disso, os títulos securitizados auxiliaram na adequação de capital aos parâmetros do acordo.

Além disso, na medida em que os incentivos da administração estejam ligados aos dos acionistas, a administração pode ter um incentivo para aumentar os riscos para além do pretendido ou assumido pelos reguladores, que muitas vezes podem estar um passo atrás dos executivos dos bancos. Os reguladores devem tentar fazer com que os incentivos para gestão trabalhem para, e não contra, os objetivos da regulação bancária (Bebchuk e Spamann, 20 p.5). Nessa, linha, com o Basileia II, passou-se a ser permitida a utilização de derivativos para a mitigação de risco de crédito e os bancos passaram a comprar grandes quantidades de *credit default swaps* para transferir o crédito de risco nos seus balanços para companhias de seguros. Sendo assim, o pressuposto de iniciativas regulatórias pós-crise de que os bancos de varejo têm que ser cercados e protegidos do risco dos bancos de investimento precisa ser revisto dado que os bancos de varejo precisam ser protegidos em relação aos retorno irrealistas das expectativas em relação ao mercado de ações.

Nos bancos de varejo, a receita com taxas é uma métrica financeira importante que influencia a capitalização de mercado. Ambos, bancos de investimento e varejo, devem ser diferenciados pelo risco de mercado e risco de ações. Os bancos de investimento são negócios com alto risco cíclico e podem oferecer diferentes propostas de risco e retorno, em relação aos bancos de varejo, aos investidores do mercado de ações. Bancos de varejo, menos arriscados, podem não sofrer pressão do mercado de ações para entregar retornos de investimento irrealistas. Além disso, para ambos os modelos, deve-se excluir o *proprietary trading*<sup>23</sup> dos investimentos dos bancos, dado que esse tipo de operação é de alto risco em

---

<sup>23</sup> *Proprietary trading* (também "prop trading") ocorre quando um trader negocia ativos (ações, títulos, modas, commodities) ou qualquer instrumento financeiro com o próprio dinheiro da empresa em oposição aos depósitos obtidos de clientes, de forma a obter lucro para ele mesmo. Este tipo investimento permite uma série de

relação aos investimentos direcionados ao consumidor, sendo esta mais apropriada para hedging funding. Por fim, os conglomerados bancários ligados a escolha política deveriam ser gerenciados por um modelo de stakeholders e não shareholders de forma a alcançar objetivos nacionais e sociais sendo mais economicamente, socialmente e democraticamente desejável (Erturk, 2015).

No Brasil, por ser signatário do Acordo de Basileia, os bancos do Sistema Financeiro Nacional (SFN), tanto públicos como privados, são obrigados a seguir os parâmetros estabelecidos pelo acordo, sendo que as entidades responsáveis pela normatização do assunto, adequando-o à realidade brasileira, são o Banco Central (BCB) e o CMN (Conselho Monetário Nacional), que, por meio da Resolução CMN nº 2.099, de 17 de agosto de 1994, instituiu o conceito de Patrimônio Líquido Ajustado – que posteriormente viria a se transformar em Patrimônio Líquido Exigido – e o impôs aos bancos, em consonância com as diretrizes do acordo. No caso brasileiro, a exigência de capital mínimo relativo é ainda mais rigorosa, atingindo 11% do total de ativos ponderados pelo grau de risco. Dessa forma, o BCB restringiu ainda mais a alavancagem dos bancos, na medida em que impôs maior participação de capital próprio nas respectivas estruturas de capital daqueles. Antes do Basileia a visão para avaliação de instituições financeiras era pelo limite de alavancagem (15 vezes o patrimônio) para captação de títulos. Após, a visão passou a ser sobre o risco de empréstimos, fator este de impacto nas questões do ponto de vista normativo. (Gouveia 2008; Medeiros e Pandini, 2007; Sobreira, 2009; Sobreira e Martins 2011).

Gouveia (2008) completa que o Brasil passou a buscar maior aderência aos padrões internacionais dos sistemas bancários das principais economias do mundo, incluindo aí as normas de Basileia. Esse fato é importante, pois o Brasil se posiciona entre os países que se antecipam à implantação das normas, estando sempre à frente de sua implementação e, no caso das alterações ocorridas em decorrência da crise de 2008, não sofrendo grande impacto das mesmas.

Vale ressaltar, por fim, que o Brasil aderiu formalmente aos procedimentos sugeridos pelo Novo Acordo de Basileia (BCBS, 2004) em 2004 (Comunicado 12.746/2004),

---

estratégicas geralmente utilizadas por hedge funds. Muitos analistas acreditam que os bancos deixam essa informações ambíguas devido à sensação de alto risco e volatilidade ligadas ao investimento.

ainda que a aplicação prática do novo acordo só seja editada pelo Comunicado 16.137/2007. O cronograma de implementação se estende de 2008 até 2012, terminando com a implantação do Basileia III. Vale ressaltar que o cronograma foi alterado no início de 2013, devido a pressões dos bancos europeus, lembrando que desde o início o Brasil vem buscando máxima aderência ao acordo.

Os Marcos regulatórios do Basileia no Brasil são (BIS, 2013; Gouveia, 2008):

- 20/10/1982: Brasil faz a requisição de um encontro entre banqueiros para direcionar suas dificuldade de debito;
- 12/1982: BIS concede empréstimo de \$1.2 bilhões para o BCB;
- 07/1988: BIS concede \$250 milhões de uma ponte financeira de \$500 ao BCB;
- 15/04/1994: BIS para a exercer a função de agente colateral nas conexões com a reestruturação do débito externo brasileiro;
- 1994: adotadas as orientações do Acordo de Basileia sobre exigência de capital para cobertura de risco de crédito e instituídos os limites mínimos de capital e de patrimônio líquido para as instituições financeiras, mediante a edição da Resolução 2.099, do Conselho Monetário Nacional (CMN).
- 25/03/1997: O BCB torna-se membro do BIS;
- 1997: criada a Central de Risco de Crédito e, por intermédio da Resolução 2.399, estabelecida a exigência de capital para cobertura de risco de crédito em operações de swap.
- 02/12/1998: BIS coordena um arranjo de \$13.28 bilhões para o BCB;
- 1998: determinadas a implantação e a implementação de controles internos das atividades das instituições financeiras (Resolução 2.554).
- 1999: estabelecida a exigência de capital para cobertura do risco de câmbio e ouro (Resolução 2.606). Foi definido o nível máximo de comprometimento do Patrimônio de Referência (PR) em relação ao ativo permanente imobilizado e, além disso, determinado que as instituições financeiras classificassem as operações de crédito em ordem crescente de

risco e apurassem a provisão para créditos de liquidação duvidosa (Resolução 2.682).

- 2000: estabelecida a exigência de capital para cobertura de risco de taxas prefixadas de juros, criado o Sistema de Informações de Crédito, que substituiu a Central de Risco de Crédito, e definindo o critério de controlar o risco de liquidez.
  - 2001: editada a Resolução 2.837, que definiu o patrimônio de referência como somatório do Capital Nível 1 e Capital Nível 2.
  - 06/09/2002: FMI aprova a solicitação de feita pelo Brasil por um standby de 15 meses de crédito de SDR no valor de 22.8 bilhões
  - 2004: publicado o Comunicado 12.746, do Banco Central do Brasil, que instituiu cronograma de implantação de Basileia II no Brasil.
- 13/03/2009: Autoridades supervisoras da Austrália, Brasil, China, Índia, México, Rússia e Koréia do Norte tornam-se membros do comitê de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision).

### 4.3 Da Matéria Cinzenta à Luz dos Shadow Banking

Segundo Erturk (2016b) o BIS tem trabalhado em ciclos financeiros, desafiando a ideia de choques exógenos (*external shocks-driven business cycles*) como a maior causa das flutuações nas variáveis-chave macroeconômicas do crescimento e empregabilidade e que o trabalho sobre os shadow banking realizados pelos economistas da Federal Reserve e Fundo Monetário Internacional (FMI) também desafiam outra visão ortodoxa na economia financeira: a de que inovação financeira aloca risco e crédito eficientemente sem consequências de risco sistêmico.

O autor, ao adotar um foco cultural em seus estudos, expões que a abordagem original sobre os shadow banking apresenta um mapeamento onde se diz tornar visível todas as estruturas e fluxos envolvidos no sistema de shadow banking que não foram notadas previamente pelos reguladores. Do ponto de vista epistemológico esse seria um mapa borgesiano (*borgesian map*), onde proclama a exatidão científica em explicar a realidade (Erturk 2016, pp. 2).

Em uma conjuntura epistêmica onde a realidade financeira é pensada como uma criação problemática pela performatividade e reflexividade dos modelos econômicos, a economia regulatória dos shadow banking se põem como uma anomalia porque esta é baseada em práticas cognitivas mirando uma representação mimética da realidade que pertence, na genealogia do conhecimento, a idade clássica.

O termo shadow é considerado pelo autor como incorreto, preferindo ele o termo técnico “*market-based finance*”. O termo shadow leva ao medo do possível colapso do sistema financeiro como consequência das atividades e instituições shadow não reguladas no território financeiro. *The shadow, the Doppelgänger (the Double)* no expressionismo alemão, significa o desconhecido e desafio moral ao conhecimento científico. Significa a ciência que está fora de controle e em confusão moral. A análise dos shadow banking é, também, a história sobre inovação financeira, a ciência das finanças que deu errado, alimentada pelo desejo de controlar a realidade do complexo sistema financeiro moderno. Contrastando, segundo o autor, com a abordagem dos estudos sociais das finanças, onde a interação e hierarquia ontológica entre modelos econômicos e realidade econômica constitui um interesse de pesquisa (Muniesa, 2014).

A economia regulatória pós-crise nos shadow banking muda o enquadramento epistemológico, de um que moldava a realidade econômica sem as associações de emoções para um de controle da realidade econômica que vive com o seu duplo ameaçador (Doppelgänger). Essa mudança epistemológica opera não apenas restrita na política, pois estabelece uma inteligibilidade acadêmica de pesquisa que assume a capacidade para introduzir ordem cognitiva para a complexidade dos mercados e instituições financeiras.

O objetivo da regulação dos shadow banking é o de produzir conhecimento para controlar a realidade financeira, para serem mestres do objeto que investigam, onde os intelectuais procuram por leis na natureza de forma a serem capazes de manipulá-las para o seu controle. Essa abordagem não levaria a um pacto social financeiro, pois não leva ao consenso entre às políticas e objetivos sociais, estando fadada a extinção.

Erturk (2016b) classifica a cartografia econômica como uma anomalia acadêmica onde os “economistas cartógrafos” posicionados nos bancos centrais ao redor do mundo são dirigidos pelo medo, onde os embates estariam entre os “economistas cartógrafos” versus os traders calculadores (*calculative traders*) e engenheiros das finanças.

O autor lista os principais atores e episódios na disseminação da cultura dos Shadow Banking, desde atores políticos a experts ligados às *Business Schools* até intelectuais reconhecidos com publicações em periódicos de destaque, onde cada colabora para a disseminação da narrativa dos Shadow Banking, desde sua legitimação até à interpretação ligada ao medo (Erturk, 2016b):

- Haldane: Banqueiro do Central Bank of England;
- A rainha da Inglaterra questionando como a crise não foi vista, se esta era tão grande;
- A revista *The Economist*: ícones do *establishment*, como Gillian Tett, que apontou a necessidade de uma bússola intelectual;
- Economistas keynesianos, como Paul Krugman, Jeffrey Sachs e Caballero: que são ícones do establishment na crítica aos economistas neoclássicos;
- Pozsar: economista do Federal Reserve Bank de Nova York que foi quem criou e apresentou o mapa dos Shadow Banking;
- Carney: Chairman da FSB e diretor do Bank of England (favorável aos shadow).

Erturk (2016b), coloca que, em uma analogia em que o mapa precede o território e aplicando um modelo mimético nos estudos cognitivos modernos das finanças, o impacto do mapeamento dos Shadow Banking teve impactos no mundo acadêmico e político, sendo que vários artigos foram publicados principalmente pelos economistas regulatórios e acadêmicos, incluindo economistas mainstream e políticos, reivindicando uma classificação que espelha a realidade das finanças. Na economia política, Engelen (2015) aponta que os autores mais citados demonstram background em economia descritiva e aplicada, em vez de economia teórica.

Em resumo os *shadow banking* incluem instituições que não estão sujeitas às mesmas regulamentações dos bancos comerciais, como os fundos de pensão e companhias de seguros, sendo seus segmentos não regulados essencialmente para empréstimos securitizados vistos como alternativas para a retomada do fluxo de crédito pelos bancos à economia. (Carney 2014; European Commission 2015). Nesse sentido os principais atores defensores dessa estruturas utilizam o termo *market-based finance*, no entanto a FSB continua a utilizar o termo Shadow Banking. No Brasil, o Banco Central cita três denominações, Bancos Paralelos, Market-based e shadow banking, sendo que em relatórios e apresentações adota o termo Shadow Banking justificando por ser o mais utilizado.

Ainda há contrassenso em relação à terminologia e o que engloba os shadow banking, sendo que em muitos países europeus, onde o modelo de banking universal são parte de suas instituições capitalistas idiossincráticas, separar companhias de seguros e fundos de pensão em shadow banking vai de encontro ao interesse das elites financeiras (Erturk 2016, pp. 8).

O mapeamento dos Shadow Banking deu um novo poder aos bancos Centrais, mudando o foco da micro para o macroprudencial, passando a tratar a interconectividade no sistema financeiro e permitindo que os bancos centrais intervenham na formação de preços dos ativos de crédito dos bancos.

Pensando no nosso estudo, relacionado aos bancos públicos do Brasil, foi considerado a adoção de políticas de regulamentação bancária de acordo com Cornell et al (2016) em sua abordagem para identificar tipos de estratégias (*Measurement, Status,*

*Mandate*) e escola de pensamento sobre regulamentação (reformismo, neoliberalismo e interconectividade), ligadas as políticas adotadas em relação aos *shadow banking*.

Assim para as narrativas e influência do framework primeiro consideramos as instituições públicas domésticas do Brasil no espaço regulatório a saber: Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho monetário Nacional (CMN) e Ministério da Fazenda (Fazenda) e as publicações dos bancos públicos a saber Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os think tanks como o Instituto de Pesquisa Econômica aplicada (Ipea).

Para melhor mapear o campo profissional de *expertise* em Shadow Banks, Cornel et al (2016) recorreu a sites convencionais de influência em políticas públicas (periódicos acadêmicos), então conectou seus achados as saídas políticas das organizações internacionais (Fed, FMI e BIS). Eles olharam primeiro dois marcadores de prestígio profissional na economia: artigos lidando com Shadow Banks com mais de 100 citações no Google Acadêmico ou que foram publicados em periódicos profissionais proeminentes. Para o caso brasileiro foi mais difícil fazer o mesmo, dado que o filtro do Google acadêmico não contempla variáveis como origem do autor. Um caminho foi incluir as palavras Brasil e Brazil na busca. Outra fonte foi a base de dados da Universidade de Manchester e a base da PROQUEST, acessada via a base de dados disponibilizada pela Universidade de Manchester, filtrando pela origem do autor.

Para o caso brasileiro consideramos, para alcançar os mesmos objetivos, busca por working papers das instituições públicas domésticas para as mesmas palavras, reguladores (CVM, CMN, BCB e Fazenda), os bancos públicos (BB, BNDES e CEF) e IPEA. Como colocado por Cornel et al (2016): “Há, apesar de tudo, nenhuma razão porque reguladores deveriam se prender a publicações acadêmicas, se contrapondo a working papers de organizações internacionais existentes onde seus pares são mais apreciados”.

Em Cornel et al (2016), os periódicos analisados, levando em consideração, finanças, economia, direito e negócios foram: American Economics Review and Quarterly Journal of Economics, Journal of Finance, Journal of Banking and Finance, Journal of Financial Economics; Review of Financial Studies, Stanford Law Review, Harvard Law

Review, and Columbia Law Review, the Banking Law Journal, American Business Law Journal e Journal of Law and Economics, Review of Banking and Finance Law e Journal of Corporation Law.

Para os autores, a análise da rede serve para visualizar os links entre esses relatórios e seus provedores de *expertise* institucional baseado nas relações profissionais autores citados pelo setor das instituições domésticas públicas (bancos públicos, reguladores e think tanks) e organizações internacionais (BIS, FSB e IMF). Também, a análise da rede foi feita levando-se em consideração duas coisas principais: Status e afiliação, e posição estratégica e influência política. Em relação ao Status e a filiação, identificaram que o maior status está com a academia seguida dos *staffs* das organizações internacionais (com status intermediário), e em um nível menor de status as firmas de direito, instituições do setor público doméstico, firmas financeiras privadas e funcionários dos bancos centrais.

A análise contenciosa foi útil para prover uma visão granular do debate entre os experts, para prover o mapa de recomendações políticas. Para isso Cornel et al (2016) fizeram uso de três categorias: Intervencionismo, Reformismo e Neoliberalismo, onde cada uma tem ênfase em aspectos relevantes da ação dos reguladores em seu campo, desde intervenções intensivas à ameaça dos Shadow Banking (intervencionismo), recalibrar o *status quo* regulatório por adotar o Basileia III e os benchmarks do Dodd Frank (reformismo) e *roll backs* regulatórios pós crise 2008 e reverter para uma suavização regulamentar da governança corporativa (neoliberalismo).

O posicionamento estratégico e a influência política foi medida pelo mapeamento das Alianças intelectuais possíveis e influência política via análise de citações. Para isso é considerado o que é relevante para a regulamentação internacional sobre os Shadow Banking (a tríade BIS, FSB e IMF), seguido pela análise dos currículos dos autores citados. Eles encontraram que as organizações internacionais suportam-se em seus próprios funcionários (auto referência) e em pesquisas do FED com *inputs* seletivos de intelectuais sobre economia, considerando quão proeminente a sua posição (como é o caso das profissões do direito no debate doméstico). Os nomes mais prestigiados no debate acadêmico estão na elite acadêmica norte americana, mas os mais citados da academia são professores de Business Schools que são citados por artigos *showcase* pelos think tanks ou suas próprias

Business Schools, o que sugere que os funcionários das organizações internacionais se preocupam menos com prestígio acadêmico e afiliações e mais com incentivos profissionais e culturais em que o esforço da agenda de pesquisa políticas das Business Schools se preocupa mais em atrair a atenção dos tomadores de decisão políticos internacionais e domésticos (Cornel et al. 2016, p.10).

A metodologia prosopográfica serviu para achar os capitais dos principais interlocutores e ajudar na identificação da origem de seus discursos relacionando à experiência profissional e status dos artigos acadêmicos, a saber: Academia, setor privado, bancos centrais, política doméstica, Organização internacional e firma legal. Para o caso brasileiro consideramos necessário determinar outras características em questões envolvendo os bancos públicos no Brasil (como desenvolvimento, infraestrutura, etc.), fornecidos pelos reguladores (CMN, CVM, BCB e Fazenda) e bancos públicos (BNDES, CEF, BB), incluindo o IPEA pelo seu papel como think tank em relação às políticas públicas.

Com esse estudo em mente, realizamos uma primeira busca na base de dados da biblioteca da Universidade de Manchester, redirecionando para base de dados do Science Direct. Para verificar a produção sobre os bancos públicos do Brasil começamos com o journal of Banking and finance com os termos: “Banco Central do Brasil”, “Banco do Brasil”, “Caixa econômica federal”, BNDES e IPEA.

Esta primeira busca retornou 20 artigos com 37 autores ligados a 27 instituições e 29 diferentes JELS codes. Dos quais 7 com Banco Central do Brasil, 10 com Banco do Brasil, 5 com BNDES, 5 com Caixa Econômica Federal e 3 com IPEA. Apenas um envolvia todas as instituições, com a classificação G20 e O16 (instituições financeiras e serviços/General e desenvolvimento Econômico/mercados financeiros • Saving and Capital Investment • Corporate Finance and Governance) com o autor Juliano Assunção do departamento de economia da PUC-RIO Brasil em 2013.

Os autores mais recorrentes foram TABAK, Benjamin Miranda (6); FAZIO, Dimas M.(5) e CAJUEIRO, Daniel O.(4), em seis artigos em coautoria. Os JELS code predominantes foram G21, G28, G32 (Banks • Depository Institutions • Micro Finance Institutions • Mortgages; Government Policy and Regulation; Financing Policy • Financial Risk and Risk Management • Capital and Ownership Structure • Value of Firms • Goodwill).

TABAK foi convidado para o journal of banking and finance (VI seminar on risk, financial stability and banking of the Banco Central do Brasil., v. 37, n. 7, p. 2161, 2013). Possui graduação (1994), mestrado(1997) e o doutorado(2000) em Economia. Foi Conselheiro legislativo do Senado Federal na área de economia (economia política e sistemas financeiros) e tem sido analista e consultor do Banco Central do Brasil de 1997 a 2014, desenvolvendo pesquisa na área de Finanças estabilidade financeira e economia política.

FAZIO é graduado em ciência econômicas pela Universidade de Brasília em 2011, mestre em economia pela Faculdade de Economia administração e contabilidade da USP, FEAC/USP de 2012 a 2014 e é candidato a PHD pela London Business School - Banking, Financial economics, econometrics, e foi trainee no Banco Central do Brasil entre 2009 e 2010.

CAJUEIRO possui graduação em engenharia química pela Universidade Federal da Bahia em 1998, mestrado em engenharia eletrônica e computação pelo Instituto Tecnológico aeronáutico em 2001 e PHD pelo mesmo departamento em 2002. Atualmente é professor do departamento de economia da Universidade de Brasília e fundador membro do Instituto Nacional de Tecnologia onde foi professor e visitante entre 2004 e 2005 (Financial Fragility and Systemic Risk; Complex Banking Networks and Systemic Risk; Evaluation of Projects and Operations).

#### 4.4 Bancos Públicos

O núcleo dos bancos públicos federais é constituído por: Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Nordeste (BNB), Banco da Amazônia (Basa) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Juntos, concentram a quase totalidade das operações das chamadas instituições financeiras públicas federais. (Vidotto, 2005). Para o nosso caso focaremos no BNDES, BB e CEF. Vidotto (2005) chama a atenção para as dificuldades de sistematização da atuação dos bancos públicos como um todo devido ao emaranhado de recortes institucionais decorrentes da heterogeneidade de perfis operacionais devido, também, ao fato de cada banco se associar a subsistemas de crédito distintos.

Na tabela 4.1 temos o total de ativos dos bancos públicos do Brasil em relação aos 50 maiores bancos do país inseridos no sistema financeiro nacional:

Tabela 4.1 - Ativo total e operações de crédito dos bancos públicos como % dos 50 maiores bancos do país (1995-2008)

Ano	Ativo total (%)			Oper. de crédito (%)		
	BB	CEF	BNDES	BB	CEF	BNDES
1995	18,1	18,1	9,8	20,8	23,3	4,6
1996	18,2	18,2	8,9	14,5	24,6	6
1997	17,1	17,1	8,9	15,9	30,3	8,5
1998	17,7	17,7	12,1	15,6	31,8	14,3
1999	17,5	17,5	12,4	14,4	27,3	13
2000	15,9	15,9	12,7	15,3	22,3	11,8
2001	11,4	11,4	12,9	16,5	7,7	13,2
2002	12,5	12,5	14,7	18,8	7,8	16,7
2003	13,6	13,6	13,8	22	8	18,3
2004	12,3	12,3	13,5	21,5	7,8	15,6
2005	13,4	13,4	12,2	20,3	8,2	14,3
2006	12,3	12,3	10,9	21,6	8,1	12,5
2007	11,3	11,3	9	20,7	7,8	10,6
2008	10,4	10,4	9,5	22,1	8,7	11,5

Fonte: Carvalho, 2010

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), fundado em 1952 como uma autarquia (instituição autônoma) federal, sob a autoridade do Ministério da Fazenda do Governo Federal, foi enquadrado como uma empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, pela Lei 5.662, de

21 de junho de 1971<sup>24</sup> e, com isso, sujeita às normas gerais orçamentárias e contábeis e à disciplina normativa do Conselho Monetário Nacional. Em 1993, o BNDES foi colocado sob responsabilidade e supervisão do Ministério do Planejamento e Orçamento, transferida para o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior em janeiro de 1999. Seu objetivo é o de apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país. Suas linhas de apoio contemplam financiamentos de longo prazo (sendo o principal instrumento para isso) e custos competitivos, para o desenvolvimento de projetos de investimentos em todos os segmentos da economia, e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras. Contribui, também, para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais. Em seu Planejamento Corporativo 2009/2014 (BNDES, 2012b), elegeu a inovação, o desenvolvimento local e regional e o desenvolvimento socioambiental como os aspectos mais importantes do fomento econômico no contexto atual, e que devem ser promovidos e enfatizados em todos os empreendimentos apoiados pelo Banco. (BNDES, 2012a; BNDES, 2012b; BNDESPar, 2013; Desidério, 2013). Essas características reforçam a presença do conceito de geração de emprego e renda, bem como de redução das diferenças regionais e setoriais e de proteção ao meio ambiente, em todas as operações do Sistema BNDES.

O seu apoio se dá por meio de financiamentos a projetos de investimentos, aquisição de equipamentos e exportação de bens e serviços. Além disso, atua no fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e destina financiamentos não reembolsáveis a projetos que contribuam para o desenvolvimento social, cultural e tecnológico. Dessa forma atua na eliminação de barreiras institucionais e técnicas à mobilização de capital através de um mercado de crédito de longo prazo e projetos de larga escala de natureza macroeconômica (BNDES, 2012a; BNDES, 2012b; BNDESPar, 2013).

---

<sup>24</sup> Desidério (2013) ressalta a relevância desse acontecimento na história do BNDES, quando foi determinado que o capital inicial do BNDES, dividido em ações do valor, cada um, de Cr\$ 10.000,00 (dez mil cruzeiros), passaria a pertencer na sua totalidade à União Federal, considerando ainda que, o mesmo, poderia ser aumentado através da reinversão de lucros e de outros recursos. Nos anos seguintes ocorreram inúmeras mudanças no estatuto do banco no intuito de adequá-lo à ordem da Lei nº 5662.

A seguir temos a definição encontrada no formulário de referência da BNDESPar, resumando o exposto acima:

“O BNDES é o principal instrumento para a execução da política de investimentos do Governo Federal, dando suporte, seja direto ou por meio de suas companhias subsidiárias, aos programas e projetos relacionados ao desenvolvimento econômico e social do Brasil, sendo a principal fonte interna de financiamentos de longo prazo na economia brasileira, com forte ênfase em projetos de infraestrutura. Suas linhas de apoio contemplam financiamentos de longo prazo a custos competitivos para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no Brasil, bem como para o incremento das exportações brasileiras. A atuação da BNDESPar<sup>25</sup>, sua subsidiária integral, contribui ainda para o fortalecimento da estrutura de capital de empresas privadas e para o desenvolvimento do mercado de capitais. Dentre as atividades compreendidas no objeto social do BNDES, conforme o artigo 9º, inciso VII (Redação dada pelo Decreto nº 6.322, de 21.12.2007), do seu estatuto social, está a realização, como entidade integrante do sistema financeiro nacional, de quaisquer operações nos mercados financeiro e de capitais.” (BNDESPar, 2013:93)

Embora sejam classificadas, as fontes do banco como pública e estáveis, no relatório de referência da BNDESPar, é ressaltado que "não há garantia de que tais recursos continuarão sendo fornecidos ao BNDES nem que suas condições financeiras se manterão atrativas", assim como não há restrições quanto aos dividendos devidos à união, como podemos observar nos dois trechos abaixo:

O BNDES tem como fonte (pública e estável) principal de *funding* o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), sendo que 40% dos recursos ligados ao FAT são direcionados para as aplicações do BNDES (art. 239 da Constituição Federal de 1988). Entre os anos de 2007 e 2008, em decorrência direta das medidas anticíclicas adotadas pelo governo para fazer frente aos efeitos da crise financeira internacional, houve uma significativa elevação dos empréstimos e repasses do Tesouro para o banco, que passaram a constituir a principal parcela do *funding* do banco, superando o FAT. Nessa mesma época ocorre a consolidação de uma nova política de concessão de crédito do banco, tendo o BNDES assumido a função de agente do governo para o financiamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e dos investimentos ligados à exploração do pré-sal — e, no período mais recente, para financiar obras ligadas à Copa do Mundo —, tendo sua política de crédito se reorientado para atender às demandas do setor de infraestrutura. (Sobreira e Martins, 2011, pg. 357)

A partir de 2008, os recursos obtidos via empréstimos do Tesouro Nacional cresceram, passando a representar 55,1% dos passivos exigíveis do BNDES em 31 de março de 2013. Não há garantia de que tais recursos [FAT, PIS/PASEP e Tesouro Nacional] continuarão sendo fornecidos ao BNDES nem que suas condições financeiras se manterão atrativas. (BNDESPar, 2013, pg. 19)

---

<sup>25</sup> A BNDESPar será tratada mais adiante.

Os relatórios de meta de inflação do Banco Central do Brasil (BCB, 2008) indicam a importância do BNDES para o Sistema Financeiro Nacional, sendo o seu desembolso significativo em relação aos investimentos do país, tanto pessoa física quanto jurídica, assim como os níveis de inadimplência e setores investidos. Ligado às metas de inflação, uma das críticas reside no argumento de que o governo teria aumentado a demanda de mercado através do aumento do salário mínimo e demais programas sociais, sem ter aumentado a oferta, papel esse que seria do BNDES, estando aí a ligação com as metas de inflação que reside na teoria ortodoxa de oferta e demanda.

A seguir temos a demonstração da variação das fontes de funding do banco de 2008 a 2013, na tabela 4.2, onde podemos observar o aumento expressivo da contribuição do Tesouro Nacional para o funding do banco<sup>26</sup>.

Tabela 4.2: Funding do BNDES

<b>Fonte (Em milhões)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>1S/2013</b>
<b>Tesouro Nacional</b>	22500	105.000	107.052	50.246	55.000	17.000
<b>FAT</b>	11838	10.127	12.230	15.434	17.042	8.748
<b>Total TN/FAT</b>	34338	115127	119282	65680	72042	25748

Fonte: Relatórios administrativos do BNDES 2012 e 2013.

O BNDES executa suas atividades diretamente ou por meio de duas de suas subsidiárias integrais. A BNDES Participações (BNDESPar) provê apoio financeiro para capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados, enquanto a Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME) auxilia a expansão e modernização da indústria brasileira ao fornecer financiamento, usualmente por meio de agentes financeiros credenciados, para a aquisição de máquinas e equipamentos fabricados no Brasil. O BNDES oferece também, diretamente ou por meio da FINAME, financiamento às exportações de produtos e serviços, com foco especial em bens de capital e, eventualmente, bens de consumo com maior ciclo de comercialização. Adicionalmente, como parte da estratégia de ampliar o apoio à internacionalização das empresas brasileiras através de aquisição de participações

<sup>26</sup> Para mais detalhes consultar lei nº 11.948/09, que autorizou a concessão de créditos de até R\$ 100 bilhões para o BNDES, integralmente captados em 2009, e MP 472/09, que garantiu ao BNDES uma linha de crédito adicional de R\$ 80 bilhões.

acionárias em outras companhias, o BNDES inaugurou, em novembro de 2009, a sua subsidiária em Londres, a BNDES PLC, que mantém ainda uma filial em Montevidéu (Uruguai), seus objetivos são aumentar a visibilidade do Banco junto à comunidade financeira internacional, auxiliar de maneira mais efetiva as empresas brasileiras que buscam espaço no mercado externo e fazer a ponte entre investidores internacionais e as grandes oportunidades oferecidas pelo Brasil. (BNDESPar, 2013; BNDES, 2012c).

No figura 4.1, podemos comparar a evolução dos investimentos do banco por meio de suas subsidiárias. Nele podemos observar a participação expressiva da BNDESPAR em relação à FINAME e BNDES PLC (antiga BNDES Limited).

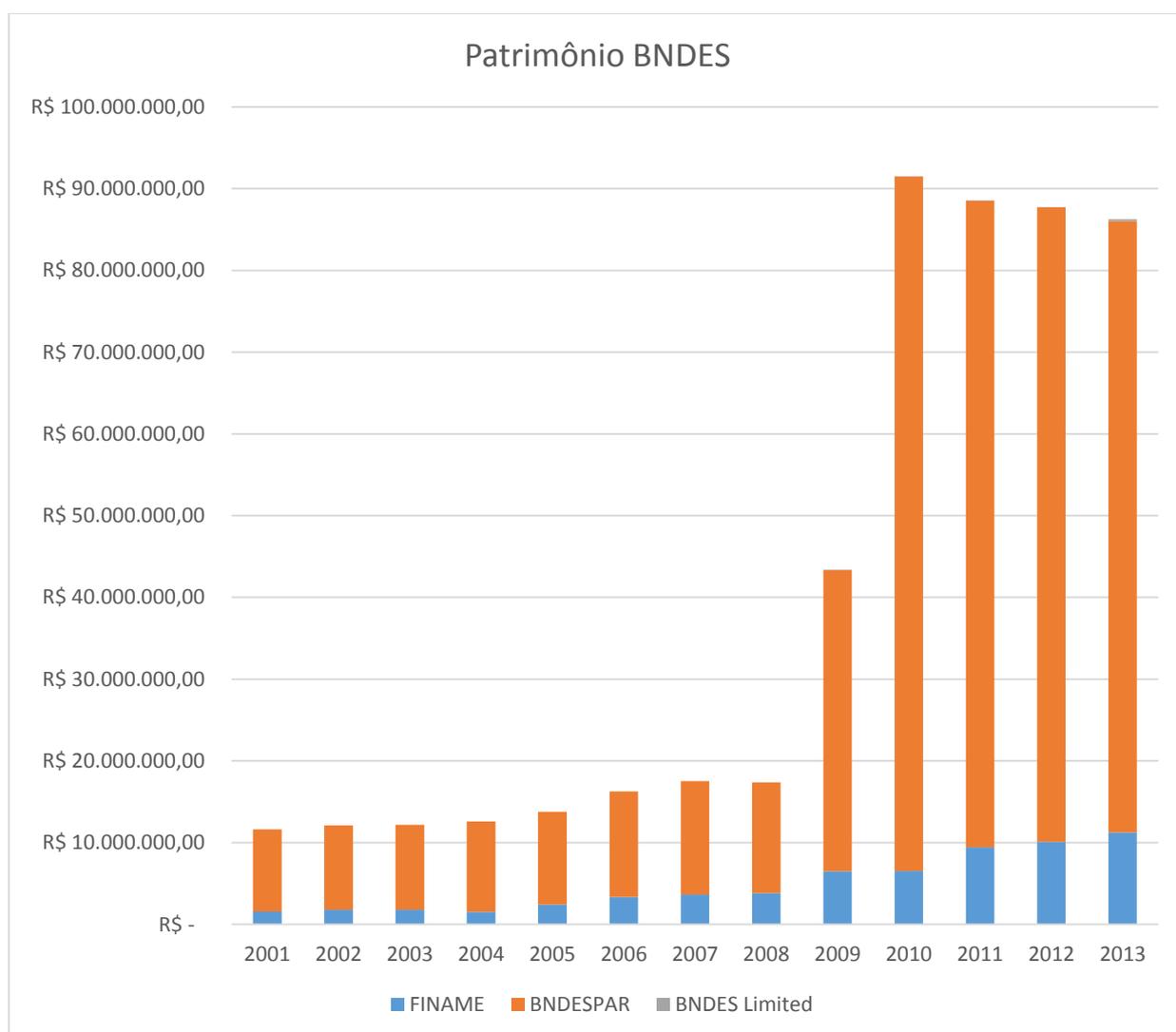


Figura 4.1: Participação das subsidiárias na evolução do patrimônio do BNDES  
Fonte: Elaborado pelo autor

Destaca-se aqui, como ressaltado por Desidério (2013), a BNDESPAR, inserida no mercado mobiliário, com um único acionista (o BNDES), caracterizada por utilizar instrumentos relacionados a investimentos no mercado de capitais e emissão de debêntures, portanto, realizando o investimento direto em empresas com o objetivo principal de inseri-las no ambiente de Governança Corporativa (transparência), alavancando o seu desenvolvimento. Dessa forma, depois de obtido o objetivo (no longo prazo) de alavancar a empresa no mercado de capitais a BNDESPar realiza o desinvestimento, sendo que esse momento é marcado pelo computo de lucros ou prejuízos na operação

O Banco do Brasil é o maior banco do sistema, em ativos, e a instituição bancária federal mais diversificada, com presença concorrencial ativa e passiva em praticamente todos os segmentos dos mercados bancário, de seguros, de capitalização e previdência, além de operar como principal agente financeiro do Tesouro Nacional. É o principal agente do sistema de crédito rural, respondendo por mais da metade de seus empréstimos; lidera também os empréstimos à pequena empresa e o mercado de câmbio, associado ao financiamento do comércio exterior, e é o maior gestor de recursos de terceiros do sistema. Além disso, tem presença nas principais praças financeiras do exterior. Seu funding se constitui de repasses oficiais e de recursos externos e, principalmente, recursos mobilizados concorrencialmente nos mercados doméstico e externo. Na reforma orçamentária de 1986-1988 perdeu a condição de autoridade monetária, que dividia com o Banco Central desde 1964 (Vidotto, 1997) e, após a estabilização, enfrentou uma crise da qual se livrou com um aporte de capital da ordem de R\$ 8 bilhões em 1996, majoritariamente subscrito pelo Tesouro Nacional (Vidotto, 2000; Vidotto, 2005).

Sua história começa com a assinatura do príncipe regente Dom João no alvará que fundou o Banco do Brasil em 1808, (na época existiam apenas três bancos emissores no mundo: na Suécia, na França e na Inglaterra), entre os motivos figuravam a escassez de moeda e a intensificação das atividades comerciais devido à abertura dos portos. O alvará foi expedido em 12 de outubro de 1808. No mesmo ano, em 03 de setembro, por decreto, foi iniciada a emissão dos escritos da Alfândega, que abriram caminho para o papel-moeda do Tesouro. O principal objetivo era de “proporcionar, com urgência, fundos para a manutenção da cúpula monárquica, composta principalmente pela rainha, D. Maria I, pelo príncipe regente, esposa,

prole, parentes próximos e afastados e pelo numeroso conjunto de fidalguia, administração e serventia doméstica.” (Banco do Brasil, 2010, p. 15)

As operações do Banco consistiam em (Banco do Brasil, 2010, p. 16):

- No desconto mercantil de letras de câmbio sacadas ou aceitas por negociantes de crédito, nacionais ou estrangeiros;
- Na comissão dos cálculos arrecadado de particulares ou estabelecimentos públicos, ou adiantados através de hipotecas; no depósito geral em prata, ouro, diamantes ou dinheiro;
- Na emissão de letras ou bilhetes pagáveis ao portador, no mínimo de 30 mil réis;
- Na comissão dos saques particulares ou do Real Erário, de fundos localizados no estrangeiro ou nacional, em área remota no recebimento de toda a soma, que se lhe oferecesse a juro da lei;
- Na comissão da venda dos gêneros privativos dos contratos e administração reais, como os diamantes, pau-brasil, marfim e urzela; no comércio das espécies de ouro e prata.

Em 23 de setembro de 1829 a Câmara dos Deputados votou pela imediata liquidação do Banco do Brasil, ocorrendo sua dissolução em 11 de dezembro de 1829, tendo sendo recriado em 1853, por iniciativa de José Joaquim Rodrigues Torres, o visconde de Itaboraí, com a justificativa de se criar um banco de emissão, com os objetivos principais de auxiliar o governo no resgate de papel-moeda e promover o progressivo aumento do crédito e das riquezas nacionais. A novo estatuto do banco foi aprovado através do decreto nº 1.222, de 31 de agosto de 1853. (Banco do Brasil, 2010)

Segundo seu estatuto, o novo Banco do Brasil poderia realizar somente as seguintes operações: (Banco do Brasil, 2010, p.29)

- Descontar, sem exceder a décima parte do seu fundo efetivo e o prazo de quatro meses, letras de câmbio, da terra e outros títulos comerciais à ordem e com prazo determinado – garantidos por duas assinaturas de pessoas

notoriamente abonadas, uma pelo menos residente no lugar em que se fizer o desconto -, e escritos das alfândegas e bilhetes do Tesouro;

- Encarregar-se, por comissão de compra e venda de metais preciosos, de apólices da dívida pública e de quaisquer outros títulos de valores, bem como de cobrança de dividendos, letras e de outros títulos a prazo fixo;
- Receber em conta corrente as somas entregues por particulares ou estabelecimentos públicos e pagar as quantias de que estes dispuserem, até a importância do que houver recebido;
- Tomar dinheiro a prêmio por meio de conta corrente ou letras, a prazo superior a 60 dias;
- Comprar e vender, por conta própria, metais preciosos;
- Fazer empréstimos, sob penhor de ouro, prata, diamantes, apólices da dívida pública, de ações de companhias acreditadas que tenham cotação real e na proporção da importância realizada; de títulos particulares que representem legítimas transações comerciais e de mercadorias não sujeitas à corrupção, depositadas nas alfândegas ou armazéns alfandegados, mas não podendo emprestar sobre penhor de suas próprias ações;
- Fazer movimentos de fundos de umas para outras praças do Império;
- Efetuar operações de câmbio para importar metais preciosos, ou impedir a exportação deles;
- Emitir notas, isto é, bilhetes pagáveis, à vista e ao portador, os quais terão privilégios exclusivos de serem bem recebidos em pagamentos nas repartições públicas.

Atualmente o BB é uma companhia aberta de direito privado, de economia mista, regida pelo seu Estatuto Social e pelas disposições legais que lhe são aplicáveis, sobretudo pela Lei das Sociedades por Ações e pelas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) (Banco Do Brasil, 2014). Dentre outros, destaca-se por ser o principal banco agrícola do país. Carvalho e Tepassê (2010) ressaltam que suas funções incluem:

- Atuação como autoridade monetária

- Compensação de cheques e papéis,
- Financiamento do comércio exterior e a administração do câmbio;
- Financiamento agrícola e das pequenas empresas.

Os mesmo autores destacam que a criação do Banco Central do Brasil (BCB), em 1965, deu início a um processo de 20 anos em que o BB teve seu escopo reduzido e redefinido até a forma atual, consolidada na segunda metade dos anos 1980. (Cavalho e Tepassê, 2010)

No seu Estatuto Social (Banco do Brasil, 2015), consta como Objeto social:

“Art. 2º O Banco tem por objeto a prática de todas as operações bancárias ativas, passivas e acessórias, a prestação de serviços bancários, de intermediação e suprimento financeiro sob suas múltiplas formas e o exercício de quaisquer atividades facultadas às instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional.” (Banco do Brasil, 2015)

Em seu relatório de gestão podemos encontrar as principais práticas objetivadas pelo banco:

O BB tem por objeto a prática de todas as operações bancárias ativas, passivas e acessórias, a prestação de serviços bancários, de intermediação financeira sob suas múltiplas formas, inclusive nas operações de câmbio e nas atividades complementares, destacando-se seguros, previdência privada, capitalização, corretagem de títulos e valores mobiliários, administração de cartões de crédito/débito, consórcios, fundos de investimentos e carteiras administradas e o exercício de quaisquer atividades facultadas às instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Como instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal, compete ao BB exercer as funções atribuídas em lei, especificamente as previstas no artigo 19 da Lei n.º 4.595/1964. (Banco do Brasil, 2014, p. 13)

Sua principal área de negócio está focada no segmento de varejo bancário. De maneira geral, seus negócios podem ser agrupados em seis grandes segmentos. Os principais aspectos relacionados a cada segmento estão dispostos a seguir: (Banco do Brasil, 2014, p. 13)

- Segmento Bancário: compreende uma grande diversidade de produtos e serviços oferecidos a todos os segmentos de atuação, tais como depósitos, operações de crédito e prestação de serviços;
- Segmento de Investimentos: negócios no mercado de capitais doméstico, tais como intermediação e distribuição de dívidas no mercado primário e secundário, participações societárias e prestação de serviços financeiros;
- Segmento de Gestão de Recursos: operações inerentes à compra, venda e custódia de títulos e valores mobiliários, administração de carteiras, instituição, organização e administração de fundos e clubes de investimento;
- Segmento de Seguros, Previdência e Capitalização: comercialização de produtos e serviços relacionados a seguros de vida, patrimonial e automóvel, planos de previdência complementar e títulos de capitalização;
- Segmento de Meios de Pagamento: prestação de serviços de captura, transmissão, processamento e liquidação financeira de transações em meio eletrônico (cartões de crédito e débito); e
- Outros Segmentos: compreende os segmentos de suporte operacional e consórcios, que foram agregados por não serem individualmente representativos. Suas receitas são oriundas principalmente da prestação de serviços não contemplados nos segmentos anteriores, tais como: recuperação de créditos, administração de consórcios, desenvolvimento, fabricação, comercialização, aluguel e integração de equipamentos e sistemas de eletrônica digital, periféricos, programas, insumos e suprimentos de informática, além da intermediação de passagens aéreas, hospedagens e organização de eventos.

A Caixa Econômica Federal (CEF), criada em 1861, está regulada pelo Decreto-Lei 759, de 12 de agosto de 1969, como empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda. Trata-se de instituição assemelhada aos bancos comerciais, podendo captar depósitos à vista, realizar operações ativas e efetuar prestação de serviços. Uma característica distintiva da Caixa é que ela prioriza a concessão de empréstimos e financiamentos a programas e projetos nas áreas de assistência social, saúde, educação, trabalho, transportes

urbanos e esporte. Pode operar com crédito direto ao consumidor, financiando bens de consumo duráveis, emprestar sob garantia de penhor industrial e caução de títulos, bem como tem o monopólio do empréstimo sob penhor de bens pessoais e sob consignação e tem o monopólio da venda de bilhetes de loteria federal. Além de centralizar o recolhimento e posterior aplicação de todos os recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), integra o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) (BACEN, 2015)

A CEF, atende ao financiamento da infraestrutura urbana, incumbência de estados e municípios, bem como ao financiamento habitacional e à construção civil, estes desenvolvidos tanto pelo setor público como privado; tal papel foi consolidado após a incorporação do antigo Banco Nacional da Habitação, em 1986. Esse atendimento é feito basicamente com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), dos depósitos judiciais (que as partes em litígio depositam em juízo), sobre os quais ela tem monopólio constitucional, e recursos que mobiliza com a caderneta de poupança. Com o mesmo fim, combinado com propósitos comerciais, a CEF atua na chamada “indústria” de fundos. Ela também concede crédito geral ao público e é o principal agente do governo para um conjunto diversificado de programas de natureza social. Opera as loterias federais e utiliza as agências lotéricas como correspondentes bancários, controlando a maior rede do gênero no mercado brasileiro. A CEF praticamente não capta recursos externos e não opera com câmbio; sua atuação está concentrada, portanto, no mercado doméstico, embora algumas iniciativas visem a superar essa limitação estratégica (Vidotto, 2005, pg. 61).

A CEF não é sociedade anônima (o capital é todo da União) e atua como banco universal, com carteira comercial e diversas outras atividades financeiras. Sua atuação é basicamente urbana, concentrada em financiamento habitacional e de infraestrutura. A CEF é uma espécie de “banco do trabalhador”, por gerenciar diversos fundos e programas públicos, como o FGTS e o seguro-desemprego, além de manter serviços de loterias e penhores. Foi organizada na forma atual em 1970, como fusão das Caixas estaduais de propriedade da União, existentes desde o século XIX e concentradas na captação da poupança popular e na realização de serviços financeiros para a população em geral. A CEF passou a articular os programas de saneamento e infraestrutura urbana e se tornou o banco do sistema habitacional público, a partir da incorporação do Banco Nacional de Habitação (BNH), em 1985.

Segundo divulgado em seu site institucional (CEF, 2009), a CEF tem como missão “atuar na promoção da cidadania e do desenvolvimento sustentável do País, como instituição financeira, agente de políticas públicas e parceira estratégica do Estado brasileiro”. Sua visão é ser “referência mundial como banco público integrado, rentável, eficiente, ágil, com permanente capacidade de renovação e consolidará sua posição como o banco da maioria da população brasileira” (CEF, 2009).

Vidotto (2005) destaca seu papel como o principal agente do governo para programas sociais além de conceder crédito geral ao público. É também o operador das loterias federais e utiliza as agências lotéricas como correspondentes bancários, controlando a maior rede desse tipo no Brasil.

O tabela 4.3 sumariza as principais características dos Bancos Públicos considerados.

Tabela 4.3: Características Bancos públicos do Brasil

	<b>BNDES</b>	<b>CEF</b>	<b>BB</b>
Fundação	1952	1969	1808 – 1829 / 1853
Sob autoridade	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior	Ministério da Fazenda	Ministério da Fazenda
Tipo empresa	Empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio	Empresa pública	Sociedade de Economia Mista (capital aberto)
Acionistas	Tesouro (totalidade)	Tesouro (totalidade)	Tesouro (controlador principal)
Subordinação	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior	Ministério da Fazenda	Ministério da Fazenda
Funding	FGTS, Tesouro direto, captações próprias	FGTS, depósitos judiciais, caderneta de poupança	Repasses oficiais e de recursos externos e, principalmente, recursos mobilizados concorrencialmente nos mercados doméstico e externo

---

Missão	Agência de desenvolvimento, de alcance nacional, com ênfase no fomento a setores produtivos e de infraestrutura.	Agente financeiro federal com a atribuição de desenvolvimento urbano, fomento à habitação, saneamento e infraestrutura; prestação de serviços, inclusive a administração de fundos e programas; banco de varejo voltado para suporte às suas atividades essenciais	Conglomerado financeiro federal, com atribuições específicas de fomento agroindustrial, de fomento ao comércio exterior, de relacionamento com o mercado financeiro internacional e de principal agente financeiro do Tesouro Nacional
--------	--	--	--

---

Fonte: Elaborado pelo autor

#### **4.5 O Papel do Estado na Indústria de Capital de Risco: Um Breve Histórico**

A seguir serão apresentadas as holdings dos principais bancos públicos do Brasil (BNDESPar, Conglomerado BB e grupo CEF), com um breve histórico e suas linhas de atuação.

##### **A BNDESPar**

As operações de capital de risco do Sistema BNDES começaram em 1974, com a criação de três subsidiárias do BNDES: Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), Financiamento de Insumos Básicos S.A. (Fibase) e Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa). Desde então, foram realizadas diversas operações com a justificativa de fomentar o mercado de capitais brasileiro. Com a incorporação da Embramec e Ibrasa pela Fibase, ocorrida em 1982, formou-se a BNDESPAR. Em 13 de janeiro de 1998, a BNDESPAR obteve junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o registro de companhia aberta, o que permite à instituição negociar títulos de sua emissão no mercado de balcão organizado.

No Formulário de Referência da BNDESPAR, podemos encontrar a descrição inicial dos objetivos e meios utilizados por ela:

A BNDESPar é, portanto, uma sociedade por ações, constituída em 1974 como subsidiária integral do BNDES, e atua sob o nome empresarial atual desde 1982. Sua atuação é pautada pelas diretrizes estratégicas formuladas em conjunto com o BNDES e direcionada a apoiar o processo de capitalização e desenvolvimento de empresas nacionais. Concretiza-se, principalmente, por meio de participações societárias de caráter minoritário e transitório e pela busca do fortalecimento e da modernização do mercado de valores mobiliários brasileiro. (BNDESPAR, 2013, pg. 53)

A BNDESPAR é controlada por um único acionista, o BNDES, que influencia diretamente todas as decisões da subsidiária (BNDESPar, 2013, pg. 15). Sendo todos os integrantes da diretoria desta, membros da diretoria do banco, com suas deliberações produzindo efeitos na subsidiária por meio da ata da assembleia geral de acionistas (artigo 130 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Lei das sociedades por Ações). Devido à sua relação direta com o banco, a subsidiária segue as mesmas diretrizes, deixando claro que o BNDES tem o poder de alterar a estratégia de atuação da BNDESPar, com os consequentes reflexos nos seus resultados.

A experiência do BNDES em alocar estes recursos, garantindo os maiores benefícios possíveis para o desenvolvimento nacional, tem contribuído para o crescimento da produção nacional de bens e serviços, expandido a oferta de postos de trabalho, promovido o desenvolvimento do mercado de capitais e incentivado a modernização econômica, os avanços tecnológicos e as melhores práticas de proteção ambiental e inclusão social. (BNDESPar, 2013, pg. 94)

A subsidiária investe em empresas nacionais através da subscrição de ações e debêntures conversíveis. O BNDES considera ser de fundamental importância, na execução de sua política de apoio, a observância de princípios ético-ambientais e assume o compromisso com os princípios do desenvolvimento sustentável. As linhas de apoio financeiro e os programas do BNDES são propostos de forma a buscar atender às necessidades de investimentos das empresas de qualquer porte e setor, estabelecidas no país. A parceria com instituições financeiras, com agências estabelecidas em todo o país, permite a disseminação do crédito, possibilitando um maior acesso aos recursos do BNDES. A subsidiária tem por objeto social (BNDESPar, 2013).

- Realizar operações visando à capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados, observados os planos e políticas do BNDES;
- Apoiar empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão e, ainda, que apresentem perspectivas adequadas de retorno para o investimento, em condições e prazos compatíveis com o risco e a natureza de sua atividade;
- Apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, em cujas atividades se incorporem novas tecnologias;
- Contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por intermédio de acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas;
- Administrar carteira de valores mobiliários, próprios e de terceiros.
- Aprimorar os produtos tradicionais, imprimindo um padrão de governança corporativa que objetiva o aumento da liquidez e da demanda, tornando o investimento em ações muito mais atrativo;

- Apoiar o desenvolvimento e a implementação de novos produtos que possam atrair recursos (humanos e financeiros) para o fortalecimento do mercado;
- Desenvolver a indústria de fundos fechados no Brasil; e
- Apoiar pequenas e médias empresas por meio de capital de risco.

Destacamos aqui, dentre os seus objetivos, a forma de atuação adotada para o fortalecimento do mercado de capitais, sendo feita por meio de “acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas”. Esses dois alcançados por meio da disseminação das boas práticas de Governança Corporativa, legitimadas nos anos de governo Lula<sup>27</sup>. Além disso, podemos encontrar em seus objetivos uma forma de atuação, que é através da inovação de produtos financeiros, no caso concretizado na emissão debêntures, com o objetivo de tornar o investimento no mercado de capitais mais atrativo.

No discurso do banco, a atuação da subsidiária é pautada em conjunto com o banco e visa apoiar o processo de capitalização e desenvolvimento de empresas nacionais, concretizando-se por meio de participações societária de caráter minoritário e transitório e pela busca do fortalecimento e da modernização do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Sua atuação é pautada pelas diretrizes estratégicas formuladas em conjunto com o BNDES e direcionada a apoiar o processo de capitalização e desenvolvimento de empresas nacionais. Concretiza-se, principalmente, por meio de participações societárias de caráter minoritário e transitório e pela busca do fortalecimento e da modernização do mercado de valores mobiliários brasileiro. (BNESPARRF, 2013, pg. 53)

Apoiado em seu objeto social, a BNDESPar se diz precursora na adoção de investimentos na forma de subscrição de valores mobiliários, sendo agente indutor de algumas modalidades de fundos de investimento, seja pelo foco setorial, tamanho de empresa, nível de liquidez, entre outros. Ela também atua na formação e na organização de fundos de

---

<sup>27</sup> Grun (2003) faz um apanhado da construção e apropriação de significados na construção da Governança Corporativa no Brasil como meio legítimo de alavancar os investimentos necessários para o desenvolvimento do econômico, sendo que “a linguagem financeira, em geral, e a transparência contábil, em particular, tornam-se a língua franca e o ambiente virtuoso por excelência.” (Grun, 2003:140)

investimento em participações – FIP, com investidores nacionais e internacionais, e na estruturação de fundos de investimento em empresa emergentes. “Para atender a seus objetivos, a BNDESPar já desenvolveu e vem buscando permanente aprimoramento, destacando-se” (BNDEPARRF, 2013, pg. 54):

- Qualificação técnica de seus analistas (utilização de técnicas consagradas de análise e avaliação do negócio, bem como uso de mecanismos variados de investimento e desinvestimento);
- Programas de apoio direto a empresas fechadas: Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica – Contec, Programa de Apoio a Pequenas Empresas – Contec Simplificado, Programa de Investimento em Empresas Emergentes e Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas;
- Programas de atuação indireta, por meio de investimento minoritário em fundos fechados administrados por terceiros (fundos de empresas emergentes, fundos de private equity, fundos de governança/liquidez, dentre outros), possibilitando com isso aumento da abrangência de sua atuação; e
- Atuação institucional conjunta buscando o desenvolvimento do mercado de capitais pelo incentivo à adoção, por parte das empresas, de práticas de boa governança corporativa que redundem em maior transparência e respeito aos acionistas minoritários. Nesse sentido, o BNDES e a BNDESPAR vêm trabalhando em conjunto com vários outros órgãos e esferas do Governo Federal, entidades de classe e instituições privadas, notadamente o Banco Central do Brasil (“BACEN”), a CVM, a ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”), a CETIP S.A. – Mercados Organizados (“CETIP”) e a BM&FBOVESPA

Por sua atuação institucional, podemos entender que a BNDESPar está diretamente ligada a entidades tanto econômicas como políticas de forma a influenciar tanto a adoção de novas estruturas quanto a normatização das mesmas. Dessa forma a subsidiária

estaria atuando de forma a contribuir para a parcela coerciva do isomorfismo. Ao se referir à qualificação técnica de seus analistas, o banco busca se legitimar no meio buscando fontes ligadas a adoção práticas do mercado financeiro, uma consequência é a insistência em declarar a adoção de controles internos ligados a testes de stress, uma prática muito utilizada ligada na gestão de carteiras no curto prazo, em seus investimentos declarados como de longo prazo.

O Quadro 4.1 sumariza a estrutura de atuação da subsidiária:

Quadro 4.1: Estrutura de atuação da BNDESPAR

Programas de apoio direto a empresas fechadas	<p>Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica – Contec</p> <p>Programa de Apoio a Pequenas Empresas – Contec Simplificado</p> <p>Programa de Investimento em Empresas Emergentes</p> <p>Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas</p>
Programas de atuação indireta (investimento minoritário em fundos fechados administrados por terceiros)	<p>Fundos de empresas emergentes</p> <p>Fundos de private equity</p> <p>Fundos de governança/liquidez</p> <p>Outros</p>

Fonte: BNDESPAR, 2013

A estrutura corporativa da subsidiária pode ser descrita, como apresentada pelo relatório de referência:

As funções corporativas da BNDESPAR são desempenhadas por diversas áreas do BNDES, dentre as quais a AA (Área Administrativa), ARH (Área de Recursos Humanos), a AC (Área de Crédito), a AF (Área Financeira), a AGR (Área de Gestão de Riscos), a AJ (Área Jurídica), a AP (Área de Planejamento) e a ATI (Área de Tecnologia da Informação e Processos). As decisões relativas à BNDESPAR são de responsabilidade de sua Diretoria, composta pelos mesmos integrantes da Diretoria do BNDES. Embora no passado a BNDESPAR tenha constituído quadro próprio de funcionários, desde 1992 a contratação de novos funcionários é feita exclusivamente pelo BNDES, mediante concurso público. Em 31 de março de 2013, o quadro remanescente da BNDESPAR reunia 85 profissionais. A última contratação de funcionário realizada pela BNDESPAR ocorreu em 1987. A alocação de funcionários para trabalhar na AMC, na ACE ou em outras atividades relativas à BNDESPAR independe da entidade do Sistema BNDES à qual esse funcionário esteja contratualmente vinculado. (BNDESPAR, 2013, pg. 87)

Para o presente trabalho destacamos a Área de Mercado de Capitais (AMC<sup>28</sup>), que concentra todas as atividades de investimento/desinvestimento e acompanhamento da carteira de renda variável, e a Área de Capital Empreendedor (ACE), que concentra as atividades de renda variável relacionadas a operações diretas com pequenas e médias empresas e a operações indiretas por meio de fundos fechados de investimento. Essas duas áreas são responsáveis, também, pela determinação dos parâmetros ligados ao risco de mercado e risco de crédito, assim como relatórios de Basileia fornecidos ao BCB. Segundo a apresentação, “O apoio em Renda Variável pelo BNDES às Pequenas e Médias Empresas de Wellington Barros, a ACE é responsável por operações de faturamento bruto inferior a R\$300 milhões no ano de 2010.

A BNDESPar afirma ser uma importante fonte de apoio financeiro às empresas por meio de valores mobiliário e manter seus investimentos por um prazo médio de cinco a sete anos, sendo que raramente detêm mais do que 33% do capital total da empresa. As exceções configuram-se em ocasiões em que o Governo precisa de apoio financeiro, sendo esse representado por repasses de dívida entre do Governo para o banco, de forma a antecipar o pagamento da dívida ao governo.

“A BNDESPar é uma importante fonte de apoio financeiro às empresas por meio de valores mobiliários e mantém os seus investimentos por um prazo médio de cinco a sete anos, raramente detendo mais do que 33% do capital total de uma empresa. As exceções estão representadas por (i) alguns investimentos em que a BNDESPAR atua como fornecedora de recursos de capital de risco para empresas emergentes; e (ii) algumas operações com o intuito de recuperação de créditos concedidos ou de preservação do investimento realizado no passado. Tais exceções demandam sempre a aprovação da Diretoria da BNDESPar. Apesar de temporários por natureza, alguns dos investimentos da BNDESPar são feitos por longos períodos. Adicionalmente, no início dos anos 80 e novamente no segundo semestre de 2009 houve integralização de capital do BNDES pelo Tesouro Nacional com ações de empresas estatais. Essas ações foram transferidas posteriormente para a BNDESPAR, constituindo

---

28 De outubro de 2001 a janeiro de 2005, as atividades da BNDESPAR eram executadas através de diversas unidades operacionais de seu Controlador, o BNDES. Em fevereiro de 2005, foi criada pelo BNDES a Área de Mercado de Capitais (AMC), que passou a concentrar todas as atividades de investimento/desinvestimento e acompanhamento da carteira de renda variável. A AMC passou a concentrar todas as atividades de investimento, desinvestimento e acompanhamento da carteira de renda variável da BNDESPAR com o objetivo de intensificar suas operações e melhor administrar os seus ativos. Em abril de 2008, o BNDES criou uma nova área: a Área de Capital Empreendedor (ACE). A ACE passou a concentrar as atividades de renda variável, relacionadas a operações diretas com pequenas e médias empresas, e as operações indiretas, por meio de fundos fechados de investimentos, até então desempenhadas pela AMC. Com isso, as atividades operacionais da BNDESPAR estão totalmente integradas ao BNDES sendo executadas principalmente por meio da AMC e da ACE. Estas áreas reúnem profissionais especializados na análise de investimento e desinvestimento em ações, debêntures e fundos. (BNDESPar, 2007, pg. 1).

atualmente parte expressiva do valor da carteira de participações societárias da Emissora.” (BNDESPar, 2013, pg. 67)

Uma forma de atuação da subsidiária é por meio de compra e emissão de debêntures com o objetivo de desenvolver o mercado de renda fixa:

Visando contribuir para o desenvolvimento do mercado local de renda fixa e para a consolidação do segmento de renda fixa corporativo no país, a BNDESPAR tem atuado também como emissora frequente de debêntures simples com características inovadoras incluindo incentivos a uma maior pulverização do universo de investidores. (BNDESPAR, 2013:85)

Em relação à sua atuação com debêntures com o objetivo de desenvolver o mercado local de renda fixa, as inovações da BNDESPar foram:

- Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado;
- Plataforma da Negociação Eletrônica – CetipNET;
- A veiculação de campanha publicitária destinada ao público de varejo;
- Primeira oferta local de debêntures com valor nominal atualizado pelo IPCA;
- Ofereceu aos investidores uma série prefixada;
- Tem numeração flutuante trimestral, sem indexação à variação diária do DI;
- Testar o uso da nova estrutura de taxa de juros flutuantes desvinculada do DI;
- Mercado de Renda Fixa (NMRF) – ANBIMA.

## **O Conglomerado Banco do Brasil**

Dentre as principais empresas que compõem o conglomerado Banco do Brasil, destacamos o BB Banco de Investimento S.A. (BB-BI), que atua na indústria de private equity como investidor, assessorando os fundos por ele investidos. Atualmente é cotista de 13 fundos dos quais 4 atua como assessor, se comprometendo com a quantia de R\$ 1.262,5 milhões. No segmento de seguros, previdência e capitalização, mas ainda classificada como participações e atribuída ao setor produtivo pelo do relatório de perfil das empresas estatais, temos a BB Seguridade Participações S.A., criada em 2012, em que o BB detém 66,25% de

participação, sua forma de atuação envolve, também, a participação por meio de parcerias privadas, além de distribuição via corretora própria. Similar ao empregado nos relatórios da BNDESPar, a subsidiária, e com isso o banco, se esforçam para evidenciar o crescimento do patrimônio líquido após a distribuição dos lucros, atribuindo-o ao crescimento do setor, com destaque para as coligadas BB Mapfre SH1, Brasilprev e Brasilcap (BB Seguridade, 2015). Vale destacar que apesar de ter sido criada em 20 de dezembro de 2012, o seu controlador (o BB) tem atuado na área de seguros, previdência complementar aberta e capitalização aproximadamente a 20 anos a saber (BB Seguridade, 2015):

- **Seguros:** Em 1996, fruto da associação entre o Grupo SulAmérica e o BB Banco de Investimentos S.A. (BB-BI), foi constituída a empresa que no ano seguinte passaria a se chamar Brasilveículos, com atuação nos ramos de seguros de veículos. Em 1997, foi criada a Aliança do Brasil, empresa investida do BB-BI em sociedade com a Companhia de Participações Aliança da Bahia e que tinha como objeto social operar com seguros nos ramos elementares e vida. A Aliança do Brasil Seguros foi constituída em 1995 e passou a operar em 1996, ano em que o Banco do Estado de Santa Catarina (BESC) adquiriu participação acionária na seguradora. O Banco do Brasil passou a ser seu acionista após a incorporação do BESC, em 2008. A partir de 2010, a Aliança do Brasil Seguros passou operar exclusivamente com seguros de ramos elementares. Após diversos movimentos societários, a Brasilveículos, a Aliança do Brasil e a Aliança do Brasil Seguros foram aportadas na parceria firmada pelo Banco do Brasil com o Grupo Mapfre para atuação conjunta no mercado brasileiro de seguros.
- **Previdência Complementar Aberta:** Em 1993, resultado de parceria entre BB-BI e um grupo de seguradoras, foi constituída a Brasilprev Seguros e Previdência S.A. (Brasilprev). Posteriormente, a Brasilprev passou por diversas reorganizações em seu quadro acionário até que, entre 1999 e 2000, a Principal Financial Group do Brasil Ltda adquiriu participações na Brasilprev e firmou parceria com o BBBI.

- **Capitalização:** Em 1995, fruto de parceria entre Banco do Brasil, por meio do BB-BI, Sul América Capitalização, Icatu Hartford e Aliança da Bahia, foi constituída a Brasilcap Capitalização S.A.(Brasilcap). Reestruturação Em agosto de 2008, com a aquisição da totalidade das ações de emissão da Aliança do Brasil pelo BB-BI, o Banco do Brasil deu início a um processo de reorganização societária da sua área de seguros, previdência complementar aberta e capitalização.

Nesse contexto, foram realizados diferentes movimentos societários e operações por parte do Banco do Brasil, com influência direta no ramo de atuação da BB Seguridade. Na figura 4.2, temos a estrutura societária da BB Seguridade Participações.

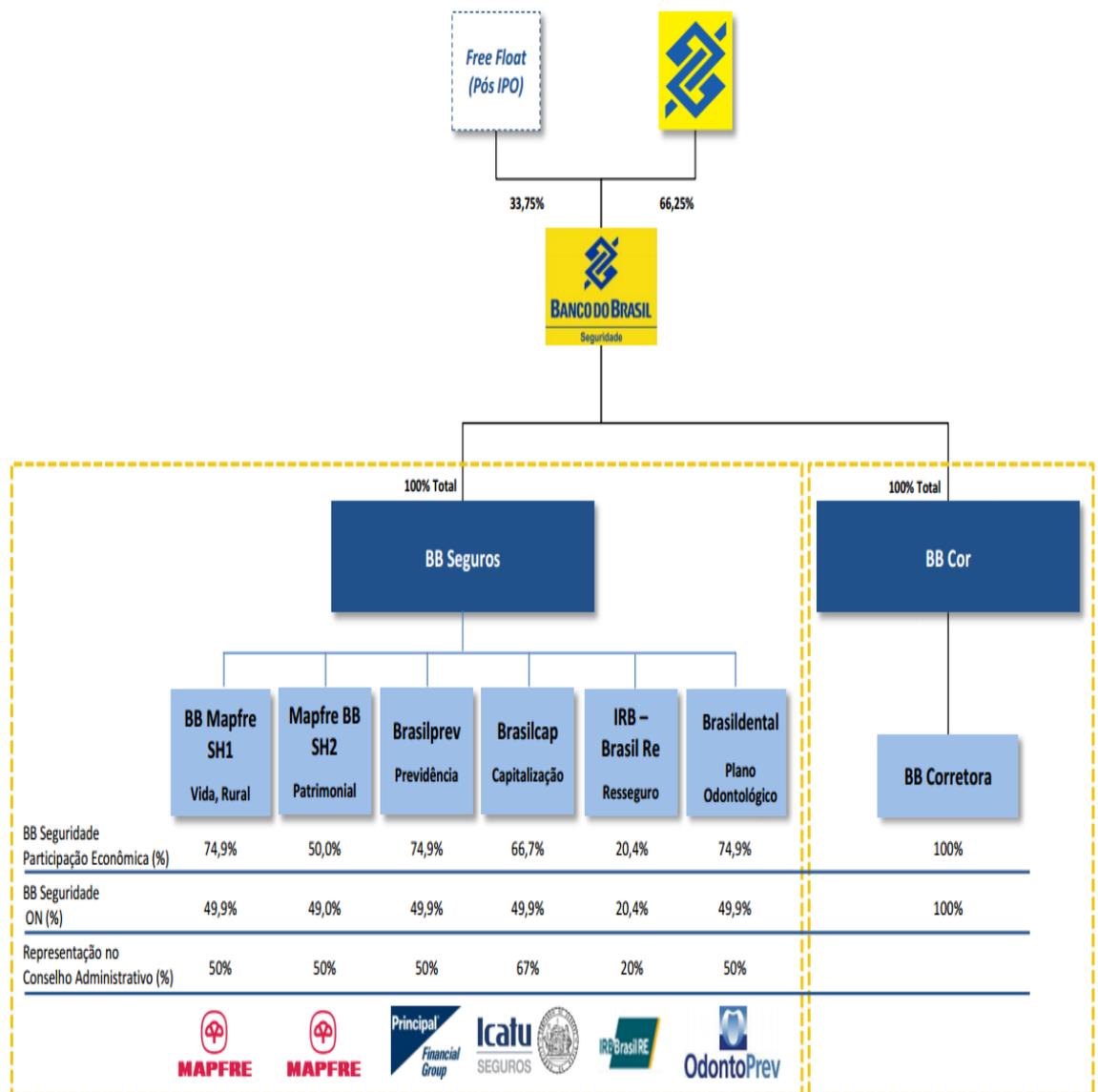


Figura 4.2: Estrutura societária da BB Seguridade Participações.  
Fonte: BB Seguridade, 2015

Ainda no segmento de seguros, previdência e capitalização, temos a BB Cor Participações S.A. (BB COR), detida pela BB Seguridade com objetivo de participação em sociedades administradoras de bens, a corretagem e a viabilização de negócios envolvendo empresas de seguros de ramos elementares, vida e capitalização, planos previdenciários e seguro saúde detendo a BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A. No segmento de meios de pagamentos temos a BB Elo Cartões Participações S.A. (BB ELO), detida pelo BB com o objeto social de participação em outras sociedades, considerada veículo

de investimento do banco em investimentos da parceria com o Bradesco (“parceria Elo”) com participação acionária na ELOPA (49,99%), holding do Projeto Elo; ELO Serviços S.A. (66,66%), responsável por operacionalizar a Bandeira Elo de cartões de crédito, débito e pré-pagos; e Companhia Brasileira de Soluções e Serviços (CBSS). Ao final do exercício de 2013, foi celebrado Acordo de Associação entre a BB ELO e a Cielo S.A., formando parceria estratégica no setor de meios eletrônicos e pagamento, passando a explorar as atividades de gestão de contas de pagamento pós-pagas e de gestão da funcionalidade de compras via débito de arranjos de pagamentos (DEST, 2015).

Ainda no setor de Serviços Financeiros, temos a BB Administradora de Cartões de Crédito S.A. (BB CARTÕES), detida pelo BB, responsável pela comercialização dos produtos BB Cartões Alelo Alimentação e BB Cartões Alelo Refeição na forma de cartão eletrônico, em conformidade com o Programa de Alimentação do Trabalhador (PAT), com cerca de 461 mil estabelecimentos comerciais credenciados, distribuídos em mais de cinco mil municípios brasileiros. É via essa subsidiária que é realizada a gestão do saldo dos cheques de viagem vendidos e não liquidados e aplicação dos valores pendentes de liquidação. É responsável também pela emissão do Vale Cultura, demanda gerada pelo próprio conglomerado e suas controladas e coligadas.

Detida pela BB COR, temos a BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A. (BB CORRETORA), com o objeto social ligado à administração de bens, corretagem e administração, realização, promoção e viabilização de negócios envolvendo seguros, capitalização, planos previdenciários e seguros de saúde.

O conglomerado é composto também por holding relacionada à atividades de (1) Viagens e turismo (BBTUR Viagens e Turismo Ltda. - BB TURISMO) com foco em viagens corporativas, destacando a atualização da plataforma tecnológica, o sistema AGM (Amadeus Agency Manager), desenvolvida especificamente para o mercado de viagens corporativas; (2) Pesquisa, Implantação e Gestão de Projetos (Empresa Gerencial de Projetos Navais - EMGEPRON) para a promoção da indústria militar naval brasileira, abrangendo a pesquisa e o desenvolvimento, gerenciamento de projetos integrantes de programas aprovados pelo Ministério da Defesa, e promoção ou execução de atividades vinculadas à obtenção e manutenção de material militar naval; e (3) Tecnologia da Informação (Cobra Tecnologia

S.A. – COBRA), no segmento de instituições financeiras com produtos e serviços desenvolvidos para as áreas de tecnologia da informação, comunicação, logística e processos de apoio a serviços bancários e financeiros, prestando serviços de suporte técnico a equipamentos de digitalização e os serviços de sustentação de datacenter do banco.

Abaixo temos um quadro resumo e a representação gráfica do conglomerado Banco do Brasil.

Quadro 4.2: Empresas controladas e coligadas do conglomerado Banco do Brasil

<b>Cia de Seguros Aliança do Brasil</b>	Empresa atuante na realização de seguros nos ramos elementares e vida nas modalidades de riscos pessoais, patrimoniais, de transportes, rurais e de garantias.
<b>Brasilcap Capitalização S.A.</b>	Comercialização de títulos de capitalização.
<b>Brasilprev Seguros e Previdência S.A.</b>	Empresa de produtos de previdência complementar instituindo e executando planos de benefícios de caráter previdenciário.
<b>Brasilsaúde Companhia de Seguros S.A</b>	Empresa atuante na área de serviços médicos com comercialização de seguros saúde e seguro odontológico.
<b>Brasilveículos Companhia de Seguros S.A</b>	Comercialização de seguros de veículos e pessoas.
<b>BB Banco de Investimento S.A.</b>	Banco de Investimento
<b>Ativos S.A. - Securitizadora de Créditos Financeiros</b>	Aquisição e/ou gestão de créditos oriundos de operações praticados por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimentos, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades de crédito, financiamento e investimento, associações de poupança e empréstimo, caixas econômicas e companhias hipotecárias, podendo participar de outras sociedades.
<b>Cielo S.A.</b>	Prestação de serviços de credenciamento de estabelecimentos comerciais para a aceitação de cartões de crédito e de débito, bem como de outros relacionados a captura, transmissão e processamento de dados e liquidação de transações decorrentes do uso de cartões de crédito e de débito, dentre outras.
<b>Neoenergia S.A</b>	Participação em outras sociedades, na qualidade de sócia minoritária ou controladora, qualquer que seja o respectivo objeto social; intermediação e assessoria de negócios, no País ou no exterior; importação de bens e serviços; realização de estudos e projetos comerciais, industriais e de serviços, bem como sua implantação.
<b>Braslian American Merchant Bank - BAMB</b>	Operações bancárias ativas, passivas e acessórias
<b>Cia. Brasileira de Soluções e Serviços (CBSS) - Visa Vale</b>	Convênios de meios de pagamento de benefícios, incluindo mas não se limitando aos benefícios de alimentação, refeição, refeição, transporte e combustível.
<b>BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A</b>	Administração e gestão de recursos de terceiros.
<b>BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A.</b>	Empresa do ramo de seguros
<b>BB Leasing S.A. - Arrendamento Mercanti</b>	Arrendamento mercantil de bens móveis ou imóveis
<b>BB Administradora de Consórcios S.A.</b>	Administração de grupos de consórcio
<b>BB Aliança Participações S.A.</b>	Participação em sociedades seguradoras
<b>BB Seguros Participações S.A.</b>	Participação em sociedades seguradoras, de capitalização e entidades abertas de previdência complementar.
<b>Cobra Tecnologia S.A.</b>	Comercialização, instalação, manutenção de computadores e periféricos.
<b>Banco Votorantim S.A</b>	Banco Múltiplo

Fonte: Site do Banco do Brasil

## CONGLOMERADO BANCO DO BRASIL CONFIGURAÇÃO SOCIETÁRIA

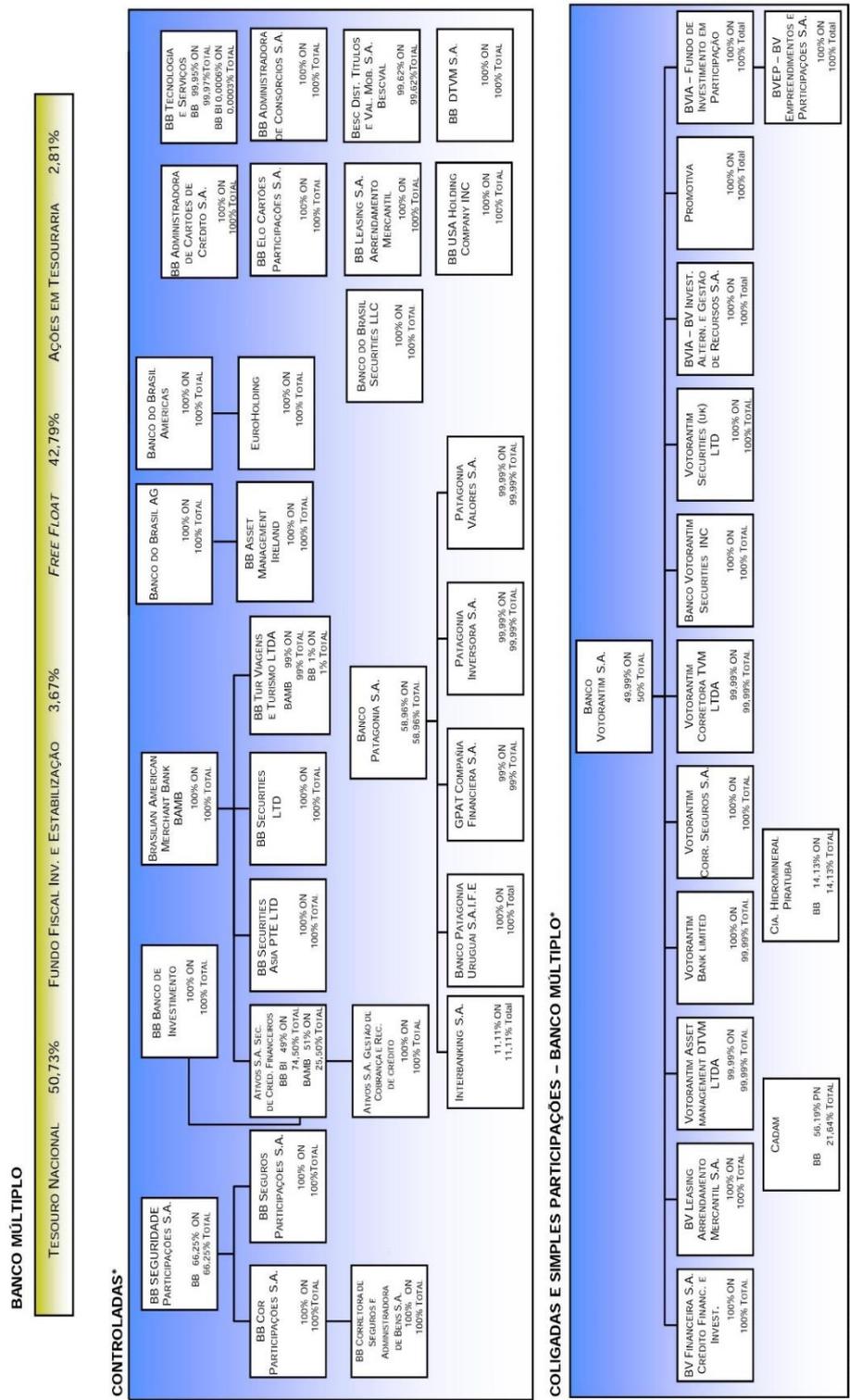


Figura 4.3: Conglomerado Banco do Brasil Configuração Societária: Controladas  
Fonte: Site do Banco do Brasil



## CONGLOMERADO BANCO DO BRASIL CONFIGURAÇÃO SOCIETÁRIA

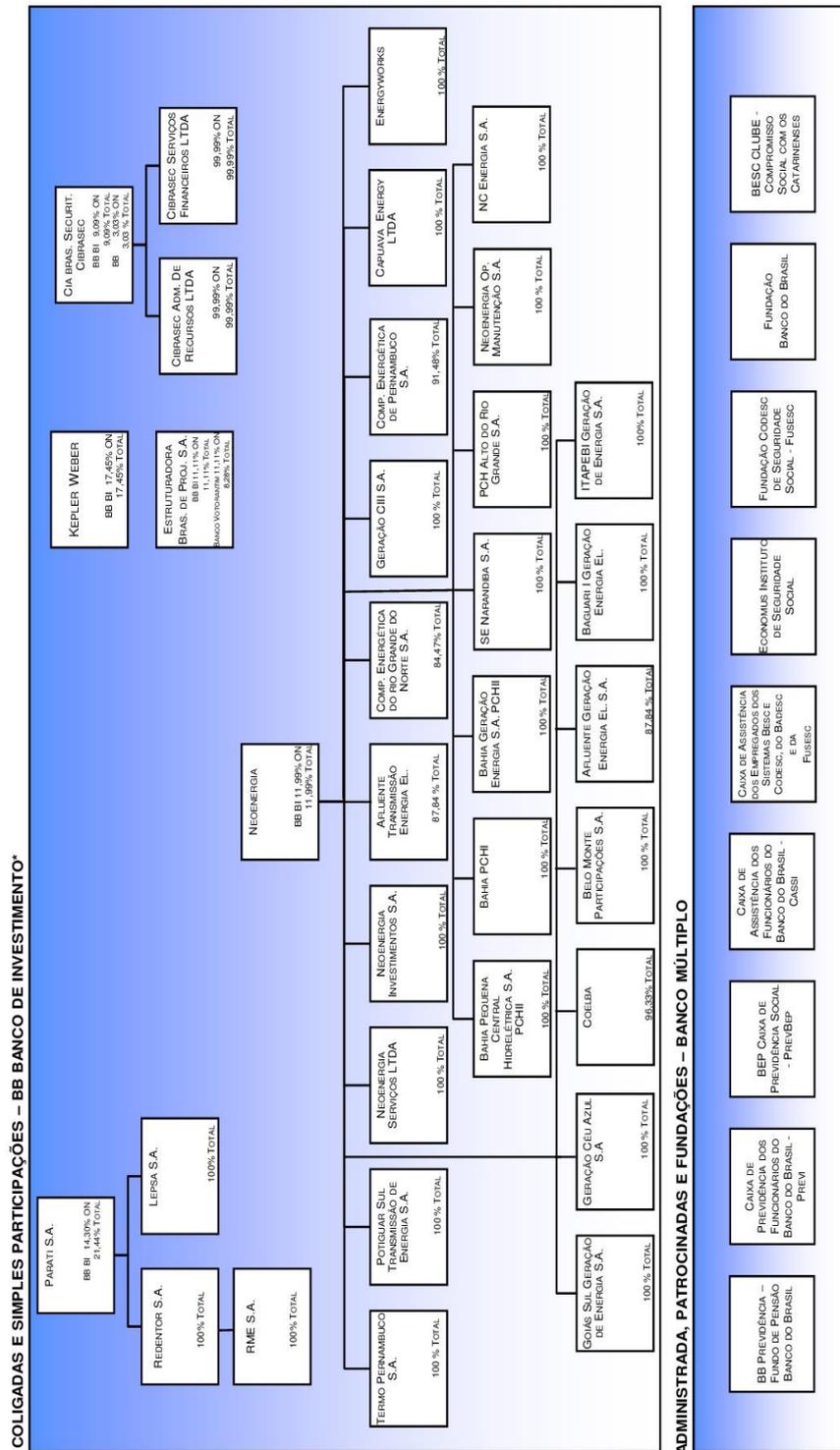


Figura 4.5: Conglomerado Banco do Brasil Configuração Societária: Coligadas, Simples Participações, Administrada, Patrocinadas e Fundações.  
Fonte: Site do Banco do Brasil

\* REPRESENTADAS APENAS AS EMPRESAS NAS QUAIS O BANCO DETÉM, DE FORMA DIRETA OU INDIRETA, MÍNIMO DE 10% DO CAPITAL VOTANTE OU TOTAL.

## **O grupo CEF**

O grupo CEF é formado pelas holdings Participações S.A. e a Caixa Seguridade. A Caixa Participações S.A. (CAIXAPAR) foi instituída após a publicação da Medida Provisória 0443 de 21/10/2008 convertida na Lei nº 11.908 de 03/03/2009, que autorizou a Caixa Econômica Federal a constituir subsidiárias e a adquirir participação em instituições financeiras sediadas no Brasil, dos ramos securitário, previdenciário, de capitalização além dos ramos de atividades complementares às do setor financeiro. Assim, a CAIXAPAR foi constituída por meio de escritura pública registrada em cartório em 31/03/2009, com o objetivo de adquirir e alienar participações societárias em instituições financeiras públicas ou privadas sediadas no Brasil, com vistas ao cumprimento de atividades dispostas no objeto social da CEF. Atualmente é proprietária das seguintes participações: CAIXA Seguros Holding S.A., Companhia Brasileira de Securitização S.A. (Cibrasec), Tecnologia Bancária S.A. (Tecban), Cielo S.A., Banco PanAmericano S.A., Elo Serviços S.A, Caixa Crescer S.A, Capgemini Brasil S.A, Branes S.A e Habitar S.A. (Defaz, 2012, p. 1)

A Caixa Participações S.A. é considerado o braço estratégico da Caixa nos negócios relativos a participações, atuando em setores da economia e em atividades complementares e similares aos negócios da instituição (CAIXA, 2015). Suas principais atividades dizem respeito à prospecção de novos negócios, a gestão e a governança das participações societárias investidas. Com a justificativa de buscar uma nova estrutura societária mais ágil e moderna e maior aderência às exigências regulatórias ditadas pelo BCB e pela SUSEP, o projeto da Holding foi finalizado em 2011 (CAIXA, 2015).

O relatórios buscam explicitar as diretrizes ligadas à adoção das estratégias do banco, declarando-se com perspectivas de longo prazo (CAIXAPAR, 2013). Seu discurso é focado na “adoção das melhores práticas de sustentabilidade e governança empresarial e corporativa para garantir o fortalecimento da competitividade de sua controladora por meio das empresas participadas que compõem as atividade de atuação por ela demandadas”. Dentro da narrativa de eficiência, diz buscar excelência, almejando atingir “níveis de ética, transparência e sustentabilidade desejáveis pela Controladora e a sociedade em geral”. As principais atividades da CAIXAPAR dizem respeito à gestão das participações societárias de sua carteira e à prospecção e aquisição de novos negócios. Podemos notar em seus relatórios

elementos de empreendedorismo onde declara seu crescimento ser “via complementaridade” de forma a “explorar novos nichos de mercado ligados a segmentos em que se identifica potencial atuação do banco”. Os relatórios falam em crescimento, também, por similaridade por meio do reforço da presença do banco em nichos já explorados, “visando defender e ampliar sua participação”. Em seu relatório de referência, a CAIXAPAR ressalta sua eficiência e agilidade inerentes em relação à controladora (CEF). Seus objetivos contemplam (CAIXAPAR, 2013):

- Ampliar e diversificar suas participações acionárias em segmentos estratégicos para a CEF;
- Reforçar a capacidade de atuação da CEF, na execução de suas atividades e objetivos;
- Adotar as melhores práticas de governança corporativa e realizar negócios em conformidade com a legislação em vigor, aplicáveis igualmente à gestão e controle de sua carteira de participações.

A Holding Caixa Seguridade foi criada em 2015, concentrando as participações societárias da CEF nos segmentos de seguridade e corretagem de seguros, sendo detentora da Caixa Seguradora, PAN Seguros e PAN Corretora. É considerada a quarta maior grupo segurados do país. Nesse ponto a holding utiliza-se da legitimidade do banco (seu detentor) para declarar diferencial competitivo, devido ao “acesso a mais de 80 milhões de clientes”. Nos relatórios seus objetivos são tidos como o de “facilitar o acesso do público a produtos e serviços de seguridade por meio de associações e do uso de canais adequados para comercialização”. Tal declaração se sustenta na declaração de sua rede de distribuição abranger quase a totalidade dos municípios do país, com mais de 65 mil pontos de atendimento. Com a Pan Seguros, declara ter acesso a rede de distribuição do Banco PAN, tem acesso a mais de 9 mil concessionárias e revendedoras de veículos e 1,3 mil parceiros imobiliários e com a PAR Corretora diz cobrir o território nacional com uma rede de corretores e empresas parceiras.

Embora a holding tenha sido criada em 2015, a atuação da CEF no mercado de seguros começou em 1967, com um crescimento dito modesto devido às condições econômicas do período entre 1970 e 1980. Devido a mudanças na regulamentação dos anos

90, as companhias seguradoras passaram a ter maior liberdade na estruturação dos produtos financeiros, possibilitando seu crescimento na fatia de mercado, permitindo a entrada de sociedades estrangeiras, com conseqüente importação de ideias para o segmento.

A figura 4.6 ilustra a composição anterior à criação da Caixa Seguradora do grupo CAIXA e a figura 4.7 a composição da Caixa Seguradora.

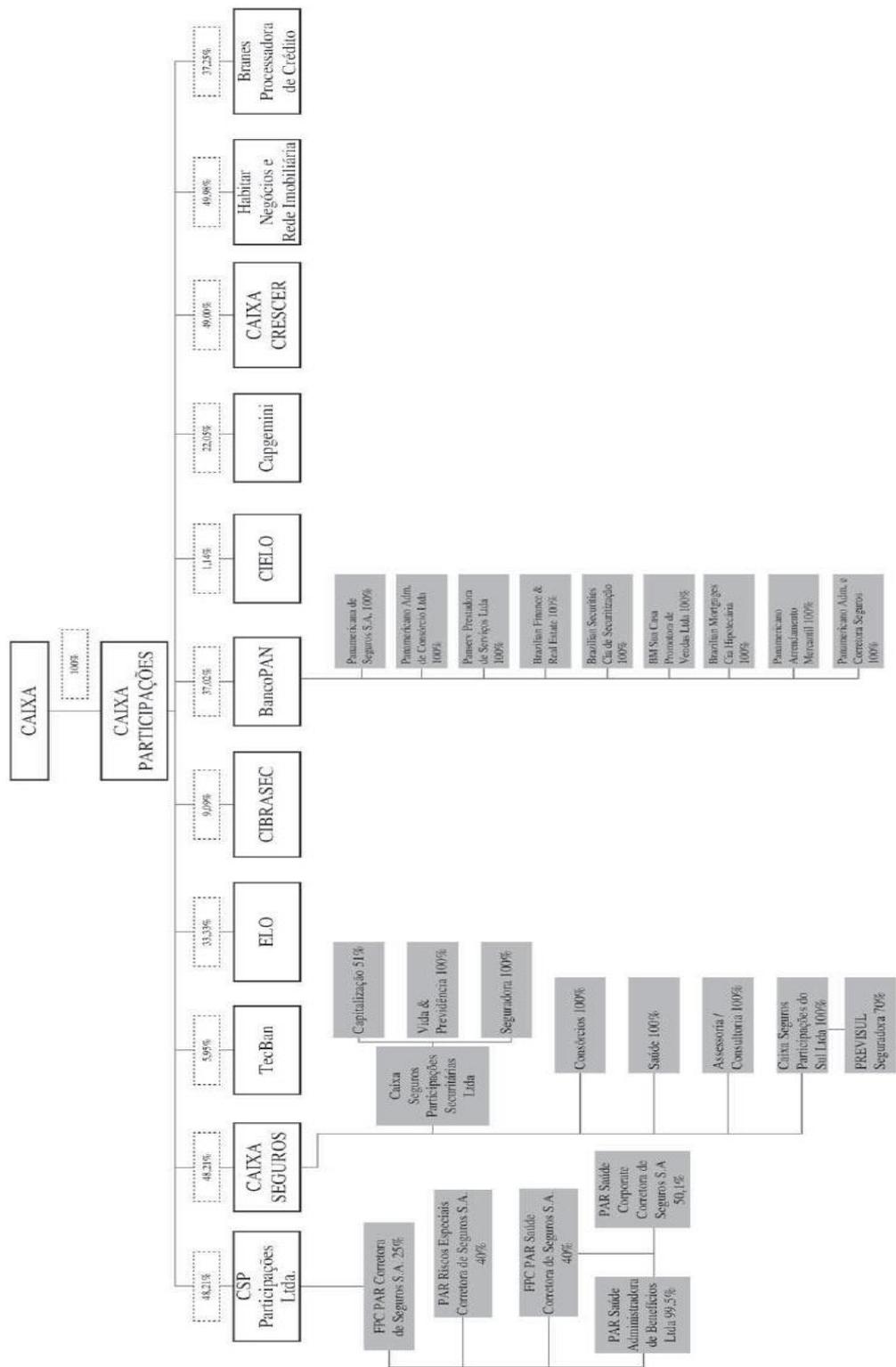


Figura 4.6: estrutura societária da CAIXAPAR antes da criação da Caixa Seguridade  
 Fonte: Site da Caixa Econômica Federal

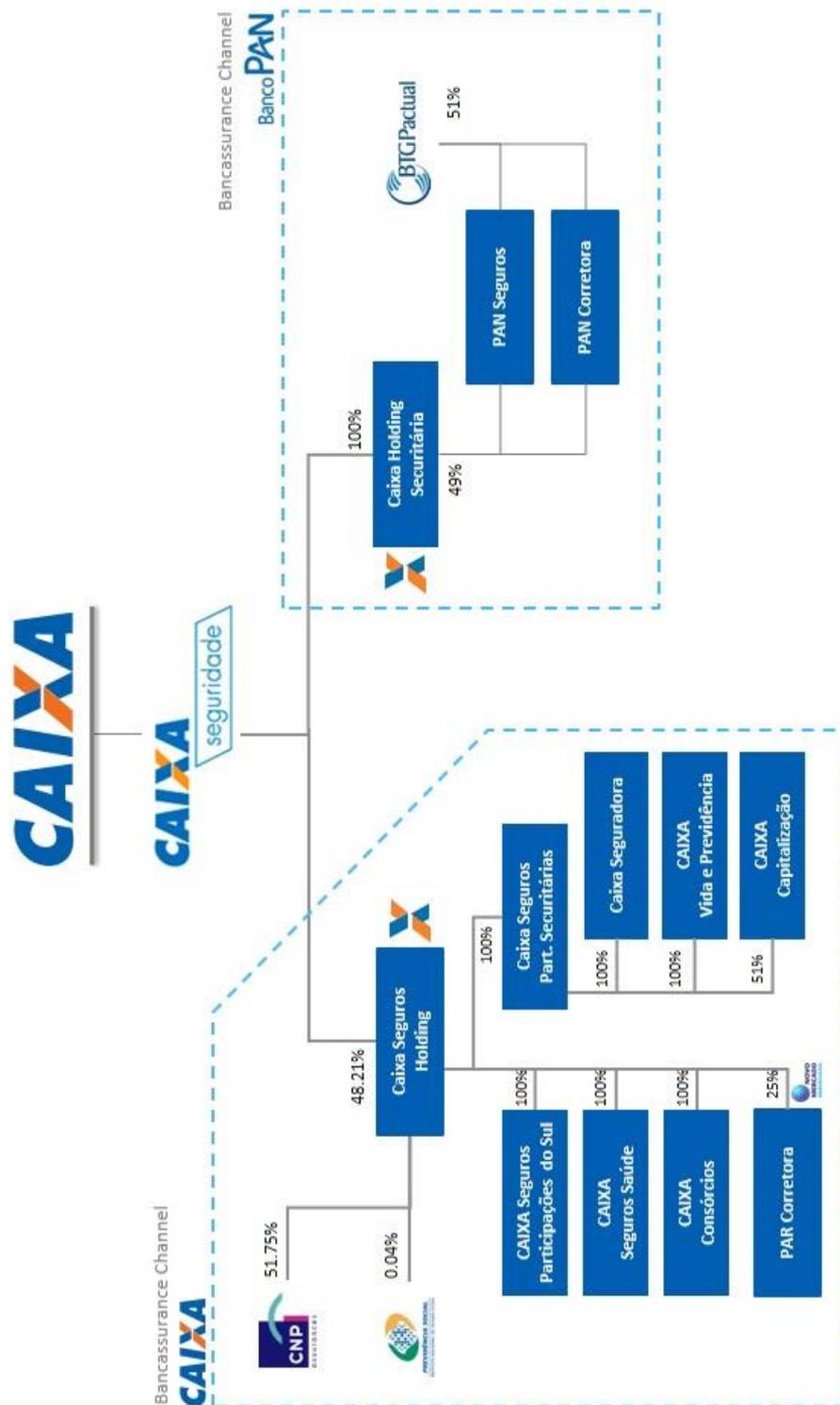


Figura 4.7: Estrutura societária da CAIXA Seguridade  
 Fonte: Site da Caixa Econômica Federal

## 5 REVIRANDO A CAIXA DE PANDORA: PROPOSTA DE FRAMEWORK ANALÍTICO DOS BANCOS PÚBLICOS DO BRASIL

Em Cavenaghi (2014), foi feito o mapeamento das atividades financeiras do BNDES, desde seu funding, passando por suas formas de viabilização e legitimação até sua atividade fim, esquematizado na figura 5.1, o presente trabalho se propõe a expandir esse framework da forma como apresentado na introdução e metodologia e na sequência do presente capítulo, com ênfase para o as interações relacionadas ao funding, atuação junto ao sistema financeiro via suas formas de investimento, assim como suas interações institucionais e justificativas, algumas ligadas ao treinamento de seu pessoal.

Importante ressaltar que para a interpretação da figura 5.1, embora expresse um caminho para a busca e interpretação dos dados, ao levarmos em conta a conjuntura financeira para os casos estudados, muitas vezes devemos considerar mais de uma das característica apresentadas, como no capítulo a seguir, onde ao avaliarmos a atuação dos bancos via o funding, podemos entende-la não apenas via seus repasses, mas principalmente via os objetivos ligados a seus investimento vias subsidiárias.

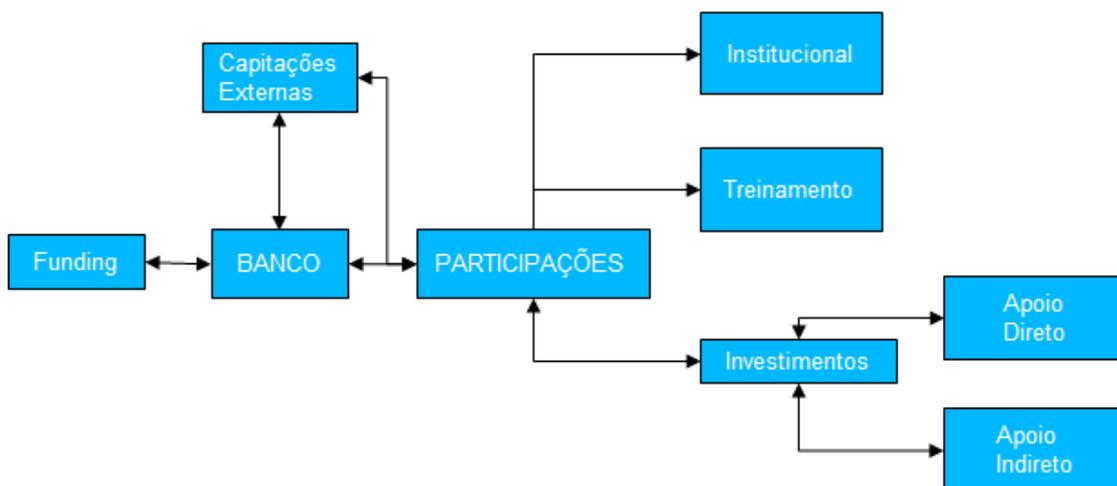


Figura 5.1: Esquematização das formas de atuação dos bancos públicos e suas subsidiárias.  
Fonte: Elaborado pelo autor

## 5.1 Funding

Embora conte com linha de crédito ligada ao BNDES, a BNDESPar reafirma ter seu funding composto principalmente pelos retornos e rendimentos provenientes de sua carteira de ativos (debêntures e participações acionárias), adicionalmente tem como fonte a emissão de debêntures e contratos de mutuo firmados com o BNDES. Nesse ponto podemos observar que é ressaltado que o banco trata a gestão financeira de forma integrada, considerando tanto o banco quanto suas subsidiárias, sendo política do banco suprir suas subsidiárias com os recursos requeridos para a execução de suas atividades.

As operações de investimentos da BNDESPAR têm seu funding composto principalmente pelos retornos e rendimentos provenientes de sua carteira de ativos (notadamente, dividendos e juros sobre capital próprio de participações acionárias, juros recebidos de debêntures e desinvestimentos). Adicionalmente, a BNDESPAR tem como fonte de recursos complementares as captações através de emissões de debêntures simples no mercado doméstico e os contratos de mútuo firmados com o BNDES. Importante ressaltar que a gestão financeira da BNDESPAR é feita de forma integrada à gestão das demais empresas do Sistema BNDES, sendo política do BNDES suprir suas subsidiárias com os recursos requeridos para a execução de suas atividades de apoio financeiro a empresas brasileiras. (BNDESPARFR, 2013, pg. 71)

Mesmo tendo grande parte do seu passivo exigível provendo de recursos de fundos institucionais (FAT e PIS/PASEP) e do Tesouro, o banco frisa que não há garantias com relação à continuidade do fornecimento ou atratividade desses recursos, nem restrições das distribuições dos lucros ao Governo Federal. Ainda há a ressalva em relação à linha de crédito fornecida pelo BNDES, sendo esta também não garantida, tanto no seu fornecimento quanto atratividade. No tabela 5.1 abaixo temos a estrutura do capital da subsidiária, nela podemos observar a predominância de capital próprio, embora esse seja composto, em grande parte, por meio de linha de crédito com o banco.

Tabela 5.1: Estrutura do capital BNDES.

<b>Indicadores</b>	<b>31/3/2013</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2010</b>
<b>Capital de terceiros</b>	18,60%	19,80%	26,50%	30,90%
<b>Capital próprio</b>	81,40%	80,20%	73,50%	69,10%

BNDESPar, 2013, pg. 105  
Fonte: Elaborado pelo autor

Embora sua estrutura de capital seja predominantemente própria (tabela 5.1), podemos observar a grande contribuição do banco através do endividamento da subsidiária em relação a este, o FAT e o PIS/PASEP (Tabela 5.2).

Quadro 5.1: Linha de crédito entre o BNDES e a BNDESPAR

Data contratos	Valor	Origem	Destinação	Juros
20/06/2008	R\$25 bilhões	FAT;PIS/PASEP;BNDES	2008 a 2012	TJLP + 2%
22/09/2010	R\$50 bilhões	FAT;PIS/PASEP;BNDES	2008 a 2012	TJLP + 2% Aditamento
21/06/2011	R\$75 bilhões	FAT;PIS/PASEP;BNDES	2008 a 2012	TJLP + 2% Aditamento

Obs.: vencimento: 60 prestações mensais e sucessivas a partir de 15 de agosto de 2013 com vencimento final em 15 de julho de 2018

Fonte: Elaborado pelo autor

Uma análise no fluxo dos repasses e liquidações antecipadas (quadro 5.2), nos permite verificar também a forte ligação do banco, e com isso da subsidiária, com as políticas de Governo.

Tabela 5.2: Repasses e liquidações antecipadas, em milhares.

	1º TRIMESTRE DE 2013	EXERCÍCIO DE 2012	EXERCÍCIO DE 2011
<b>REPASSES</b>	R\$ 1.077.000,00	R\$ 6.084.086,00	R\$ 8.068.484,00
<b>LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA MP 600</b>	R\$ 1.313.290,00	\$14.982.784	R\$ 11.310.000,00
		<b>R\$ 5.998.585,00</b>	
<b>CONVERSÃO EM CAPITAL (MELHORA DA ESTRUTURA DE CAPITAL)</b>			<b>R\$ 6.000.000,00</b>

Fonte: Elaborado pelo Autor

Nele não só podemos visualizar o fluxo de repasses e antecipações entre o banco e a subsidiária, mas como também, a utilização deste como instrumento de viabilização de políticas governamentais onde, no exercício de 2012, no contexto da Medida Provisória 600, a subsidiária se desfez de ações da Petrobrás com o objetivo de antecipar o pagamento de sua dívida com o banco, para que este pudesse realizar operações com o Tesouro Nacional no repasse de obrigações de crédito junto à Itaipu, com o objetivo de sustentar a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE). O trecho abaixo expõe as características da MP 600 em relação ao BNDES:

Outra mudança prevista na MP é a troca, entre a União e o BNDES, de direitos de crédito junto à Itaipu Binacional, detidos pelo Tesouro Nacional, por títulos da dívida ou ações em posse do banco. Esses créditos a receber foram obtidos pelo Tesouro após troca do mesmo tipo (por títulos) com a Eletrobrás e se referem ao pagamento da dívida da construção da geradora, financiada principalmente pelo Brasil e, em parte, pelo Paraguai. Os recursos antecipados conseguidos com a transação serão usados para sustentar a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), que será usada pelo governo para manter a redução da conta de energia elétrica derivada da renegociação dos contratos do setor promovida pela Lei 12.783/13 (MP 579/12). (site da câmara, Administração Pública 21/05/2013 - 23h14 “MP 600 amplia capital da Caixa para projetos de infraestrutura”)

A viabilização das operações relacionadas à CDE foram feitas por meio da BNDESPar e CAIXAPAR onde, para obtenção dos valores a serem repassados para União, a BNDESPar “vendeu” ativos para CAIXAPAR, repassando o resultado da operação para o BNDES que efetuou o repasse antecipado em troca da dívida de Itaipu. Essa operação, envolveu, além das ações da Petrobrás, ativos da JBS (frigorífico), Romi (bens de capital), Mangels (autopeças) e Paranapanema (processamento de cobre), essa operação inicialmente não gerou justificativa por partes do BNDES e CEF. Porém as empresas, seguindo as boas práticas de Governança Corporativa, comunicaram ao mercado a alteração em seu capital social, representada pela mudança na estrutura de sócios acionistas. Essa comunicação gerou um episódio de contestação por parte da mídia de negócios (Fernandes e Landim, 2013), acusando o Governo de ter realizado um “malabarismos contábil” no qual a Caixa teria virado “sócia até de frigorífico”. Essa contestação gerou uma cobrança por parte do órgão fiscalizador (CVM) e consequente resposta do BNDES, fiando sua argumentação de acordo com suas políticas de investimento e objetivos vinculados à CDE e MP 600.

Esse episódio evidencia o contraste entre as duas narrativas apresentadas nos relatórios financeiros, a ligada às boas práticas de Governança Corporativa, voltada para o mercado de capitais, que hora assume tom positivo nos relatórios ao reforçar a legitimidade das operações e ora negativo ao assumir prejuízo para a subsidiária ao se desfazer dos ativos antes do previsto, independente das condições de mercado. De fato mais tarde a mídia de negócios acusou a CEF de ter lucrado com essa operação em detrimento do BNDES, classificando-a como especulativa. Por outro lado, reafirma o posicionamento do banco em relação ao ambiente econômico, com consequência não só financeiras, mas também políticas, ora positivo ao reafirmar o papel dos bancos públicos no desenvolvimento econômico. No caso a CDE teve o papel, também, de subsidiar a conta de energia elétrica de forma a conter a

inflação, onde para críticos, ao assumirem um status negativo, influenciado pelas MFT, o Estado estaria gerando distorções no ambiente econômico.

Ainda em relação ao fluxo de caixa entre o Tesouro Nacional e o banco, temos o fato de que na política de destinação dos resultados, relacionado às regras de retenção de lucros, a subsidiária paga dividendos mínimos de 25% do lucro líquido ajustado pelas reservas legais, de incentivos fiscais e para compatibilização de práticas contábeis, previstas no art. 25 do Estatuto Social da BNDESPar (BNDESPAR, 2013). Abaixo temos a distribuição dos dividendos para os anos de 2010, 2012 e 2013. Os dividendos obrigatórios são relacionados aos 25% previstos no estatuto.

Tabela 5.3: Dividendo BNDES em milhões.

<b>Ano</b>	<b>Propostos</b>	<b>Obrigatórios</b>	<b>Complementares</b>
2010	3.932,20	983,1	2.949,10
2011	982,5	982,5	0
2012	402,6	100,7	301,9

Fonte: BNDESPar, 2013, pag. 9

A destinação dos resultados da BNDESPar necessita de passar por aprovação do Ministro do Estado da Fazenda e ser publicada do Diário Oficial em até 30 dias a contar da data em que foi aprovada. Isso ocorre devido ao fato de ser uma subsidiária do BNDES, que é uma empresa pública.

Não há restrições aplicáveis. Entretanto, conforme previsto no art.25 § 5º do Estatuto Social da BNDESPAR, a proposta sobre a destinação do lucro do exercício, após análise conclusiva dos órgãos internos da empresa, é submetida à aprovação do Ministro de Estado da Fazenda e publicada no Diário Oficial em 30 (trinta) dias a contar da data em que for aprovada. Tal exigência decorre do fato de a Emissora ser uma subsidiária integral do BNDES, que é uma empresa pública, sendo aplicável o disposto no Decreto nº 2.673, de 16 de julho de 1998. (BNDESPAR, 2013, pg. 10)

Nos anos 80 temos o Banco do Brasil com foco no setor agrícola, enquanto a CEF no setor imobiliário, sendo que em 1986 a CEF incorporou o Banco Nacional de Habitação (BNH) e com ele, o estoque de créditos pendentes do Sistema Financeiro de Habitação) e passa a ser gestor do FGTS. Nesse período o BNDES está ligado à indústria. Dessa forma temos o BB e CEF fortemente atingidas pela crise.

Nos anos 90 a CEF e BB mudam de recurso de capitação fiscais e parafiscais para recursos captados em mercado, encarecendo seus custos de operação e começando a transição para a lógica de bancos de varejo que mais se aproximam do banco privados e de suas estruturas nos dias atuais.

“Os elevados prejuízos do BB em 1995 e 1996 levaram o governo federal a coordenar uma operação de capitalização do banco neste último ano, pela emissão de R\$ 8 bilhões em novas ações, sendo R\$ 6,4 bilhões adquiridas pelo próprio Tesouro Nacional, R\$ 1,1 bilhão pelo Fundo de Previdência do Banco do Brasil (Previ) e R\$ 500 milhões pelo BNDESPAR (ANDRADE e DEOS, 2007). No mesmo ano, a Medida Provisória (MP) no 1.510/1996 instituiu medidas jurídicas, visando a facilitar a recuperação de créditos imobiliários, ou dos imóveis financiados, pela CEF.” (Hermann, 2010, p. 17)

Nos anos 2000, o BB e CEF expandiram suas operações de crédito de forma horizontal em direção a segmentos de mercado típicos dos bancos privados (financiamento de bens de consumo duráveis gestão de recursos de terceiros, por meio de fundos de investimento, incluindo os de clientes de alta renda.

Segundo o próprio banco (papel dual do BB, atendendo ao Estado e ao mercado):

A partir de 1986, quando deixa de ser autarquia de crédito, o Banco do Brasil passa a incrementar as suas funções de banco comercial, conquistando a liderança em vários nichos do mercado financeiro nacional. [...]. À função de principal agente financeiro da União, o Banco do Brasil agregou as qualidades de empresa competitiva e moderna, integrada ao ambiente da nova economia. O seu papel dual, de agente de políticas públicas e de banco de mercado, é o seu diferencial e a sua principal vantagem competitiva (BB, 2000 apud Hermann, 2010, p. 22)

Em documento oficial do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PFIFF), podemos observar o esforço para adequar a prudência dos bancos públicos à lógica dos privados (Hermann, 2010):

[...] o governo está determinado a impor aos bancos públicos a mesma disciplina a que estão submetidos os bancos privados. Trata-se de assegurar que as instituições públicas federais estejam preparadas tanto para competir como bancos comerciais como também para desempenhar com eficiência sua missão de fomento ao desenvolvimento econômico e social dado que sua privatização neste governo é hipótese definitivamente afastada [...].  
O saneamento patrimonial virá acompanhado de novas medidas que visam pôr fim a uma longa e recorrente história de desequilíbrios nas instituições públicas federais [...]. Os subsídios deverão passar a constar da proposta de lei orçamentária encaminhada à deliberação do Congresso Nacional. [...] Providências destinadas a oferecer remuneração adequada às instituições financeiras com recursos equalizados

pelo Tesouro Nacional já vêm sendo implementadas. Haverá a necessidade de adequar a remuneração de um conjunto de outras operações [...] (MF, 2001 apud Hermann, 2010, p. 22).

No caso do BB, que já atuava como empresa de capital aberto, com ações negociadas em Bolsa, o PFIFF incluiu ainda, como “medidas complementares” (Hermann, 2010), com destaque componentes da governança corporativa (Novo Mercado) e a narrativa de independência da administração da DTVM.

[...]proposta de atualização do Estatuto da Empresa no sentido de aperfeiçoar mecanismos de gestão e adequar-se às exigências do “Novo Mercado”; negociações com a Bovespa para ingresso imediato no nível I do “Novo Mercado”; aprimoramento da segregação da administração de recursos de terceiros com completa autonomia de gestão na BB DTVM que passará a ser denominada BB Administração de Ativos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (MF, 2001 apud Hermann, 2010, p. 23).

Nos anos 2000, juntamente com a implantação das boas práticas de Governança Corporativa, temos a ação pública do BB e da CEF focados em suas origens devido à “bancarização” da população de baixa renda e a gestão de fundos e programas sociais do governo, intensificados no governo Lula (Hermann, 2010). Essa ação é legitimada pela adoção das boas práticas de GC e consolidada via subsidiárias ligadas ao mercado de capitais e investimento na indústria de capital de risco (BB DTVM, Ativos S.A e BB-BI, adotando assim a narrativa de mercado mas sempre reforçando seu papel como agente de políticas públicas.

Em relação a elementos ligados à financeirização temos o aumento da participação dos bancos públicos no mercado de crédito, onde destacamos sua atuação não pelo aumento da concentração (relevante mas já bastante estudado em outros trabalho ligados à MFT e elementos da economia política, mas pelo seu papel enquanto viabilizador de tais políticas, assumindo os riscos do setor e, nesse caso, recebendo os retornos devidos ao empreendimento, similar à lógica de Mazzucato e Penna (2014) ao defenderem um Estado Empreendedor, que não apenas corrige as falhas de mercado, mas se desenvolve, via bancos públicos com ele. Os atores defendem que dado que o Estado assume o risco de prejuízo, contrariando assim a MFT, deveria esse também usufruir dos lucros, quando do sucesso de seus investimentos e não abrir mão deles em favor de atores do privado, como ocorre com os subsídios e royalties fornecidos à indústria farmacêutica no EUA, por exemplo. A resposta a

MFT vem também ao garantir ao banco igualdade de competitividade em relação ao setor privado, o que é reforçado em seus relatórios via demonstrativos financeiros ligados a cobrança de taxas e repasse de dividendos entre suas subsidiárias e o banco e entre o banco e o Tesouro. Erturk (2015) destaca como uma das consequência da financeirização dos bancos, o aumento no foco na venda de produtos financeiros com o objetivo de aumentar os indicadores ligados à remuneração das ações em que a renda com tarifas tem destaque.

Nesse contexto tempos também o papel da estatal denominada Empresa Gestora de Ativos (Emgea) na transferência dos títulos de crédito com consequente diminuição do impacto desse tipo de investimento no índice de Basileia (Sobreira e Martins, 2011).

Essas formas de atuação, aliadas àquela diversificação em direção ao financiamento do consumo, explicam o sensível aumento das pessoas físicas como destino do crédito dos bancos públicos: entre 1999 e 2008, sua participação relativa saltou de 6% para 17% do crédito total desses bancos. Outra mudança importante na alocação de recursos dos bancos públicos nos anos 2000 foi a abrupta redução do peso relativo do crédito habitacional: com a reestruturação da CEF em 2001, grande parte desse crédito, em prolongado atraso, foi transferida para a Empresa Gestora de Ativos (Emgea), criada pelo PFIFF, exclusivamente para este fim. Com isso, o crédito habitacional reduz sua participação no destino do crédito dos bancos públicos, de 32% em 2000 para 20% em 2001 e 10% em 2008. (Hermann, 2010, pg. 24)

Em relação aos efeitos da financeirização vale notar o que Hermann (2010) coloca, ao frisar o fato de 22% do capital próprio (em 2008) ser composta por ações em mercado, o que teria sua estratégia subordinada aos interesses dos acionistas privados. Eles ainda destacam:

Esse perfil de passivo, certamente, retira graus de liberdade dos dois bancos públicos na alocação de recursos, seja pela necessidade de controle do risco de liquidez associado aos depósitos à vista, seja pela necessidade de remuneração dos depósitos a prazo, títulos e dívidas. Em particular, a capacidade de atuação anticíclica do BB e da CEF no mercado financeiro fica comprometida, já que seus custos e riscos de operação tendem a elevar-se com os dos bancos privados nas fases de maior pessimismo do mercado. Assim, para que os dois bancos possam cumprir adequadamente as funções típicas de bancos públicos no que tange à alocação de recursos, um plano de reestruturação do passivo do BB e da CEF, visando à redução de sua dependência em relação a recursos de mercado, seria recomendável. (Hermann, 2010, pg. 28)

Ainda em relação aos dividendos temos abaixo nas figuras 5.2 a 5.5 os dividendos pagos à união, com destaque aos bancos públicos e na figura 5.6 temos a renda com tarifas do BB, lembrando que tanto os dividendos quanto a cobrança de tarifas perpassam produtos financeiros oferecidos por suas subsidiárias.

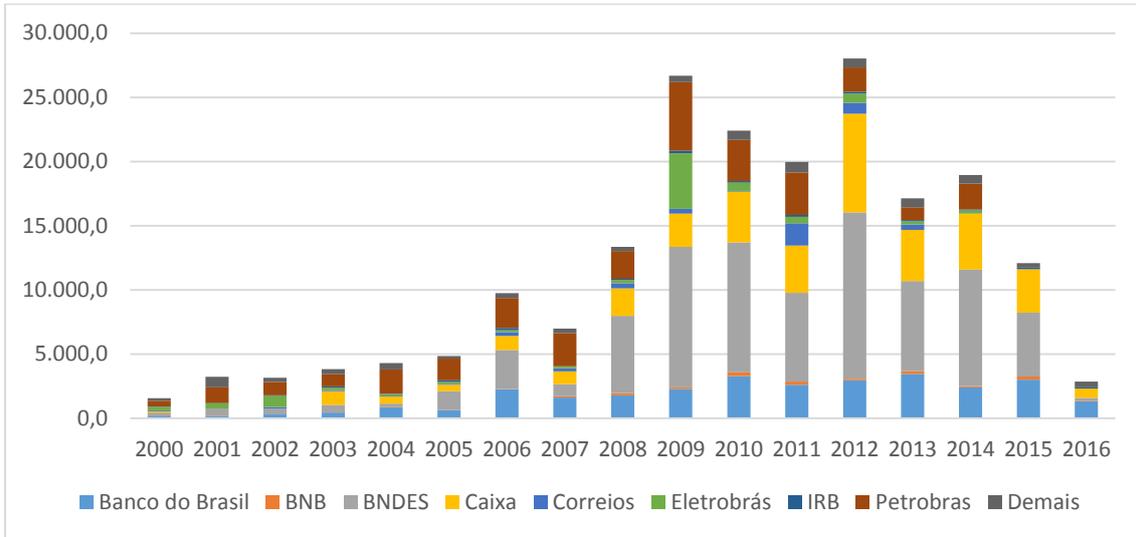


Figura 5.2 – Dividendos pagos à União  
Fonte: Elaborado pelo autor

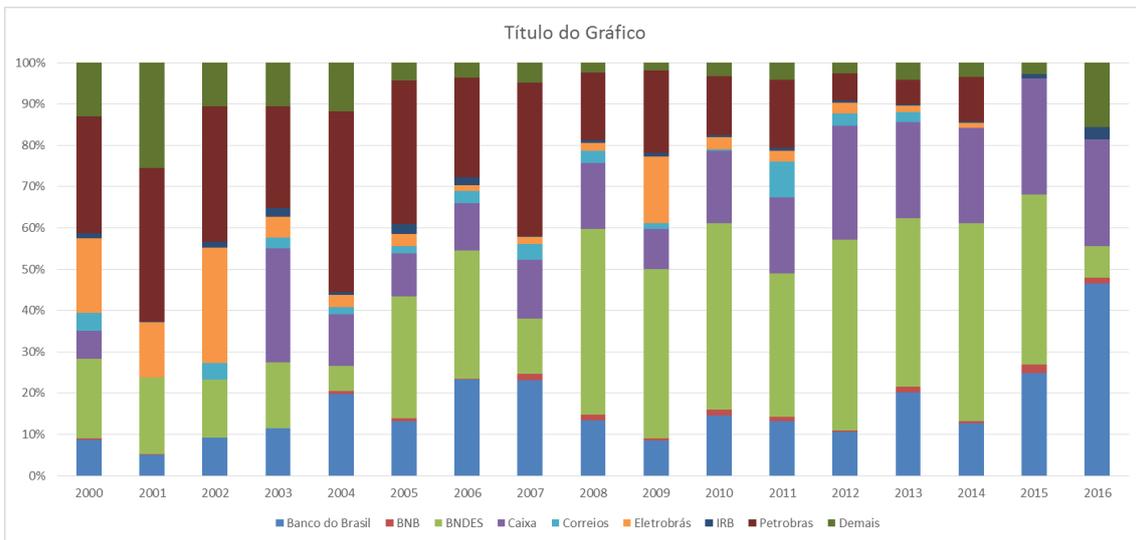


Figura 5.3 – Contribuição Dividendos pagos à união em percentual  
Fonte: Elaborado pelo autor

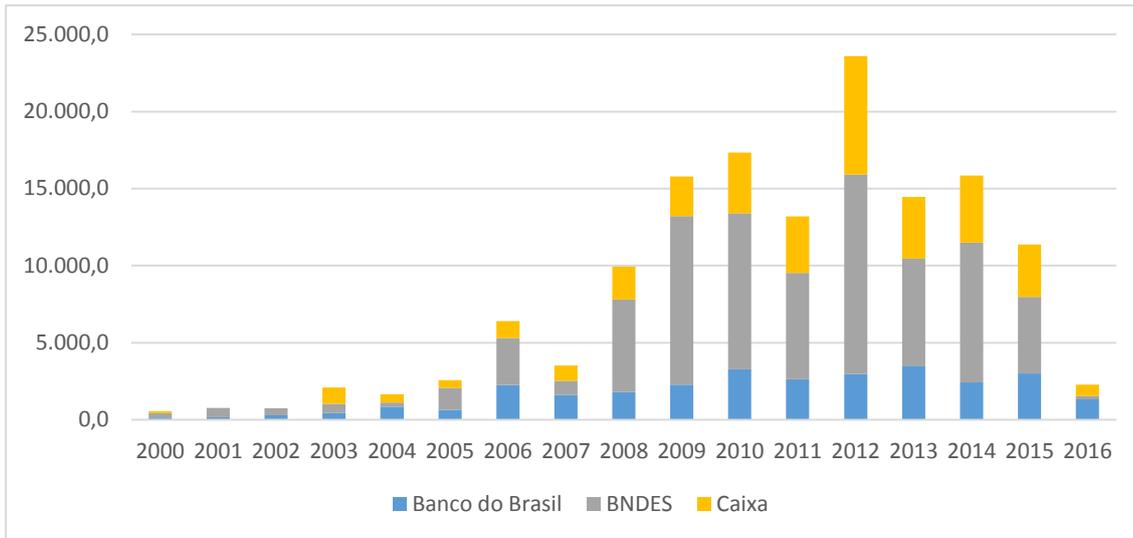


Figura 5.4 – Dividendos pagos à união Bancos públicos  
 Fonte: Elaborado pelo autor

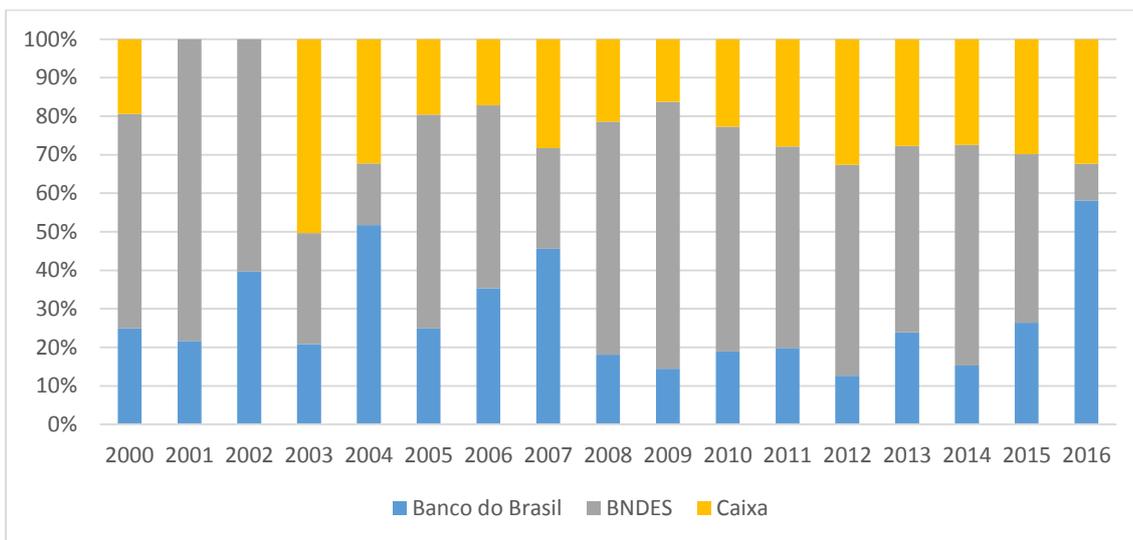


Figura 5.5 – Participação de dividendos pagos à união bancos públicos  
 Fonte: Elaborado pelo autor

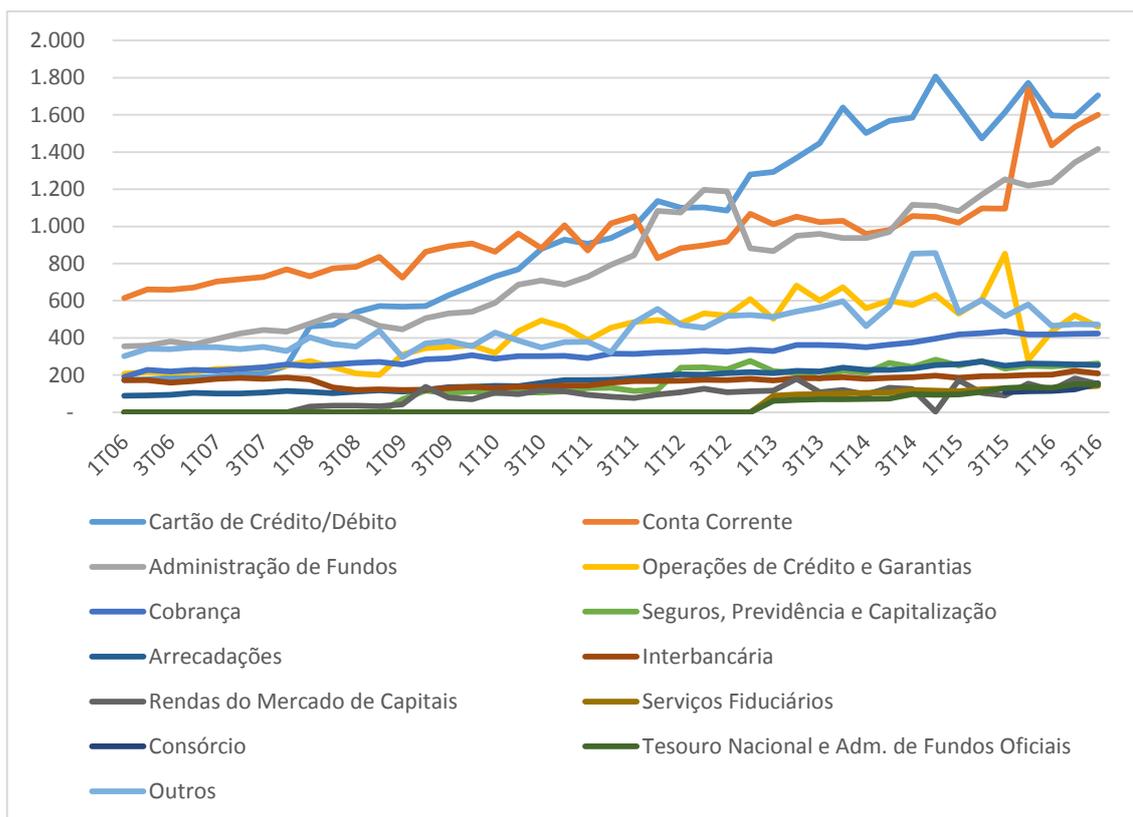


Figura 5.6 – Renda com Tarifas  
 Fonte: Elaborado pelo autor

No presente capítulo vimos as origens do funding e algumas modificações no histórico dos bancos e suas ligações com as subsidiárias, assim como a política de destinação dos lucros. Nesse ponto podemos perceber que os repasses e liquidações antecipadas entre o banco e a subsidiária podem ser utilizados como instrumentos de viabilização de políticas de Governo, podendo impactar nos resultados da mesma, como foi o caso do contexto apresentado pela MP 600. Essa atuação contrasta com as justificativas junto ao mercado de capitais, pois faz com que a subsidiária tenha que se desfazer de ativos independentemente das condições de mercado, por outro lado, reafirma o fato dela estar ligada diretamente ao banco e estar sujeita às condições a ele impostas pelo ambiente econômico, com consequência não só financeiras, mas também políticas. A seguir, iremos apresentar mais detalhadamente as estruturas de investimento da subsidiária.

## 5.2 Atuação junto ao sistema financeiro

O BNDES atua como investidor acionário por intermédio da BNDESPar, que centraliza as participações do banco de investimentos em capital de risco (Mundo Neto, 2008). Sahlman (1998) cita como variável crítica desse tipo de investimento, a capacidade do intermediário (no nosso caso a BNDESPar) em monitorar o desempenho das firmas investidas, participando nas definições das estratégias de negócios dos empreendedores, além de mediar as relações da firma com outros atores e parceiros de seu segmento econômico, para obtenção de resultados positivos, tornando-se um veículo de investimento marcado pela presença constante do provedor financeiro no cotidiano da empresa.

Desiderio (2013) sintetiza que embora a subsidiária exista desde a década de 1970, somente a partir do final da década de 1990 ela começou a ganhar maior relevância, pois, por ser ligada à indústria de capital de risco, sua expansão somente aconteceu depois que os princípios de capitalismo norte-americano chegaram e se legitimaram no Brasil. Ele destaca a ação do banco por meio do produto Subscrição de Valores Mobiliários e complementa que a subsidiária atua tanto comprando participações de empresas com capital fechado (Seed e Venture Capital) quanto de capital aberto (Bolsa de Valores). As Figura 5.7 e 5.8 expõem a participação em empresas, por meio de ações e fundos, da subsidiária e sua influência, seja através de participação em conselhos ou acordo de acionistas.

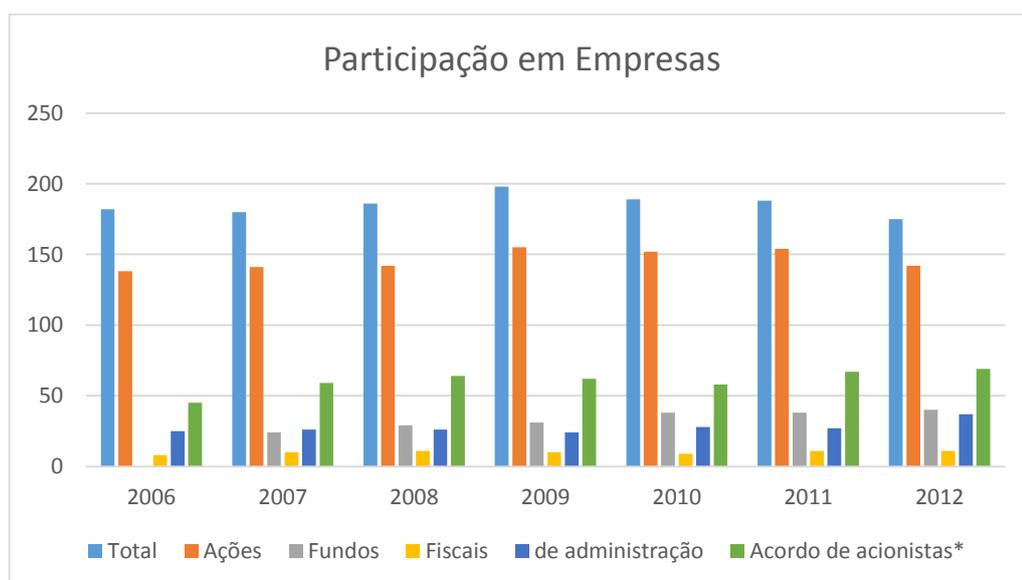


Figura 5.7: Participação da BNDESPar em empresas, de 2006 à 2012.  
Fonte: Elaborado pelo autor

Na figura 5.8, a barra de influência é representada pela soma das participações em conselhos fiscais ou administrativos e acordos de acionistas, sendo esse último o mais expressivo, seguido por participação em conselhos de administração e, por último, fiscais.

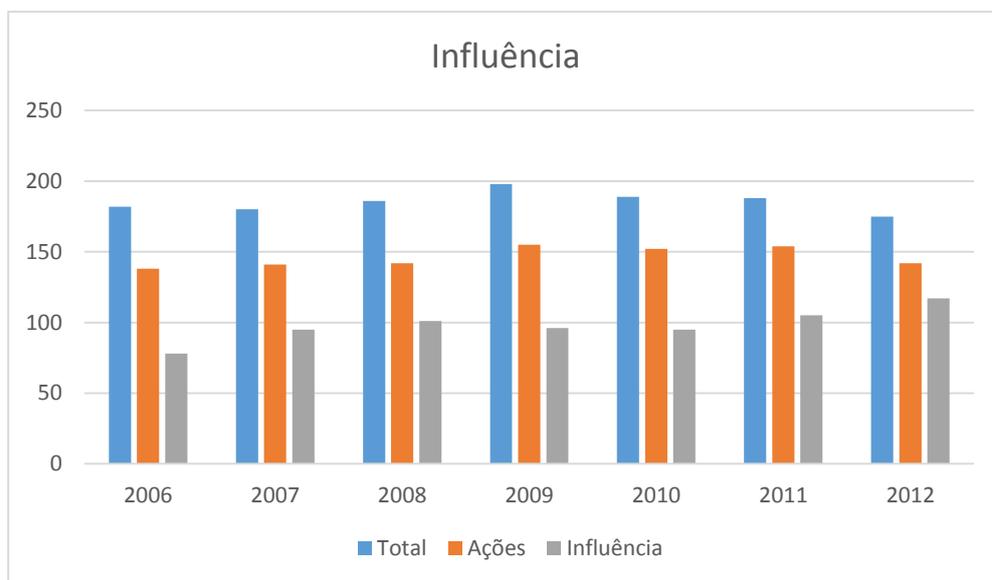


Figura 5.8: Número de empresas influenciadas pela BNDEPar.  
Fonte: Elaborado pelo autor

Em documento fornecido pelo site da Finep (Finep, 2013) sobre investimentos em inovação, temos três linhas referentes ao BNDES, das quais duas são destinadas a capital de risco: CRIATEC II em seed capital<sup>29</sup> com no mínimo 170 milhões, com participação máxima do BNDES em 80% do fundo; e BNDES – Fundo, investindo em private equity e venture capital com a proposta de investir o total de R\$1 bilhão nessas modalidades durante três anos (2012, 2013 e 2014). No caso específico do BNDES – Fundos, a instituição possui 29 fundos, sendo que 14 deles são de Seed e Venture Capital e, o restante, de Private Equity. Conforme os números apresentados no relatório, o BNDES havia investido em 199 empresas através desses fundos. (ANEXO I - Linhas de financiamento e fomento, FINEP, 2014 acessado em 14 de Abril de 2014). Diferente das demais modalidades, como a PSI inovação, as operações são indiretas e não necessitam de garantias, sendo geridas pela ACE e pelo

<sup>29</sup> Assim como a estrutura de venture capital, composto por grupo de investidores com a finalidade de injetarem dinheiro em empresas inovadoras com alto grau de risco financeiro e, portanto, com probabilidade de lucros altos.

departamento de gestão de participações diretas (DEGEP). (“O apoio em Renda Variável pelo BNDES às Pequenas e Médias Empresas, Wellington Barros, 14 de Abril de 2011. Fonte: Scribd do BNDES)

Na figura 5.9 temos a evolução dos investimentos da subsidiária em relação ao patrimônio total, onde podemos notar a predominância de investimentos em participações acionárias sobre debêntures a partir de 2009.

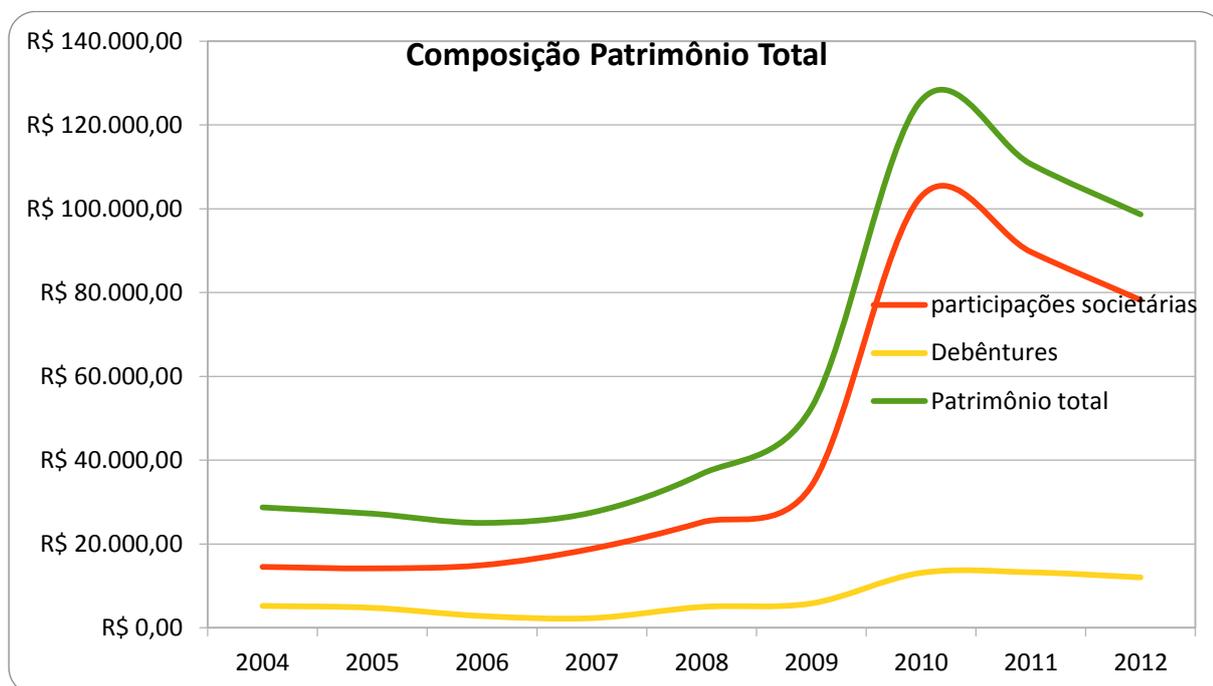


Figura 5.9: Composição patrimonial total, em milhões, nos anos de 2004 à 2012.  
Fonte: Elaborado pelo autor

Mesmo sendo predominante o investimento em participação acionária, esse é dividido em coligadas e não coligadas<sup>30</sup>, havendo a predominância de investimentos em não coligada (Figura 5.10 e Figura 5.11), indicando que, embora o montante financeiro predomine no mercado financeiro, a atuação do banco através dos demais instrumentos de investimento

<sup>30</sup> Coligadas, originalmente, são as empresas em que o banco possui 20% ou mais de participação no capital votante (representado por ações ordinárias), porém a administração da BNDESPar afasta essa presunção nos casos em que possui o montante requerido mas não participa na elaboração das políticas operacionais e financeiras da investida.

(fundos mútuos e debêntures) é relevante, pois por essa lógica de investimento, é possível exercer participação nas decisões.

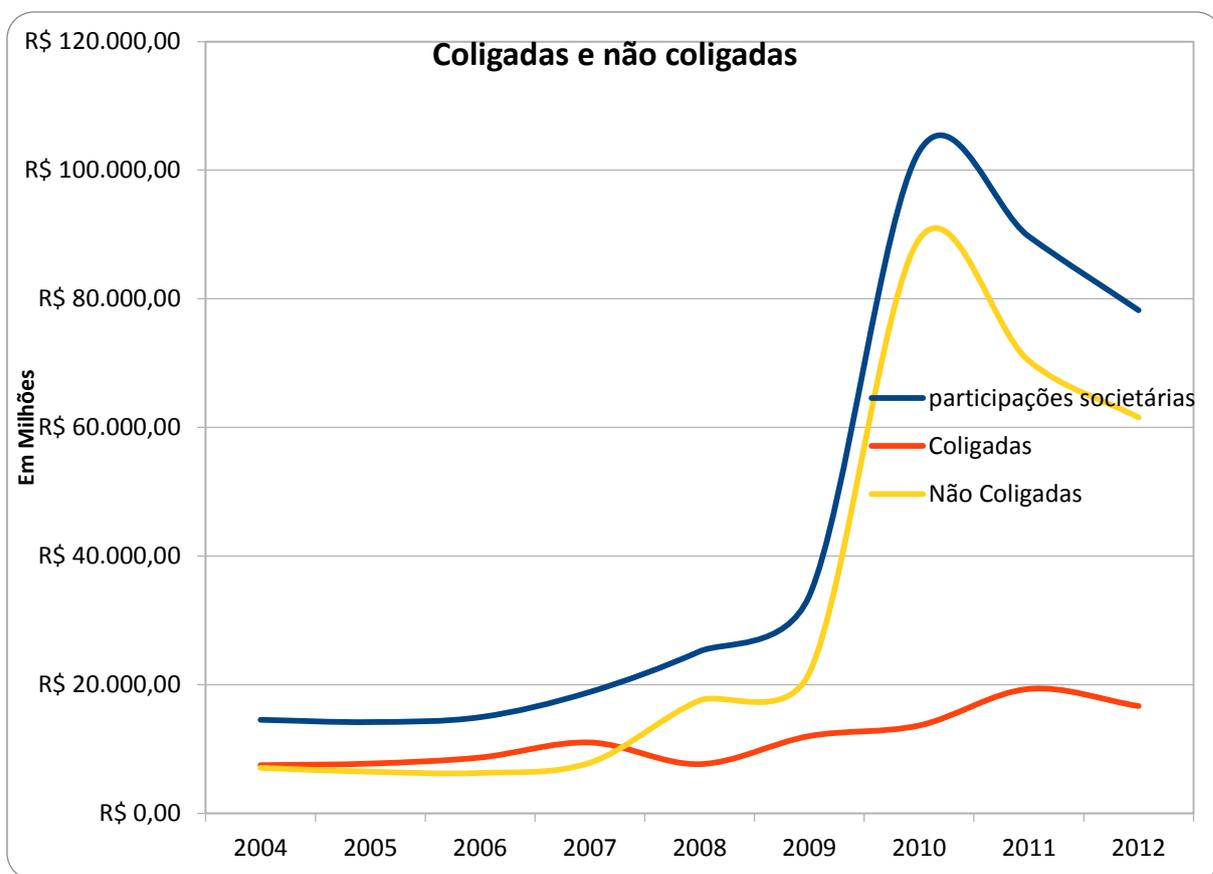


Figura 5.10: Investimento em coligadas e não coligadas, em milhões.  
Fonte: Elaborado pelo autor

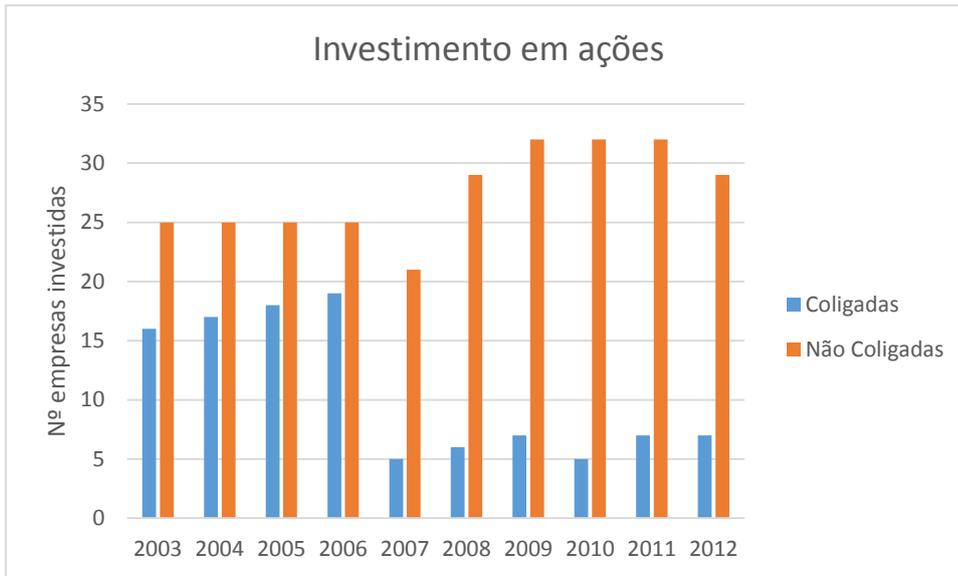


Figura 5.11: Investimento em ações.

Fonte: Elaborado pelo autor

Um detalhamento histórico mais amplo dos desembolsos do BNDES pode ser observados nas figuras 5.12 a 5.15, com destaque para o volume em reais investidos via debêntures, sendo esse um instrumento que permite a conversão do contrato em outros ativos ou no encerramento da dívidas, o que pode conter semelhanças, na lógica de cálculo de risco, com ativos do tipo Swap e estratégias com instrumentos de transferência de dívida (como os securitizados). Importante lembrar que todos os ativos aqui apresentados permitem (de acordo com o posicionamento do banco) participação nos conselhos de administração e fiscais de acordo com contrato firmado e posicionamento do banco.

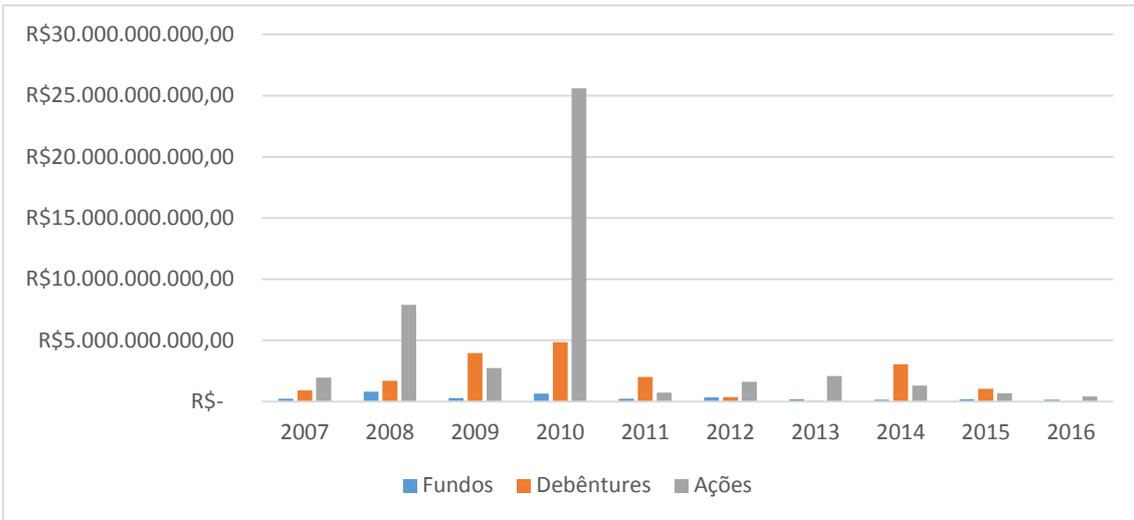


Figura 5.12 – Desembolsos BNDES  
 Fonte: Elaborado pelo autor

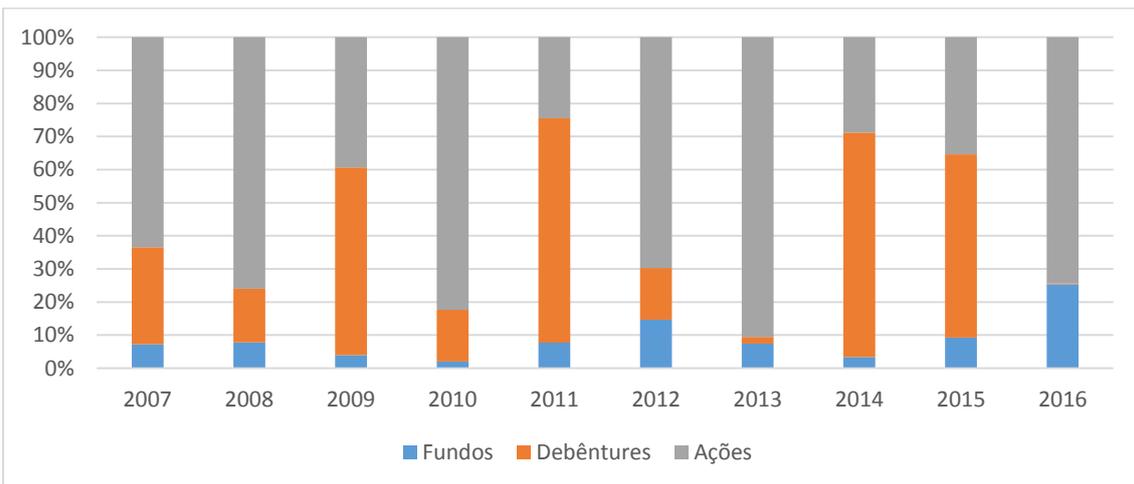


Figura 5.13 – Desembolsos em percentual BNDES  
 Fonte: Elaborado pelo autor

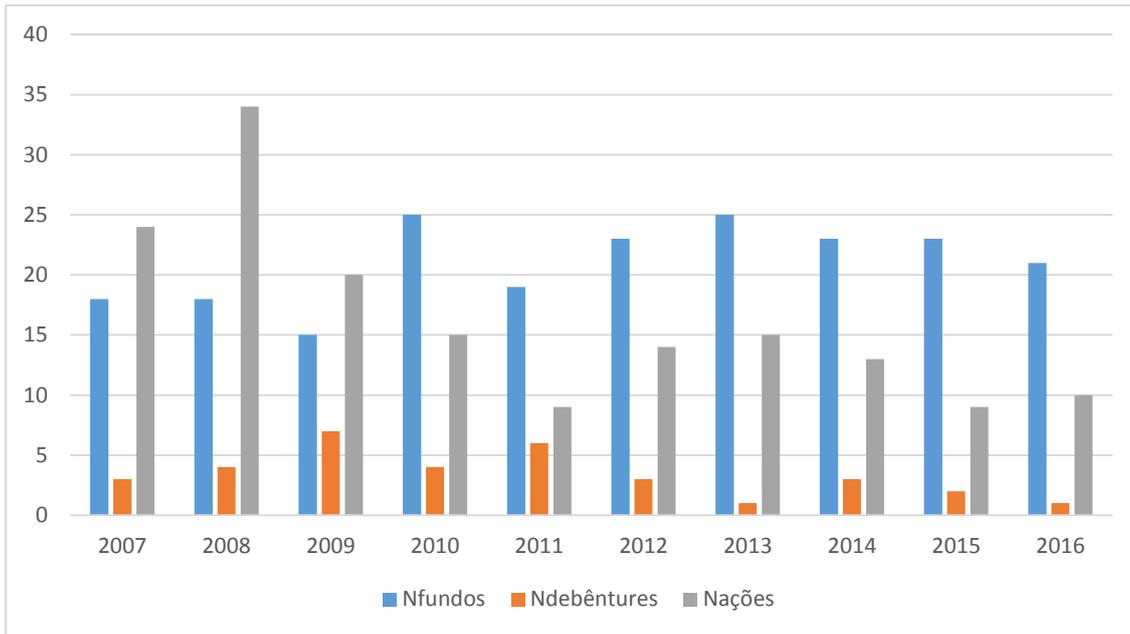


Figura 5.14 – Quantidade por tipo de ativo investido pelo BNDES  
 Fonte: Elaborado pelo autor

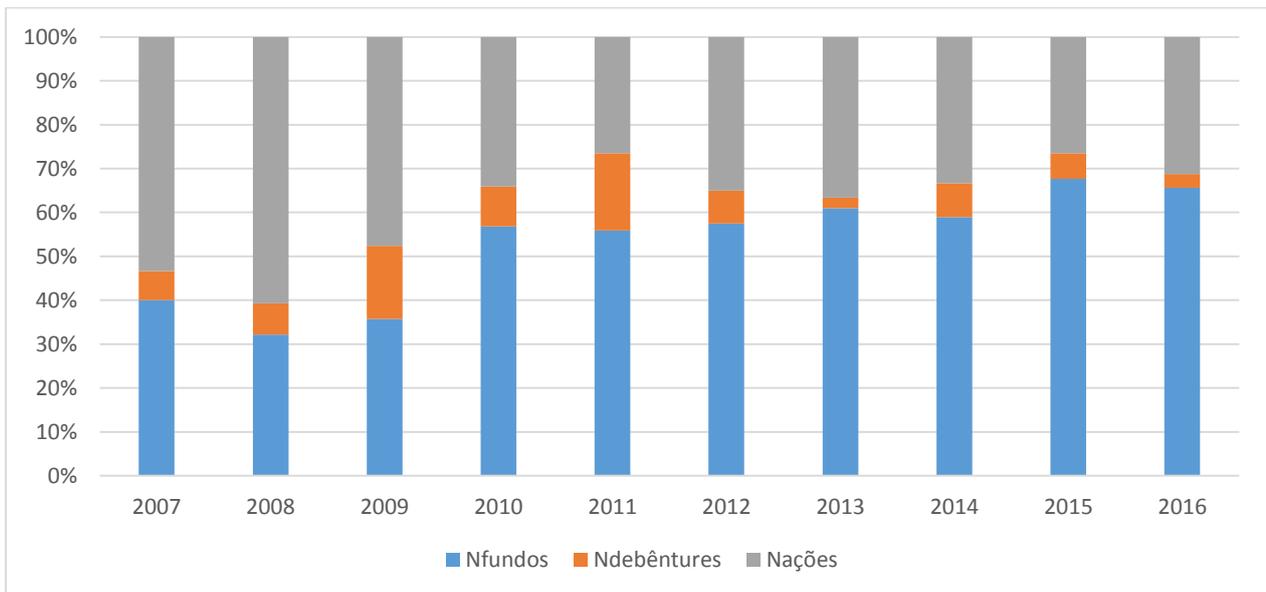


Figura 5.15 – Participação por ativos investidos BNDES  
 Fonte: Elaborado pelo autor

Importante notar que a utilização de tais instrumentos seria uma forma do banco se inserir nas decisões organizacionais em um ambiente sujeito à financeirização, já que, como Fligstein e Brantley (1992) apontam, o simples *interlock* dos bancos com as

empresas através da dívida não seria suficiente para moldar as decisões e “mais plausível é que os atores que controlam as corporações usam o que surge nas suas organizações e campos organizacionais como pistas para guiar seu comportamento. Proprietários familiares, bancos, gerentes, e diretores de bancos comportam-se de acordo com o que é ditado pelo campo organizacional e onde a empresa está imersa (*embedded*), obedecendo a dinâmica interna de suas organizações”.

Embora classifique como coligada as empresas em que possui 20% ou mais de participação no capital votante (representado por ações ordinárias), a administração da BNDESPar afasta essa presunção nos casos em que possui o montante requerido, mas não participa na elaboração das políticas operacionais e financeiras da investida. Raciocínio igual é adotado para empresas em que a participação é abaixo dos 20%, mas a subsidiária exerce influência nas políticas operacionais e financeiras. Em 31 de março de 2010 a subsidiária possuía 20% ou mais ações ordinárias em 23 empresas, sendo declarado, no mesmo ano, aproximadamente 7 coligadas, mas exercendo influência em 117 das empresas investidas, por meio de participação em conselhos ou contratos de acionistas, nos mostrando que o poder de influência da subsidiária sobre as empresas investidas vai além do disponibilizado através do mercado de ações, atuando também por meio de contratos firmados via disponibilização de debêntures e fundos mútuos de investimento. Um levantamento e análise mais aprofundado sobre a participação acionária da BNDESPar é apresentada por Desidério (2013).

Ao falar em fatores de risco, o relatório de referência da BNDESPAR deixa claro que “os resultados da BNDESPAR dependem diretamente dos resultados das empresas investidas e da capacidade de alienar tais investimentos em condições favoráveis” (BNDEPARRF, 2013, pg. 15). Nesse ponto temos a reafirmação de que a BNDESPar, e assim o BNDES, assumem o discurso ligado à valorização do acionista, apoiando-se na lei de sociedade por ações, chegando a referir a subsidiária como autônoma, em seus investimentos, e dependendo do seu “fluxo de caixa gerado pelo recebimento dos créditos relacionados às debêntures de titularidade da BNDESPar e das receitas oriundas das sociedades por ela investidas, seja na forma da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio pelas sociedades investidas à BNDESPar, seja por meio da alienação, quando necessário, de parte dos investimentos de suas carteiras”. O trecho termina salientando que em caso a receita

provinda dos investimentos não seja suficiente para o cumprimento das obrigações (devido a variações de mercado ou ausência de liquidez momentânea),

...a BNDESPAR não disporá de tais fontes de recursos, não havendo garantias de que a BNDESPAR possa recorrer a contratos de mútuo com o BNDES para honrar suas obrigações financeiras. Embora o Governo Federal seja o controlador integral indireto da BNDESPAR (por meio do BNDES), nem o Governo Federal nem o BNDES são responsáveis ou garantidores do endividamento ou das obrigações assumidas pela BNDESPAR. Assim, caso a BNDESPAR torne-se insolvente ou não tenha capacidade de honrar os compromissos assumidos, inclusive aqueles relativos às debêntures de sua emissão, os investidores não poderão recorrer ao Governo Federal ou ao BNDES (BNDESPAR,2013, pg. 16).

Esse trecho deixa claro que embora a subsidiária esteja sujeita às deliberações do banco e, indiretamente, do Governo Federal, suas obrigações são só suas e não de seus detentores. Ao fazer essa declaração, responde aos credores e a críticas que consideram a possibilidade de prejuízo da BNDESPAR e se questionam sobre quem irá pagar a conta em caso de prejuízo, observado por Desidério (2013). Ou seja, para efeito de dívida, o argumento é de que nem o Governo nem o banco se responsabilizam por esta, mesmo sendo diretamente ligados às decisões.

No presente capítulo levantamos a estrutura de investimento do banco, identificando sua forma de atuação junto ao mercado de capitais e indústria de capital de risco. Nele podemos observar a predominância de investimento no mercado acionário listado em bolsa e a forma pela qual a subsidiária obtém poder de decisão junto às empresas. Nos próximos capítulos iremos analisar alguns atores da estrutura de gestão de risco e alguns dados ligados a implementação das normas de Basileia. Feito isso, iremos para as conclusões onde será feito um apanhado geral do visto até o momento.

### 5.3 O Acordo de Basileia e o BNDES

Gouveia (2008) destaca que, em relação aos outros países, o Brasil não possui financiamento privado de longo prazo, sendo o BNDES o agente indutor de investimentos que não serão realizados em função das limitações do mercado de capitais no país, e de preferência dos bancos privados por aplicações de curto prazo, em especial aplicações de tesouraria. Dessa forma, o banco é caracterizado como um instrumento de política ativa do governo, promovendo mudanças estruturais, além de articular a eliminação de barreiras institucionais e técnicas à mobilização de capital, além disso, os bancos de desenvolvimento se distinguem das demais instituições financeiras pela sua vinculação direta ou indireta com o processo de desenvolvimento econômico (nacional ou regional), tendo natureza idiossincrática, já que são relacionadas ao processo de desenvolvimento econômico de cada país (Sobreira e Martins, 2011).

No Brasil, os bancos de desenvolvimento foram submetidos às exigências regulamentares de Basileia e tratados de modo idêntico às demais instituições componentes do Sistema Financeiro Nacional. Um argumento contra a aplicação das normas de Basileia, reside no fato de “as mesmas não estarem, via de regra, no centro da operação dos sistemas de pagamento e, como tal, não poderem estar relacionadas à emergência de crises sistêmicas” (Sobreira e Martins, 2011, pg. 351), além disso, a aplicação do acordo poderia implicar na diminuição de sua eficácia. Desta forma, as normas seriam, em muitos casos, “inadequadas para que os bancos de desenvolvimento cumpram com eficácia suas funções legais” (Prado e Monteiro Filha, 2005, pg. 178).

Um ponto de vista em relação às críticas ao Basileia no Brasil, é o observado por Sobreira e Martins (2011):

Ainda que o primeiro acordo da Basileia tenha natureza essencialmente tutelar, observa-se que, no Brasil, as instituições financeiras têm uma série de incentivos para manter os índices de Basileia elevados, excedendo o exigido pelo ente regulador, notadamente em decorrência das elevadas taxas de juros pagas pelos títulos da dívida pública que permite às mesmas construir uma reputação de solidez junto ao regulador e ao mercado sem, contudo, incorrer em elevados custos por manter percentuais elevados do seu ativo em obrigações que compensam o menor risco de não pagamento, ofertando uma taxa de retorno suficientemente mais reduzida do que aquelas observadas em obrigações (ativos) de maior risco. (Sobreira e Martins, 2011, pg. 358)

Sobreira e Martins (2011) levantam algumas correlações da implementação do índice de Basileia em relação aos bancos e a implementação de medidas do Governo, tendo como consequência a reestruturação patrimonial de quatro bancos federais, sendo necessária a intervenção do governo de forma a reestruturar o patrimônio dessas instituições, influenciando no Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef).

Com a edição da Resolução 2.682/1999, que obrigava as instituições financeiras a classificar as operações de crédito para fins de constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa, as instituições financeiras se viram obrigadas não só a elevar a referida provisão quando fosse o caso, mas também a constituir um volume de capital próprio eventualmente superior àquele constituído antes da edição da resolução. No que se refere especificamente aos bancos públicos federais, em uma Inspeção Global Consolidada (IGC) feita em 1997 pelo Banco Central em cada um dos quatro bancos federais — Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia—, foi constatada a necessidade de reestruturação patrimonial destas instituições. Em função do resultado desta inspeção e das novas provisões exigidas, o governo percebeu a necessidade de instituir um programa de ajuste patrimonial destas instituições, o que foi feito com a edição da Medida Provisória (MP) 2.196, de 28 de junho de 2001, a qual cria também a Empresa Gestora de Ativos — Emgea, que tem a responsabilidade de administrar os créditos cedidos pelos bancos públicos federais, objeto do programa. O Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef) consistiu, basicamente, (a) da transferência do risco dos créditos de liquidação duvidosa e com baixa remuneração para o Tesouro Nacional e/ou para a Emgea; (b) da troca de ativos de pouca liquidez e baixa remuneração por ativos líquidos remunerados à taxa de mercado; e (c) do aumento de capital de três dessas instituições. (SOBREIRA e MARTINS, 2011, pg. 355)

Os mesmos autores ressaltam que o BNDES não foi enquadrado no grupo para reestruturação devido à sua alta exposição a empresas rating AA, ou seja, empresas com baixa possibilidade de não pagamento e que, por isso, não contribuem para o índice de Basileia. (Sobreira e Martins, 2011). Eles apresentam um estudo de caso envolvendo o BNDES e o Banco do Nordeste (BNB), no qual avaliam os efeitos esperados da submissão desses bancos aos acordos, e mais especificamente o estabelecimento da exigência de coeficientes de capital, fazendo-se sentir essencialmente em duas frentes: maior concentração das carteiras de ativos em ativos de baixo risco e maior liquidez — criando-se, nesse sentido, uma tendência a uma menor disposição a ofertar crédito de longo prazo em prol da aquisição de títulos públicos —, de modo a reduzir a cifra do ativo ponderado pelo risco e, portanto, o patrimônio de referência exigido; e elevação do capital próprio e redução do grau de alavancagem com que os bancos devem operar, de modo a elevar o patrimônio de referência a ser comparado com o patrimônio exigido.

Cabe ressaltar que, diferentemente do BNDES, o BNB conta com o Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE) como principal fonte (pública e estável) de funding. Os recursos do FNE provêm da alíquota de 1,8% da arrecadação pela União do imposto sobre renda e proventos de qualquer natureza (IR) e do imposto sobre produtos industrializados (IPI), além dos retornos de suas aplicações.

No caso do BNB, ocorreu a troca, com o Tesouro Nacional, de créditos de baixa qualidade por títulos do Tesouro no âmbito do Proef. Com esta operação, o Tesouro adquiriu os créditos de baixa remuneração e/ou difícil recuperação, eliminando sua participação na carteira de crédito do BNB e ampliando, por conseguinte, a parcela de créditos de boa qualidade na carteira de crédito do banco. (Sobreira e Martins, 2011)

Os autores concluem que as duas instituições foram afetadas de modo assimétrico pelas exigências regulamentares associadas às normas de Basileia, permitindo ao BNDES exercer suas funções com pequenas limitações, mas prejudicando fortemente o BNB no exercício de suas funções de banco de desenvolvimento.

... do ponto de vista de Basileia, basear a estratégia de expansão dos empréstimos em operações indiretas faz com que o risco de crédito seja substituído pelo risco de contraparte, ao qual está associado um menor fator de ponderação para o cálculo do Ativo Ponderado pelo Risco (APR), ao utilizar mais intensamente a rede de intermediários financeiros, o BNDES acaba ampliando o universo potencial de tomadores de empréstimos, os quais por serem de montantes inferiores àqueles observados para as operações diretas (até R\$10 milhões) acabam por reduzir a concentração da carteira total de empréstimos do banco e, em última instância, diminui seu risco sistemático, colaborando assim para uma não elevação do patrimônio de referência vis-à-vis a expansão do crédito. (SOBREIRA e MARTINS, 2011, pg. 360)

A seguir (Figura 5.16), temos a distribuição da carteira de investimento do banco por classificação de risco. Nela podemos observar a predominância de investimentos AA, o que significa, para termos de provisionamento, participação zero no índice, corroborando as afirmações de Sobreira (2011). Segundo o autor, o banco estaria transferindo o risco de variação de mercado, aquele ligado à variação do preço das ações, pelo risco de crédito, relacionado à possibilidade de não pagamento. Para isso o BNDES vale-se de classificação de rating própria, à qual faz uma correlação com a classificação da resolução CMN 2682/99, levando em consideração o histórico de inadimplências observadas no

BNDES. Dessa forma, embora não seja divulgada a metodologia interna do banco, há o esforço de adequar as demonstrações com o exigido pelo CMN.

A justificativa para a transferência do valor que se relacionaria com a parcela de ações (Pacs) para a de crédito (Pepr), se dá no fato do banco não fazer os investimentos em ação visando, meramente, lucro, mas sim o desenvolvimento da empresa junto ao mercado de capitais, assim como o desenvolvimento do próprio mercado (diretrizes da subsidiária). Dessa forma, o banco não estaria exposto à variação das ações, já que não tem a intenção de vendê-las de acordo com as oscilações de mercado.

Quando questionada sobre a relação da classificação da carteira de ações da BNDESPar (“Disponível para Venda”, que não impacta na parcela de risco de ações - Pacs), uma interlocutora da AGR frisou que esse fato não influencia nos controles internos de risco do banco, sendo essa classificação de acordo com a atuação do banco, dando ênfase que o BNDES possui métricas próprias que consideram prováveis perdas no mercado acionário.

A classificação da carteira de ações como “Disponíveis para a Venda” estão de acordo com a maneira de atuação do BNDES e não impactam no cômputo de parcelas regulatórias de risco. No entanto, o BNDES possui métricas próprias que objetivam mensurar o risco e mitigar possíveis perdas no mercado acionário que possam trazer riscos à saúde financeira da instituição. (resposta de interlocutora do AGR do BNDES).

Classificação de risco	SET 2012	
	VI Bruto	Provisão
AA	252.683.293	-
A	164.388.490	821.943
B	33.917.964	339.180
C	7.098.575	212.897
D	490.927	49.093
E	848.008	254.402
F	81.804	40.902
G	-	-
H	689.850	689.850
<b>Total</b>	<b>460.196.911</b>	<b>2.408.267</b>

Figura 5.16: Distribuição da carteira do BNDES por *investment grade*  
 Fonte: BNDES - Relatório de Gestão de Risco 4º T de 2012

Ainda em relação à distribuição da carteira, temos uma comparação entre o BNDES e BNB (Figura 5.17), em que fica claro a diferença, onde para o BNDES a participação no setor financeiro (no caso incluindo FINAME e BNDESPar) compreende aproximadamente 50% da carteira, enquanto no BNB, essa participação é praticamente insignificante. Vale lembrar que uma das críticas direcionadas à implantação das normas de Basileia é justamente a transferência do risco para os intermediários financeiros responsáveis pelos repasses.

Exposições por Setor Econômico (*)	R\$ mil					
	30.06.2012		30.09.2012		(%).Variação	
	Exposição	Média no Trimestre	Exposição	Média no Trimestre	Exposição	Média no Trimestre
<b>PÚBLICO</b>	1.531.726	1.517.955	1.503.172	1.523.140	-1,9%	0,3%
<b>PRIVADO</b>	26.421.733	25.915.985	25.967.719	26.015.891	-1,7%	0,4%
Comércio	3.012.817	2.918.031	2.938.913	2.965.108	-2,5%	1,6%
Comércio Exterior	874.473	829.155	866.415	887.293	-0,9%	7,0%
Habitação	242	242	242	242	0,0%	0,0%
Indústria	6.390.171	6.271.702	6.490.904	6.421.848	1,6%	2,4%
Infraestrutura	4.216.071	4.251.038	4.129.325	4.157.093	-2,1%	-2,2%
<b>Intermediários Financeiros</b>	331.736	243.627	259.769	315.479	-21,7%	29,5%
Microfinança Urbana	1.358.611	1.285.867	1.380.108	1.377.422	1,6%	7,1%
Pessoas Físicas	208.252	203.787	217.201	215.268	4,3%	5,6%
Rural	6.083.173	5.978.439	5.966.871	6.002.176	-1,9%	0,4%
Outros Serviços	3.946.187	3.934.097	3.717.971	3.673.962	-5,8%	-6,6%
<b>Valor Total das Exposições:</b>	<b>27.953.459</b>	<b>27.433.940</b>	<b>27.470.891</b>	<b>27.539.031</b>	<b>-1,7%</b>	<b>0,4%</b>

Macro setor	Consolidado Econômico-Financeiro				
	SET 2012	JUN 2012	MAR 2012	DEZ 2011	SET 2011
<b>Setor público</b>	17.691.001	17.350.999	16.882.977	16.950.660	15.539.995
Governo Federal	66.350	69.182	72.000	81.279	82.722
Governo Estadual/Municipal	17.624.651	17.281.817	16.810.977	16.869.381	15.457.273
<b>Setor privado</b>	457.929.644	447.883.355	435.033.825	432.306.431	409.862.337
Agropecuária	325.259	312.639	286.553	275.946	268.284
Bens de Capital	1.686.772	1.761.945	1.744.614	1.820.493	1.810.671
Comércio e Serviços	5.403.508	5.586.435	5.571.682	5.404.469	4.454.553
Construção	3.642.072	3.198.939	3.042.487	2.914.256	2.503.425
Consumo Básico	17.336.082	17.747.775	18.483.425	18.489.135	17.136.183
Consumo Cíclico	2.111.321	2.202.142	2.192.887	2.215.219	2.156.613
Externo	31.921.525	31.813.899	28.037.702	29.295.025	27.440.389
<b>Financeiro e Outros</b>	216.965.096	213.487.308	210.217.764	208.200.474	202.475.978
Fontes de Energia	27.384.775	23.537.237	21.196.789	22.227.753	21.586.336
Infraestrutura	71.495.051	70.180.723	70.747.128	68.452.153	61.478.101
Insumos Básicos	41.793.188	40.466.694	39.025.248	38.685.157	36.329.820
Outros	176.746	362.327	364.476	367.822	384.950
Pessoa Física	842	848	-	-	96
Serviços Sociais Básicos	425.435	441.796	402.491	407.383	376.097
Transporte	37.261.992	36.782.648	33.720.579	33.551.145	31.480.841
<b>Total</b>	<b>475.620.645</b>	<b>465.234.354</b>	<b>451.916.802</b>	<b>449.257.091</b>	<b>425.402.332</b>

Figura 5.17: Distribuição da carteira de investimentos do BNDES e BND por setor. Fontes: BNB – Relatório de Gerenciamento de Riscos – Circular 3.477 Dezembro de 2012; BNDES - Relatório de Gestão de Risco 4º T de 2012

Por fim (figura 5.18), podemos ver a participação das operações em ações no índice de Basileia, essas informações parecem indicar que o banco não está exposto à variação do mercado de ações, o que não é confirmado por divulgações correntes na mídia de negócios, onde prejuízos em empresas investidas impactam diretamente na carteira de ações do banco e, segundo relatório de referência fornecido à CVM, a BNDESPAR tem sua fonte de renda quase total oriunda de resultados de seus investimentos, estando estes sujeitos a variações no mercado de ações. O caso da CDE apresentado no capítulo 5.1 ilustra esse embate, traduzido e generalizado aqui no cálculo do índice de Basileia.

	Consolidado Econômico-Financeiro				
	SET 2012	JUN 2012	MAR 2012	DEZ 2011	SET 2011
<b>Patrimônio de Referência (PR)</b>	<b>92.201.708</b>	<b>94.022.155</b>	<b>98.082.196</b>	<b>99.083.784</b>	<b>94.107.412</b>
<b>Patrimônio de Referência Exigido (PRE)</b>	<b>58.507.993</b>	<b>55.867.831</b>	<b>54.624.373</b>	<b>52.916.536</b>	<b>50.580.822</b>
Valor Total da Parcela $P_{EPR}$	53.790.667	51.809.908	52.227.552	51.898.052	49.557.262
Valor Total da Parcela $P_{CAM}$	1.189.331	1.171.300	-	-	-
Valor Total da Parcela $P_{JUR}$	1.664.294	1.161.790	684.355	71.750	76.826
Valor Total da Parcela $P_{JUR1}$	1.537.084	1.040.340	586.016	14.070	13.906
Valor Total da Parcela $P_{JUR2}$	45.042	53.971	42.626	19.300	26.879
Valor Total da Parcela $P_{JUR3}$	82.168	67.479	55.713	38.380	36.041
Valor Total da Parcela $P_{JUR4}$	-	-	-	-	-
Valor Total da Parcela $P_{COM}$	-	-	-	-	-
Valor Total da Parcela $P_{ACS}$	8.801	12.367	-	-	-
Valor Total da Parcela $P_{OPR}$	1.854.900	1.712.466	1.712.466	946.734	946.734
<b>Valor Total da Parcela <math>R_{BAN}</math></b>	<b>2.082.104</b>	<b>1.693.815</b>	<b>1.627.109</b>	<b>1.461.418</b>	<b>1.301.081</b>
<b>Margem (PR - PRE - <math>R_{BAN}</math>)</b>	<b>31.611.611</b>	<b>36.460.509</b>	<b>41.830.714</b>	<b>44.705.830</b>	<b>42.225.509</b>
<b>Exposição total ponderada pelo risco (PRE / 0,11)</b>	<b>531.890.845</b>	<b>507.889.373</b>	<b>496.585.209</b>	<b>481.059.418</b>	<b>459.825.655</b>
<b>Índice de Basileia (IB)</b>	<b>17,33%</b>	<b>18,51%</b>	<b>19,75%</b>	<b>20,60%</b>	<b>20,47%</b>
<b>Índice de Basileia Amplo (inclui <math>R_{BAN}</math>)</b>	<b>16,74%</b>	<b>17,97%</b>	<b>19,18%</b>	<b>20,04%</b>	<b>19,95%</b>

Figura 5.18: Contribuição das parcelas para o índice de Basileia  
 Fonte: BNDES - Relatório de Gestão de Risco 4º T de 2012

Para o cenário Alemão, Schwarting (2015) ao observar a variação de preços de Swaps (títulos negociados no mercado) emitidos por empresas e bancos privados e comparar com empréstimos concedidos considerando as classificação das agências de rating, chegou à conclusão que os dois índices, o de preços de Swap e rating se equivalem funcionalmente na

criação da confiança entre os agentes financeiros, ou seja, tanto as informações fornecidas pelas agências de rating quanto as geradas pelas negociações de produtos financeiros junto ao mercado são equivalentes na percepção de confiança por parte dos agentes financeiros, havendo uma transformação de risco, no caso de crédito (rating) para mercado (swaps), similar ao caso dos relatórios de gestão de risco apresentados pelos bancos públicos, aqui exemplificado no caso do BNDES.

Para o BB temos nas figuras de 5.19 a 5.24, onde podemos observar a evolução histórica das contribuições das parcelas para o índice de Basileia, com destaque para o risco de crédito a partir de Março de 2013, quando da implementação das práticas do Basileia III, onde houve a reclassificação de um conjunto de ativos de forma a mudar seu peso e localização no cálculo do índice. Alguns autores argumentam, com base na variação da carteira de crédito do banco (figura 5.24), em relação a alterações na política de acordo com o colocado pelas regras de prudência ou vice-versa, considerando a influência de forças políticas na determinação da forma de utilização de tais regras. Além disso, de um ponto de vista da governança global das finanças, defendem uma convergência positiva das instituições de forma a construir uma estrutura de governança supranacional, porém a evolução das normas têm ocorrido de forma lenta e com atrasos, podendo chegar a serem implementadas 10 anos após o levantamento de sua necessidade (Frieden, 2016).

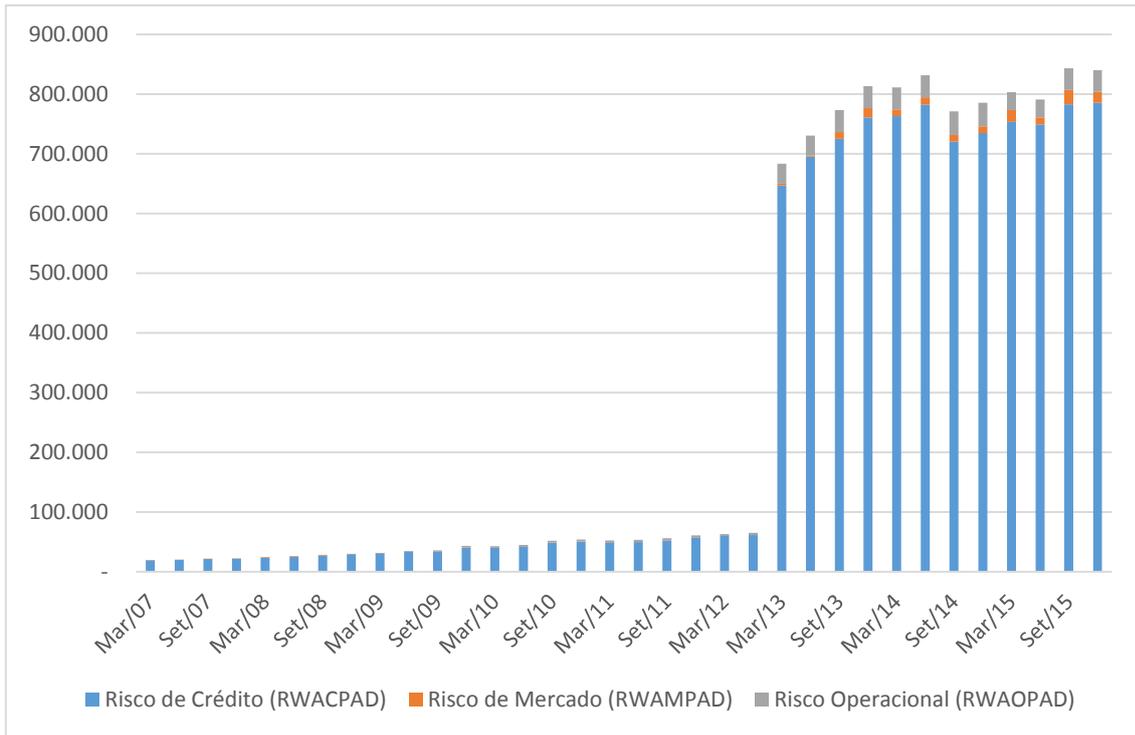


Figura 5.19 – Contribuição parcela de risco BB.  
 Fonte: Elaborado pelo autor

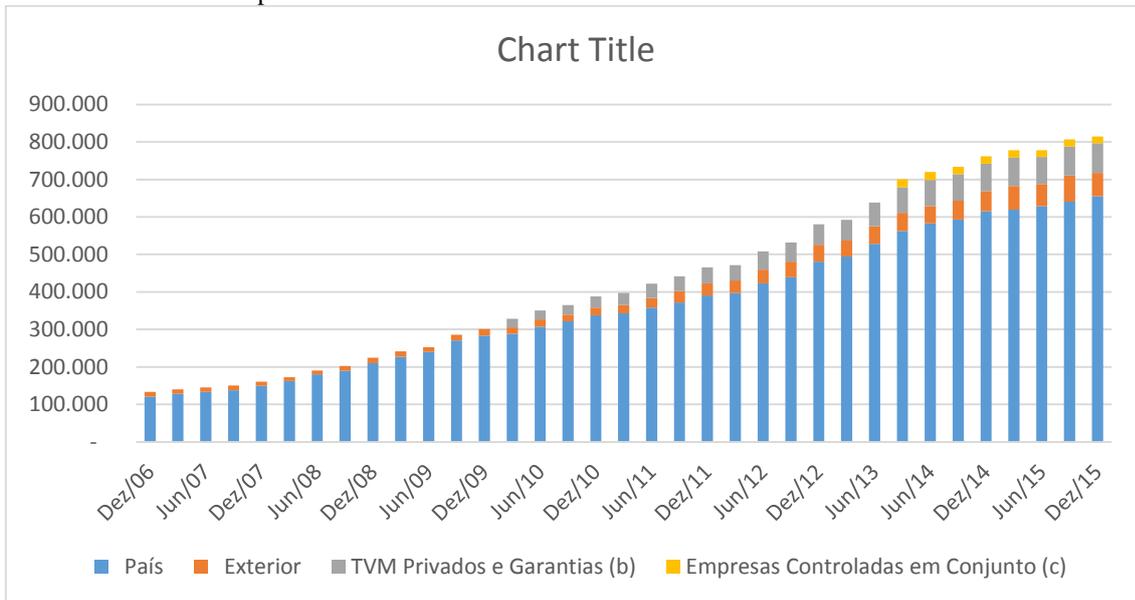


Figura 5.20 – Carta de crédito do Banco do Brasil.  
 Fonte: Elaborado pelo autor

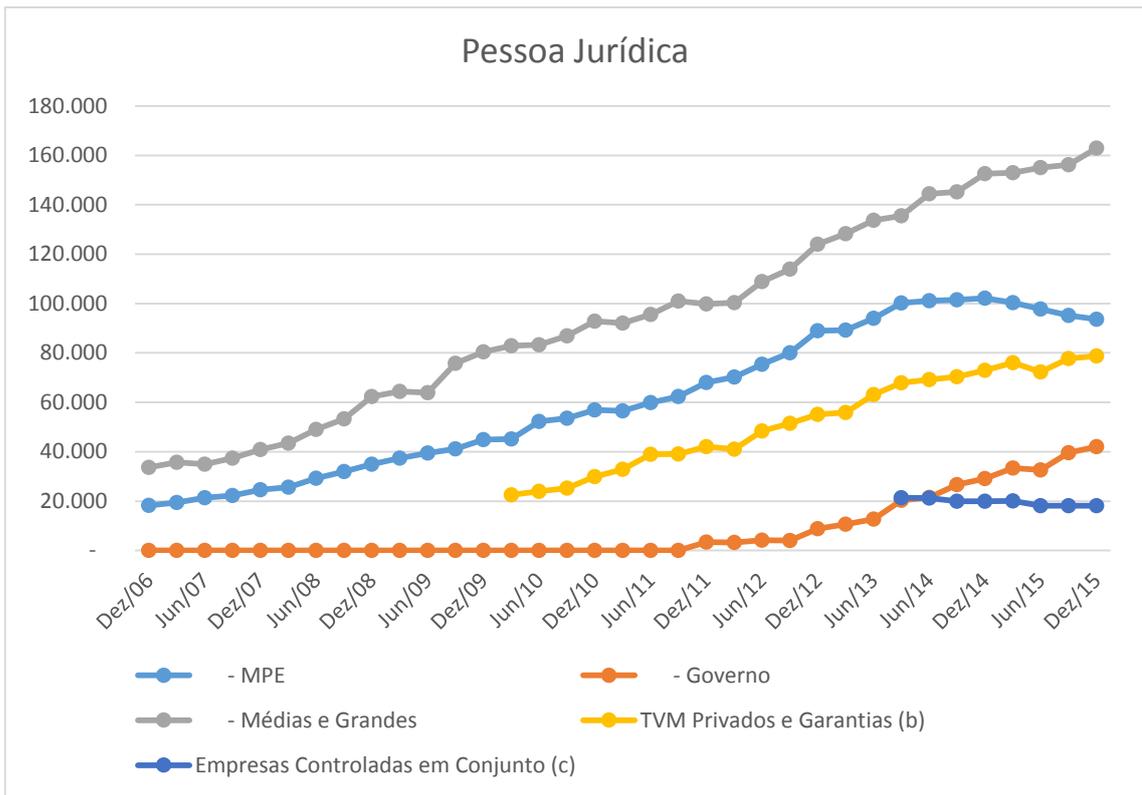


Figura 5.21 – Carta de crédito do Banco do Brasil para pessoa jurídica.  
Fonte: Elaborado pelo autor

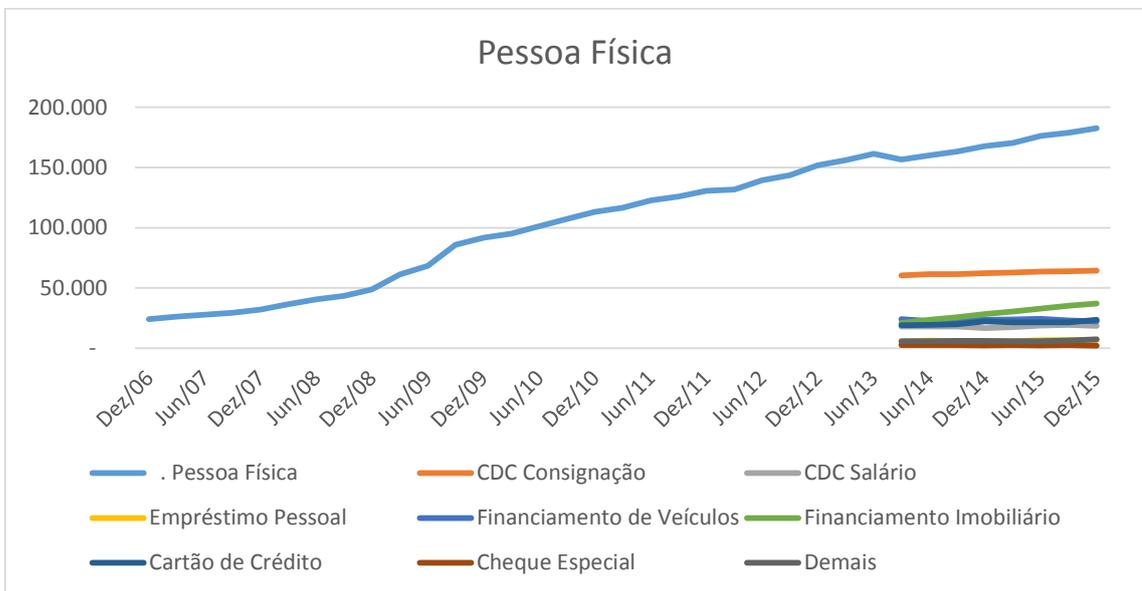


Figura 5.22 – Carta de crédito do Banco do Brasil para pessoa física.  
Fonte: Elaborado pelo autor

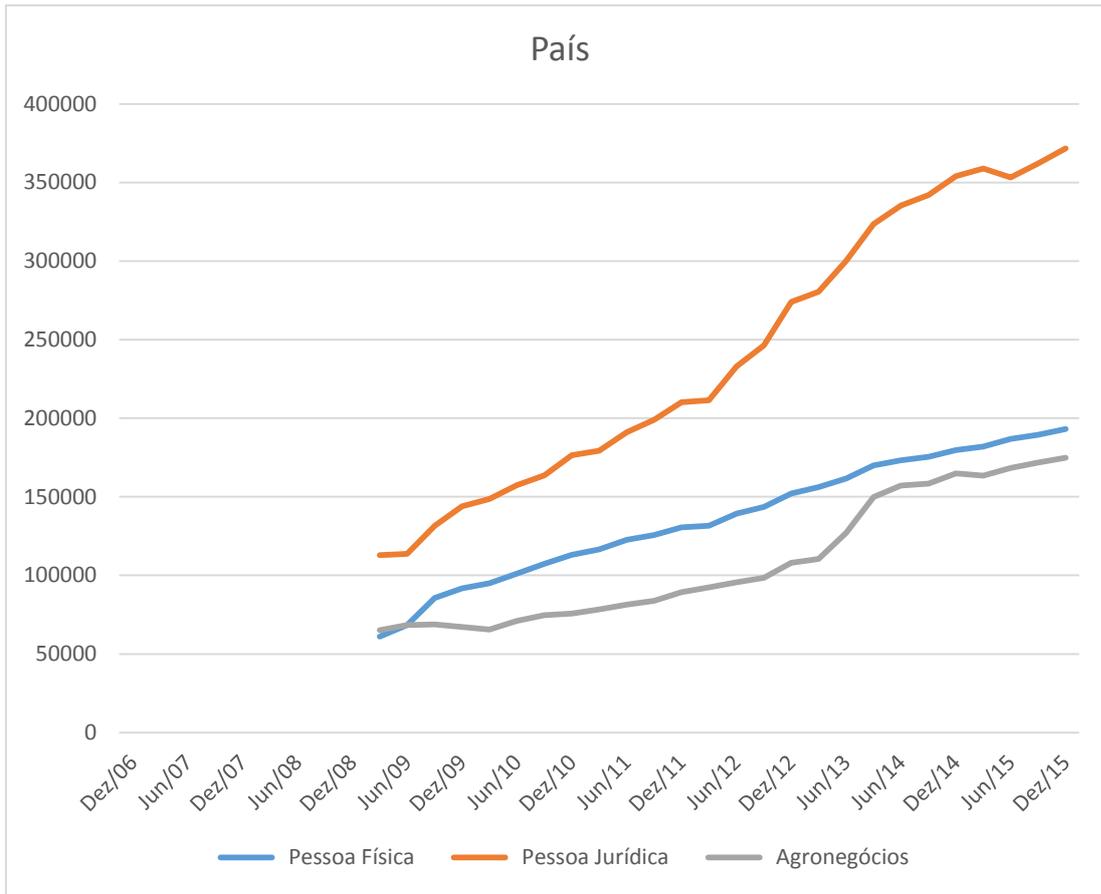


Figura 5.23 – Carta de crédito do Banco do Brasil.  
 Fonte: Elaborado pelo autor

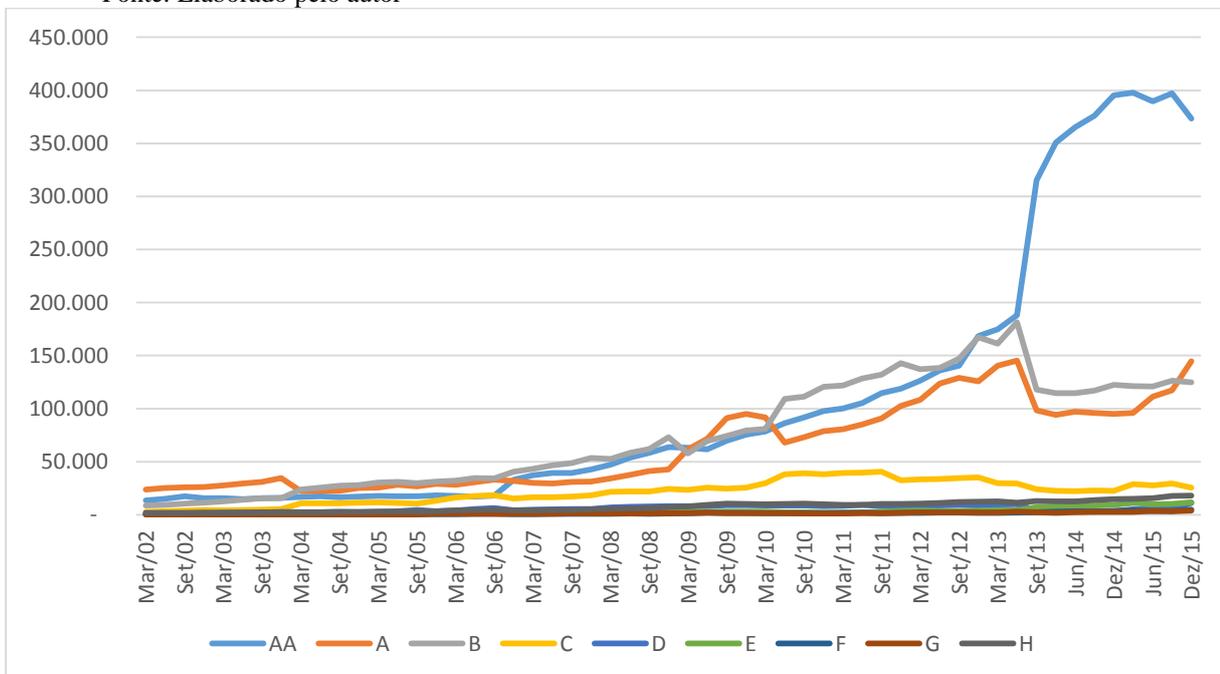


Figura 5.24 – Rating BB.  
 Fonte: Elaborado pelo autor

No presente capítulos levantamos algumas questões ligadas à implantação das normas de Basileia relacionadas ao BNDES. Por meio da análise dos relatórios de gestão de risco, disponibilizados devido a implantação das mesmas regras, foi possível avaliar que mesmo o banco não sendo afetado pela relação entre essas mesmas normas e a BNDESPar, há uma estratégia ligada à apresentação de dados contábeis e a composição do índice de Basileia, em que as ações, ao serem classificadas como “disponíveis para venda”, são reagrupadas na parcela de risco de crédito. Além disso propomos algumas análises adicionais tendo em vista a estrutura de crédito do BB. A análise dessa estrutura, estendida para a CEF, nos permitirá fazer um comparativo dos efeitos da financeirização frente as normas de prudência bancária, incluindo as políticas de suas subsidiárias, que embora não estejam sujeitas a tais regras, sobrem influência direta de suas detentoras públicas e privadas.

## 5.4 Estrutura e Atores na gestão de risco: Um caso do BNDES

Do relatório de Gestão de risco de 2013 do BNDES temos a Estrutura do Comitê de gestão de Risco (Figura 5.25).

### 2.2 Estrutura do Comitê de Gestão de Riscos (CGR)

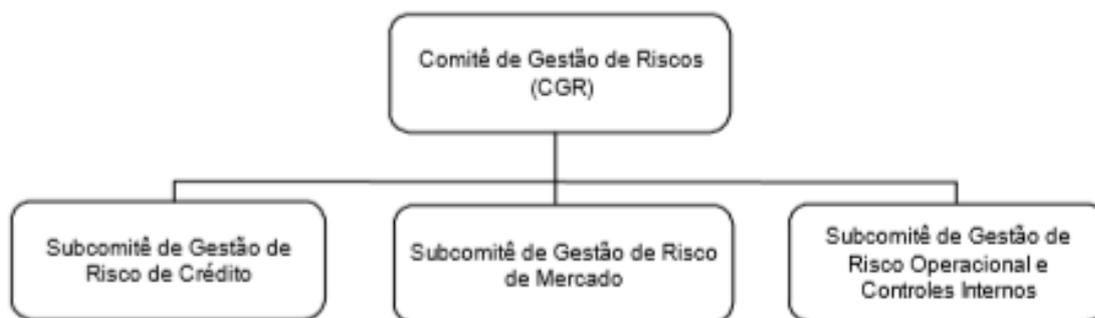


Figura 5.25: Estrutura do Comitê de Gestão de Riscos (CGR) do BNDES.  
Fonte: BNDES - Relatório de Gestão de Risco 4º T de 2012.

A partir da estrutura apresentada na figura 5.17, foi feito o levantamento dos atores envolvidos na Estrutura do comitê de gestão de Riscos (CGR) (Quadro 5.3), dando ênfase para os comitês ligados à gestão de risco, crédito e capital empreendedor.

Quadro 5.2: Membros da Estrutura de Gestão do Comitê de Risco.

Fonte: Elaborado pelo autor.

<b>Comitê Diretor</b>	<b>Atual</b>
Presidente do BNDES (com direito a voto);	Luciano Coutinho
Vice-Presidente do BNDES (com direito a voto)	João Carlos Ferraz
Diretores do BNDES (com direito a voto)	N/A
Chefe do Gabinete da Presidência (sem direito a voto)	Alvaro Larrabure Costa Correa
Superintendente da Área de Gestão de Riscos (sem direito a voto)	Gil Bernardo Borges Leal
<b>Subcomitê de Gestão de Risco de Crédito</b>	<b>Atual</b>
Superintendente da Área de Gestão de Riscos (Coordenador);	Gil Bernardo Borges Leal
Superintendente da Área Financeira;	Selmo Aronovich
Superintendente da Área de Crédito; e	Cláudia Pimentel Trindade Prates
Superintendente das Áreas Operacionais.	N/A
<b>Subcomitê de Gestão de Risco de Mercado</b>	<b>Atual</b>
Superintendente da Área de Gestão de Riscos (Coordenador);	Gil Bernardo Borges Leal
Superintendente da Área Financeira; e	Selmo Aronovich
Superintendente da Área de Planejamento.	Claudio Leal
<b>Subcomitê de Gestão de Risco Operacional e Controles Internos</b>	<b>Atual</b>
Superintendente da Área de Gestão de Riscos (Coordenador);	Gil Bernardo Borges Leal
Superintendente da Área de Tecnologia da Informação; e	N/A
Superintendente da Área de Recursos Humanos.	N/A

Em seguida foi feito o levantamento da trajetória educacional dos atores, dando preferência para os dados relacionados à graduação, pós-graduação e especializações (Quadro 6). Em uma primeira análise, já podemos perceber a predominância de cursos de economia em instituições federais (UFMG, UFRGS, UFRJ) ou particulares (PUCRS) heterodoxas (apenas um é na UFRJ), seguido por mestrado em economia (e finanças ou industrial) e MBA executivo na especialização. Ao entrevistar um professor de economia da Universidade Federal de São Carlos, ele pontuou que boa parte dos atores originários dessas instituições vão para o BNDES como forma de se legitimarem junto ao mercado financeiro e setor bancário, além de representarem uma parcela de formação heterodoxa de economistas. Tal fato merece observação em relação às conclusões desse trabalho em que o BNDES interage com o Estado e o BCB, sendo essa atuação observada através das normas ditadas pelos dois últimos, que adotam medidas tidas como inovadoras (bricolagem) em resposta a exigências externas (BIS e IMF), às críticas de atores locais (Dantas, ABEPRO e Mansueto) de forma a manter a viabilidade das ações do BNDES junto aos interesses do Estado.

Quadro 5.3: Trajetória acadêmica dos membros da Estrutura de Gestão do Comitê de Risco

Fonte: Elaborado Pelo Autor

<b>Selmo Aerovich</b>	<b>Título</b>	<b>Instituição</b>	<b>Ano</b>
Formação	Graduado em economia	UFMG	1986
	Mestre em economia	UFMG	1991
Especialização	Economia e finanças internacionais	Institute fur Weltwirtschaft – Kiel– Alemanha	1999
<b>Claudio Figueiredo Coelho Leal</b>	<b>Título</b>	<b>Instituição</b>	<b>Ano</b>
Formação	Graduado em economia	PUCRS	1991
	Mestre em economia industrial	UFRGS	1993
Especialização	MBA Executivo PDG	IBMEC	1999
<b>Cláudia Pimentel Trindade Prates</b>	<b>Título</b>	<b>Instituição</b>	<b>Ano</b>
Especialização	MBA em finanças	Coppead/UFRJ	
Cursos	Participação em curso de Desenvolvimento Sustentável no Exterior		2003
	Gestão Estratégica de Pessoas	Fontainebleau/Franca	2010
Prêmios	Medalha do Mérito Mauá, na categoria de CRUZ MAUÁ, desenvolvimento dos transportes no Brasil		2008
<b>Gil Bernardo Borges Leal</b>	<b>Título</b>		<b>Ano</b>
Formação	Graduado em economia	UERJ	-
	mestrado em Administração (Finanças)	UFRJ	-

Nesse capítulo fizemos uma análise sobre os atores envolvidos na gestão de risco do BNDES e sua trajetória educacional. No caso observamos a predominância em universidades heterodoxas na graduação e a busca por especializações ligadas às finanças de forma a se legitimarem e replicarem os conhecimentos ligados a esse mundo. Nenhum dos atores possuía passagem política, esse fato merece atenção devido ao alto grau de performatividade ligado às práticas de gestão de risco, sendo mais importante o capital educacional, que podemos relacionar ao isomorfismo normativo.

## 5.5 Discussão

Verificou-se que a BNDESPar, por meio da atuação em fundos mútuos, não só contribui para o desenvolvimento da indústria de capital de risco, mas também age de acordo com as diretrizes e políticas ditadas pelo BNDES em sintonia com o enunciado nos relatórios contábeis e de gestão de risco fornecidos pelo banco, sendo que para que essa atuação seja concretizada, a BNDESPAR atua no mercado de capitais e de renda fixa, não só como investidor direto ou por meio de fundos mútuos, mas também na articulação junto a agentes do mercado financeiro, onde o banco participa de fóruns e grupos de estudos com associações e órgãos reguladores. Dessa forma, a subsidiária estaria não só se utilizando de instrumentos legitimados no campo em que atua, como também inovando (bricolando) com esses mesmo instrumentos. Essa conclusão foi expandida parcialmente para o caso do grupo Banco do Brasil e, via análise da CNE, para a CEF.

Em relação ao acordo de Basileia, não podemos esquecer que ao adotar suas normas, os atores (dirigentes de órgãos reguladores, dos Bancos e de órgãos de classe) agem de acordo com o campo organizacional em que estão inseridos, obedecendo às dinâmicas de suas organizações (veículos para incorporar valores) e utilizando-se de instrumentos legitimados de forma a garantir o desempenho e obter resultados condizentes.

No caso, foi possível, por meio da análise dos relatórios de gestão de risco, disponibilizados devido a implantação das mesmas regras (Basileia), avaliar que mesmo suas operações não sendo prejudicadas, há uma estratégia ligada à apresentação de dados contábeis e a composição do índice de Basileia, em que de acordo com a classificação contábil das ações, essas são reagrupadas na parcela de risco de crédito. Essa realocação permite que o banco siga com suas políticas sem que sofra penalizações devido a impactos significativos no índice. Dessa forma pode-se observar a articulação entre agentes normativos e o banco de forma a viabilizar suas políticas através da reordenação de instrumentos legitimados no mercado financeiro (bricolagem).

Uma revisão sobre a teoria dos Shadow Banking possibilitou incorporar questões levantadas em estudos apresentados por Erturk (2015), em que, analisando as operações financeiras ligadas aos bancos no Estados Unidos, União Europeia, China e Turquia, foi possível mensurar o quanto do montante de capital destinado, pelos bancos

centrais, à medidas relacionadas à contenção da crise deflagrada a partir de 2008 chegou ao seu credores finais. No caso apresentado, para os Estados Unidos esse montante chegou a apenas 20% contra 50% na China, sendo que o restante estaria alimentando a estrutura financeira, de forma a não chegar ao propósito ao qual foi disponibilizada. Tal estratégia é possível devido a estruturas pertencentes ao mercado financeiro que não estão sujeitas à regulamentações direcionadas aos bancos, mas que possuem autonomia para realizar operações ligadas a estes (chamados Shadow Banks).

Essas aplicações são viabilizadas devido ao domínio sobre o discurso financeiro por parte dos dirigentes dos bancos centrais dos respectivos países e União Europeia de forma a impor uma dominação sobre as decisões políticas relacionadas à economia, sendo que seus agentes estariam submetidos às avaliações dos principais agentes financeiros. No caso da China o montante destinado à atividade fim seria maior devido ao fato desta não se submeter ao sistema financeiro mundial, embora tal afastamento gere algumas limitações.

Por fim, no caso brasileiro, esse discurso, pelo menos para o BNDES, CEF e BB, estaria direcionado para a execução das políticas de desenvolvimento e demais medidas ligadas à economia de forma a utilizar as estruturas financeiras como meio para o fluxo do dinheiro até o seu objetivo final e não como uma forma de retroalimentação dessas estruturas. Para verificar essa afirmação, um passo inicial seria o levantamento do quanto do montante destinado chega a seu fim, assim como o das interações entre os agentes para a viabilização de sua estrutura (como já descrito anteriormente).

Em contrapartida, com a crise de 2007/2008, o tratamento e significação em relação aos Shadow Banking por si só oferece um cenário de avaliação, onde atores, disputando seu significado de forma a reafirmarem seus posicionamentos, atribuíram às estruturas um sinal negativo ao criarem um mapa representativo de todo o fluxo financeiro na economia. Essa abordagem pode levar a interpretações e decisões políticas onde tal mapa passa de representação para uma interpretação completa da realidade, impactando nas decisões regulatórias do sistema bancário. Essa avaliação é importante devido ao caso do Brasil estar sempre à frente da implementação dessas mesmas normas embora possamos observar adequações ao caso brasileiro para implementação das políticas públicas pelos

bancos públicos. Essa postura se reflete nos shadow banking, onde o Banco Central declara as estruturas como reguladas, portanto não pertencendo aos shadow (quadro 5.5).

Quadro 5.5: Regulamentação Shadow Banking no Brasil

Fonte: Banco Central do Brasil

Instituições/ativos <i>shadow banking</i>	Regulador/supervisor	Alguns mitigadores	
		Transformação de liquidez/risco de	Alavancagem
<b>Companhias financeiras</b>			
Sociedade de crédito ao microempreendedor	CMN/BCB	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigência de estruturas de gerenciamento de riscos (resoluções CMN n° 3.380, n° 3.464, n° 3.721 e n° 4.090)</li> <li>• Envio trimestral de informações contábeis (Circular BCB n° 3.402)</li> <li>• Remessa mensal de dados para cálculo de limites de capital realizado, patrimônio líquido, endividamento e risco de crédito por cliente (Resolução CMN n° 3.567; Circular</li> </ul>	
Sociedade de crédito imobiliário		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigência de estruturas de gerenciamento de riscos de liquidez, mercado, crédito e operacional (resoluções CMN n° 3.380, n° 3.464, n° 3.721 e n° 4.090)</li> </ul>	
Sociedade de crédito imobiliário repassadora		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Envio mensal/trimestral de informações contábeis (Circular BCB n° 3.402) e remessa mensal de informações prudenciais para realização do monitoramento/supervisão direta e indireta (resoluções CMN n° 4.192 e n° 4.193 e circulares BCB n° 3.398 e n° 3.429)</li> </ul>	
<b>Intermediários de mercado</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dependendo da relevância, tem os mesmos requerimentos que os bancos quanto a capital mínimo, riscos de mercado, crédito e operacional (Basileia III) (resoluções CMN n° 4.192 e n° 4.193 e circulares BCB n° 3.429, n° 3.644, n° 3.640 e n° 3398)</li> </ul>	
Sociedade corretora de TVM* Sociedade distribuidora de TVM*			
Fundos de investimento ICVM 409		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigência de marcação a mercado dos ativos dos fundos (Instrução CVM n° 438)</li> <li>• Requerimento de controle de liquidez por parte do gestor</li> <li>• Envio diário de informações a CVM</li> <li>• Obrigatoriedade de os administradores suspenderem os resgates em situação de extrema iliquidez em que um pedido de resgate puder prejudicar os demais cotistas</li> <li>• Resgates em espécie em casos específicos</li> <li>• Testes de estresse com cenários para saques, liquidez, passivos e concentração de cotistas</li> <li>• Mudança do administrador/gestor por deliberação em assembleia na qual cada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Não podem tomar/conceder empréstimos (Instrução CVM n° 409)</li> <li>• Aluguel de ativos somente por meio de contraparte central (Resolução CMN n° 3.539; Instrução CVM n° 441)</li> <li>• Limites de concentração de ativos/emissores também valem para derivativos e repos (Instrução CVM n° 409)</li> <li>• Todos os derivativos devem ser registrados em câmaras (Lei n° 12.543, de 2011; Resolução CMN n° 3.505; Instrução CVM n° 409)</li> <li>• Algumas categorias de fundos só podem usar derivativos para proteção (Instrução CVM n° 409)</li> </ul>
FIDCs	CMN/CVM	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Subscrição ou aquisição de cotas de FIDCs apenas por investidores qualificados (Instrução CVM n° 356)</li> <li>• Informe mensal à CVM de dados sobre os fundos, como carteira, inadimplência, retenção de riscos (Instrução CVM n° 489)</li> <li>• Uso de derivativos apenas para proteção (Instrução CVM n° 356)</li> <li>• Mesma estrutura de exigências da Instrução CVM n° 409 para os FIDCs (ex.: controles do risco de liquidez, testes de estresse, etc.)</li> <li>• Em determinados casos há limites para concentração por devedor da carteira de recebíveis (Instrução CVM n° 356)</li> <li>• O originador dos recebíveis não pode ser parte relacionada ao gestor, administrador, custodiante ou consultor do fundo (Instrução CVM n° 356)</li> </ul>	
Fundos de investimento imobiliário (FII)		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Constituídos somente sob a forma de condomínio fechado, não permitem resgate de cotas</li> <li>• Integralização de imóveis e direitos relativos a estes deve ser feita com base em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada e com informações asseguradas pelo administrador</li> <li>• Envio periódico de informações à CVM, tais como carteira de ativos, balancetes, parecer de auditor independente etc., e aos cotistas, neste caso do valor do patrimônio e das cotas e de movimentações ocorridas etc. (Instrução CVM n° 472)</li> </ul>	

- 
- Exigência de termo de securitização, levando a uma estrutura de *pass-through*, na qual o fluxo de caixa gerado pelos ativos do lastro é repassado aos investidores, sem transformação de maturidade e liquidez
  - Instituição de regime fiduciário apartando os ativos que são lastros de um CRI do patrimônio da securitizadora e do lastro de outras emissões de CRI.
- (Todos esses itens estão na Lei nº 9.514, de 1997 e na Instrução CVM nº 414)
- 

Como vimos anteriormente com Davis e Kim (2015), um dos efeitos da financeirização pôde ser observado na economia doméstica por meio do aumento do endividamento das famílias via cartões de crédito. Diversos estudos dos bancos públicos do Brasil levam em conta a parcela de crédito fornecida pelos bancos público em comparação ao PIB. A essas comparações buscamos adicionar o reflexo relacionados às normas de prudência bancária. No tocante à superação das crises pelo governo americano por meio da delegação das “decisões indesejáveis” relacionadas a diversas necessidades sociais para o mecanismos de mercado e pela desregulamentação dos mercados financeiros nos anos 70, temos o paralelo com o caso brasileiro que, embora muitas dessas serem importadas, temos o fortalecimento do papel dos bancos públicos devido a políticas públicas ligadas ao desenvolvimento e expansão do consumo de produtos financeiros bancários.

Na nossa análise a teoria da performatividade ajudou a compreender como a narrativa é montada com o auxílio da legitimidade acadêmica, transformadas em ferramentas, que ao serem manipuladas por experts (profissionais), provêm informação para a tomada de decisão dos agentes financeiros. Em paralelo, temos trabalhos que mostram como essas ferramentas substituíram e ou/complementaram a opinião das agências de rating, sendo que a variação nas vendas e resultados de swaps (produto financeiro semelhante à opções, no que tange ao apreçamento e cálculo de risco) das instituições passaram a ser indicadores para a escolha de investimento nas mesma. Essa análise é interessante na medida em que concretiza os instrumentos financeiros em si e, com isso, seu funcionamento nos mercados, como equivalentes funcionais à opinião das agências de rating, ditando o que é permitido e proibido nas operações de mercado. Schwarting (2010) observa que após a crise de 2008 os intermediários financeiros passaram a levar em consideração os valores negociados em ativos de troca de risco (swaps), de forma a os levarem em consideração nas decisões de investimentos nas empresas emissoras, em detrimentos das classificações de rating, fortemente questionadas após a crise.

Em complemento, nossa análise leva em conta para o setor bancário a adoção de padrões globais de prudência, como o Basileia, constantemente apontado como fator determinante nas mudanças no setor, como é o caso do proer que levou à concentração do setor (Sobreira e Martins, 2011). No caso dos bancos públicos o índice permite uma avaliação das políticas de crédito onde autores apontam as transformações relacionadas à adoção das normas prudenciais, acarretando em diminuição da alocação de recursos em determinados setores. Não obstante temos que, pela análise da concentração da carteira de crédito, predominantemente de rating alto, nos permite avaliar as políticas de Estado nos levando à pergunta se essas são moldadas para atender à regra ou se a regra é implementada de forma a viabilizar as políticas, permitindo assim a construção de uma narrativa de prudência e desenvolvimento. Narrativa que está em disputa no Brasil, com a guinada atual do governo para políticas ligadas ao Mercado, segundo acusam alguns interlocutores defensores do chamado sócio desenvolvimentismo, como é o caso de Fernando Nogueira da UNICAMP.

Dado que com o Basileia II, passou a ser permitida a utilização de derivativos para a mitigação de risco de crédito e os bancos passaram a comprar grandes quantidades de *credit default swaps* para transferir o crédito de risco nos seus balanços para companhias de seguros, cabe aqui verificar o papel das empresas do conglomerado do BB e Caixa, de forma a verificar o quão influenciados pelas normas de Basileia, ou pelas práticas globais de prudência em si, os bancos públicos estão. Isto pode ser verificado por meio do levantamento dos derivativos em posse de suas subsidiárias. Ao analisarmos o caso do BNDES, esperamos abrir caminho para essa expansão, adotando um framework que, sem ignorar a linguagem financeira, insira variáveis sociológicas à análise, como busca de uma contribuição para a discussão interdisciplinar já conduzida pela Sociologia Econômica e das Finanças e da Teoria das Organizações.

Do lado da narrativa temos o caso brasileiro, a relação entre a TJLP, BNDES e o FGTS, que operam no longo prazo, mas veem sendo “julgados” no curto prazo, como é o caso recente da antecipação do FGTS para pagamento de dívidas pessoais, sendo que essa poupança do trabalhador serve originalmente a propósitos no longo prazo, como financiamentos para geração de emprego e seguridade do trabalhadores. Destacamos aqui a ação do BNDES no mercado de ações, onde este retém para si ações de grandes empresas ligadas à infraestrutura como forma de suportar sua atuação ou ainda, de pequenas empresas

inovadoras, como forma de intervir e viabilizar seu funcionamento. Embora essa atuação seja identificada, tanto pelo Estado quanto pela academia, da forma descrita anteriormente, a imprensa e atores empresariais e políticos as questionam no argumento ligado ao curto prazo, fortemente ligado ao valor para o acionista, como no caso da Conta de Desenvolvimento Energético discutido anteriormente e que nos permitiu situar a atuação do BNDES e seu papel junto ao Estado na formação e manutenção dos Mercados para além de uma teoria limitada à MFT, com o intuito apenas de servir de remédio para falhas de Mercado.

Dos estudos sobre financeirização dos bancos e narrativas dos Bancos Centrais, como em Erturk (2015), podemos tomar como medida de financeirização dos bancos o aumento da rentabilidade com taxas de serviços. Como em uma economia financeirizada, os bancos são levados a alcançar grandes fatias de preço no mercado de ações, se eles atenderem as métricas de performance financeira em retorno dos investimentos e retorno com taxas, cabe a análise da influência da participação desse fator nas narrativas dos relatórios e práticas do banco e principalmente subsidiárias, responsáveis pela operacionalização dos produtos financeiros relacionados.

Ainda em acordo com o Erturk (2015), O pressuposto de iniciativas regulatórias pós-crise de que os bancos de varejo têm que ser cercados e protegidos do risco dos bancos de investimento precisa ser revisto dado que os bancos de varejo precisam ser protegidos em relação aos retornos irrealistas das expectativas em relação ao mercado de ações, temos recentemente o grande foco dado no retorno do investimento em ações e impactos nos resultados relacionados à variação de mercado nos relatórios financeiros, principalmente do BNDES (via BNDESPar), onde atualmente, devido à aparente guinada em direção da lógica dos mercados aliado à MFT, tem apresentado prejuízos, sendo que em anos anteriores eram essas mesmas medidas que garantiam o retorno do banco e consequente pagamento de dividendos para a união. O mesmo deve ser observado em relação ao *proprietary trading*, em relação ao BB dado sua natureza de empresa aberta.

Por fim vale ressaltar a dificuldade de manter o tom do presente trabalho com o foco nas holdings. De fato, mesmo quando recorrendo a fontes acadêmicas, as holdings são tratadas de forma periférica. Ao recorrer à bibliografia sobre o BNDES, objeto mais estudado devido à grande gama de críticas junto à mídia de negócios e resposta de alguns atores

acadêmicos como Fernando Nogueira, Kurt Mettenheim, Vidotto, Mazzucato, Lazzarine a delimitação dos temas em torno do sistema bancário brasileiro recorre a linhas tradicionais como distribuição crédito, setorial, linhas de empréstimo, levando em conta seus valores financeiros, mas muitas vezes não deixando claro a estrutura por trás destes de tal forma que quase que unanimemente as holding não são analisadas, em um livro do Fernando Nogueira de 2015 sobre os bancos públicos do Brasil a BNDESPar foi citada 3 vezes apenas, num levantamento histórico sobre a política monetária do Brasil, escrito por Mettenheim, nenhuma das holding foram citadas, sendo os três bancos amplamente explorado desde o período colonial até o plano real. Tendo em mente a importância desses estudos, o presente trabalho busca contribuir para a aproximação de estudos sobre financeirização tendo-se em mente que está diretamente ligada à narrativa dos instrumentos financeiros utilizados pelas holdings dos bancos públicos do Brasil. Dessa forma buscamos também encurtar a distância com pesquisas de âmbito global como as realizadas pelo CRESC, como as relacionadas à narrativa dos Shadow Banking onde ficou evidente a similaridade das estruturas, mas ao aplicar as teorias disponíveis corremos o risco de criarmos o nosso próprio mapa burguesiano, ao aplicamos na integras as práticas regulatórias imposta pelo FMI, FED e BIS, adotando uma atitude reformista (Cornel, 2016) e obrigando o nosso Sistema Financeiro Nacional a se justificar numa conjuntura de origem externa enquanto age de acordo com as políticas internas, com objetivos, fontes de recursos e interconectividade próprias da nossa realidade.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

**ABRAMOVAY, RICARDO.** Entre Deus e o diabo: mercados e interação humana nas ciências sociais. Tempo Social. Revista de Sociologia da USP, v. 16, n. 2, 2004

**A EMPRESA – BNDES,** 2012a. Disponível em [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/A\\_Empresa/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/). Acesso realizado em 28/07/2012.

**ALLEN, M.P.** The structure of interorganizational elite cooptation. American Sociological Review, 39: 393-406. 1974.

**BANCO DO BRASIL;** História do Banco do Brasil. Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do Brasil. - 2. ed. rev. Belo Horizonte, 2010. 208 p.

**BANCO DO BRASIL.** Banco do Brasil S.A. Prestação de Contas – Exercício de 2013; Brasília – DF; 2014.

**BANCO DO BRASIL.** Estatuto social do Banco do Brasil, disponível em <http://www.bb.com.br/portalbb/page3,136,3508,0,0,1,8.bb?codigoMenu=203&codigoNoticia=669&codigoRet=824&bread=5>, acessado 23/08/2015.

**BERLE, A.A.; MEANS, G.C.** A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

**BERNSTEIN, Peter L.** Desafio aos deuses: a fascinante história do risco. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

**BARRETO, RODRIGO GARCIA.** Operações de Hedge Cambial em Empresas não Financeiras: Um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia. Dissertação apresentada à Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre. Rio de Janeiro, 2011.

**BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS).** The New Basel Capital Accord: an explanatory note. Basle: Bank for International Settlement, January, 2001.

**BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS).** International convergence on capital measurement and capital standards: a revised framework. Basel: BIS, 2004.

**BB SEGURIDADE;** Formulário de Referência - 2015 - BB Seguridade Participações S.A. disponível em: <http://www.bancodobrasilseguridade.com.br/>; acessado em 23/08/2015.

**BIS, Bank For International Settlements About.** Disponível em <http://www.bis.org/about/index.htm>. Acessado em 25/08/2013.

**BNDESPAR.** BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. – BNDESPAR: RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 31 DE DEZEMBRO DE 2007, 2007, disponível em [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br).

**BNDESPAR.** Formulário de referência da BNDESPAR, versão 7, 2013, disponível em [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br).

**BOLTANSKI, LUC; CHIAPELLO, ÉVE.** O Novo Espírito do Capitalismo. São Paulo, Martins Fontes Editora, 2009.

**BOURDIEU, P.** O Campo Econômico. Política e Sociedade. Florianópolis, v.04, n.6, 2005 [1997].

**CAIXA.** Participações Societárias. Disponível em <http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/governanca-corporativa/governanca/Paginas/default.aspx>; acessado em 19/08/2015.

**CAIXAPAR.** Demonstrações contábeis da caixa participações - exercício 2013; diário oficial nº113, 16 de junho de 2014.

**CALLON, M.** Introduction: the embeddedness of economic markets in economics. The laws of the market. Oxford: Blackwell, 1998.

**CARRUTHERS, B. G.** A Sociologia do Crédito e das Finanças. In Sociologia Econômica e das Finanças: um projeto em construção. Ana Paula Carletto Mondadore et al. São Carlos: Edufscar, 2009.

**CARRUTHERS, B. G.** From uncertainty toward risk: the case of credit ratings. Socio-Economic Review (2013) 1–27. Oxford University Press and the Society for the Advancement of Socio-Economics, 2013.

**CAVENAGHI, F.** Reabrindo a caixa de pandora: Estudo de caso do BNDES e suas subsidiárias do ponto de vista do gerenciamento e operacionalização do Risco. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de São Carlos, Departamento de Engenharia de Produção, São Carlos – SP, 2014.

**CARVALHO, C. E.; TEPASSÊ, A. C.** Banco Público como Banco Comercial e Múltiplo: Elementos para a Análise do Caso Brasileiro in JAYME JR, Frederico; Crocco, G. E. Marco (org.). Bancos Públicos e Desenvolvimento; Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Ipea. Rio de Janeiro, 2010, pp. 25 a 48

**CARVALHO, F. C.** O Papel dos Bancos Públicos no Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro. In Macroeconomia para o Desenvolvimento: Crescimento, estabilidade e emprego, livro 4, P. 277-308. IPEA, Rio de Janeiro, 2010

**CASTRO, L. B.** Regulação Financeira - Discutindo os Acordos da Basiléia. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 14, N. 28, P. 277-304, dez. 2007

**CHANDLER Jr., A.D.** The emergency of managerial capitalism. IN: ZUKIN, A.; DIMAGGIO, P. J. Structures of capital: the social organization of economy. Cambridge University Press, 1990.

BAN, Cornel; SEABROOKE, Leonard; FREITAS, Sarah. Grey matter in shadow banking: international organizations and expert strategies in global financial governance. Review of International Political Economy, v. 23, n. 6, p. 1001-1033, 2016.

**DAVIS, G. F.; KIM, S.** FINANCIALIZATION OF THE ECONOMY. Annual Review of Sociology, v. 41, n. 1, p. 203, 2015.

**DEST,** Perfil das Empresas Estatais Federais 2014 • Ano-Base 2013, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão - Secretaria Executiva do departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, Brasília - DF, 2015.

**DEFAZ.** Relatório de auditoria anual de contas: Caixa Participações – CAIXAPAR. Exercício: 2012 UCI Executora: SFC/DEFAZ - Coordenação-Geral de Auditoria da Área Fazendária, 2012.

**DESIDÉRIO, W. A.** O Estado Enquanto Acionista: A Atuação Da Bndespar No Capitalismo Brasileiro Contemporâneo. Programa de Pós graduação em Engenharia de Produção. São Carlos, UFSCar, 106p. 2013.

**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, junho/2000.

**DIAS, A. V. C.; ZILBOVICIUS, M.** A produção face à financeirização: quais consequências para a organização da produção e do trabalho? Uma proposta de agenda de pesquisa para a Engenharia de Produção brasileira. XXVI ENEGEP - Fortaleza, CE, Brasil, 9 a 11 de Outubro de 2006.

**DIAS, A. V. C.; ZILBOVICIUS, M.** Trabalho e criação de valor: financeirização da produção e novas formas de organização do trabalho. In: MONDADORE, A. P. et al. Sociologia econômica e das finanças: um projeto em construção. São Carlos: Ed. da UFSCAR, 2009. p.119-132.

**DIMAGGIO, P. J.; POWELL W. W.** A Gaiola De Ferro Revisitada: Isomorfismo Institucional E Racionalidade Coletiva Nos Campos Organizacionais. Revista Rae, Vo. 45, N. 2, São Paulo, 2005, Abril/Junho

**DONADONE, J.C.** “Os hunos já chegaram”: Dinâmica organizacional, difusão de conceitos gerenciais e a atuação das consultorias. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção. Março 2001.

**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. 2004.

**ENGELEN, E.; ETURK, I.; FROUD, J.; LEAVER, A.; WILLIAMS, K..** Inovação financeira: estrutura, conjuntura e bricolagem in As Centralidades e as Fronteiras das empresas do Século 21. São Carlos – SP. EDUSC, 2011.

**ERTURK, I.; SOLARI, S.** Banks as continuous reinvention. New political economy, v. 12, n. 3, p. 369-388, 2007.

**ERTURK, I. et al.** General introduction: Financialization, coupon pool and conjuncture. Financialisation at Work, p. 1-44, 2008.

**ERTURK, I.** Bank business models after the crisis and many banking scandals: the rise of shadow banking (including China). Presentation at UFSCar 17 March 2015.

**ERTURK, I.** Financialization, bank business models and the limits of post-crisis bank regulation. Journal of Banking Regulation, v. 17, n. 1-2, p. 60-72, 2016a.

**ERTURK, I.** Shadow banking: a story of the Doppelgänger (the Double) in science of finance. Journal of Cultural Economy, p. 1-16, 2016b.

**FAMA, E.F.** Agency Problems and Theory of Firm. Journal of Political Economy, 1980, v.88, n.2, p.288-307.

**Fernandes, Adriana; Landim, Raquel de.** Malabarismo contábil do governo leva caixa a virar sócia ate de frigorífico. O Estado de S. Paulo, 04 Janeiro de 2013. Acessado em:  
<http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,malabarismo-contabil-do-governo-leva-caixa-a-virar-socia-ate-de-frigorifico,139737e>

**FLIGSTEIN N, BRANTLEY P.** 1992. Bank control, owner control, or organizational dynamics: Who controls the large modern coporation? American Journal of Sociology, v.98 n.2, 1999.

**FLIGSTEIN, N.** The Transformation of Corporate control. Harvard University Press, 1990.

\_\_\_\_\_. Organizations: Theoretical Debates and the Scope of Organizational Theory, agosto de 2001.

\_\_\_\_\_. O mercado enquanto política: Uma abordagem político-cultural às instituições de mercado. In: ARQUES,

- R.; PEIXOTO, J.(org.). A Nova Sociologia Econômica: uma antologia. Oeiras: Celta Editora, 2003.
- FLIGSTEIN, N.; MacAdamD.** A Theory of Fields. OXFORD University Press. New York,. 2012.
- FRIEDEN, J.** The governance of international finance. Annual Review of Political Science, v. 19, p. 33-48, 2016
- GOLDSMITH, R. W.** (1969), Financial Structure and Development, New Haven, Connecticut: Yale University Press.
- GOUBEIA, P. M.** Impacto da implantação das diretrizes do Acordo de Basileia II nas instituições financeiras: caso BNDES. Dissertação (Mestrado) Faculdade de Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2008.
- GRANOVETTER, M.** Ação Econômica E Estrutura Social: O Problema Da Incrustação. Em: PEIXOTO, J.; MARQUES, R. (Orgs.) A nova sociologia econômica. Oeiras: Celta Editora, 2003. p. 69 – 102.
- 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, v.14, n. 41, pp. 121-140, 1999.
- \_\_\_\_\_. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. Revista Brasileira de Ciências Sociais, v. 18, n. 52, p. 139-161, jun. 2003
- \_\_\_\_\_. A Crise Financeira, a Guerra Cultural e as Transformações do Espaço Econômico Brasileiro em 2009. DADOS –Revista de Ciências Sociais, Rio de Janeiro, v.53 n. 2, 2010, pp. 255 a 297.
- Gutierrez et al., 2011
- HACKING, I.** The taming of chance. New Yourk, Cambridge University Press, 1990.
- Hacking, I.** The Emergence of Probability: A Philosophical Study of Early Ideas about Probability, Induction and Statistical Inference Second Edition. New Yourk ,Cambridge University Press, 2006.
- Hermann, J.** O papel dos bancos públicos. Textos para Discussão Cepal – Ipea. Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe. CEPAL II. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. 2010.
- HIRSCH, P., MICHAELS, S e RAY FRIEDMAN** (1990). Clean Models vs. Dirty Hands: Why Economics is Different from Sociology. Structures of Capital: The Social Organization of the Economy. S. Z. a. P. DiMaggio. New York, Cambridge University Press: 39-56
- JARDIM, M. A. C.** Entre a solidariedade e o risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula. 2007. 421f. Tese (Doutorado)-Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2007.
- JARDIM, M. A. A.; SAPIA, R.** A construção social dos mercados. Revista REDD: 2012.
- JORION, P.** Value at Risk: A Nova Fonte de Referência para o Controle do Risco de Mercado (Tradução: Bolsa de Mercadorias e Futuros) .2 ed. São Paulo: BM&F Brasil, 2003.
- KEISTER, L. A.** Financial market, money and banking. Annual Review of Sociology, v.28, 2002; ABI/INFORM Complete.
- LADEIRA, F.** Com flexibilização de Basileia III, ações de bancos sobem forte na Europa in <http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/2652113/com-flexibilizacao-basileia-iii-acoes->

[bancos-sobem-forte-europa](#); 07/01/2013. Acessado em 10/01/2013.

**MACKENZIE, D.** The big, bad wolf and the rational market: portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics. *Economy and Society*.v.33 n.03, 2004.

**MACKENZIE, D.** Is economics performative? Option theory and the construction of derivatives markets. *Journal of the history of economic thought*, v. 28, n. 1, p. 29-55, 2006.

**MARCH, J. G.; SIMON, H. A.** Organizations. New York: John Wiley and Sons, 1958

**MAZZUCATO, M.; PENNA, C.C.R.** Beyond market failures! the market creating and shaping roles of state investment banks; Science Policy Research Unit, University of Sussex, UK Working Paper Series SWPS 2014 - 21, 2014.

**MEDEIROS, O. R.; PANDINI, E. J.** Índice de Basiléia no Brasil: Bancos Públicos X Privados. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade* Vol. 1, n.º 2, Art. 2, pp. 29-54. Maio/Ago. 2007.

**MERTON, R. K.** The self fulfilling profecy. *The Antioch review*. v.8, n.2, p.193-210, 1948.

**MERTON, R. K** *Social Theory and Social Structure*. New York: Free Press. 1968.

**METTENHEIM, PARA UMA ANÁLISE TRANSDISCIPLINAR DOS BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS NA DEMOCRACIA BRASILEIRA**, Kurt Mettenheim in Bancos Públicos e Desenvolvimento, ORGANIZADORES Frederico G. Jayme Jr. Marco Crocco, Rio de Janeiro : IPEA, pg. 109, 2010.

**MINTZ, B., AND M. SCHWARTZ.** Power Structure of American Business. Chicago: University of Chicago Press. 1985.

**MIZRUCHI M.S., STEARNS L.B.** Money, banking, and financial markets. Em *Handbook of Economic Sociology*, ed. NJ. Smelser, R. Swedberg. Princeton, NJ: Princeton Univ. Press, 1994.

**MUNDO NETO, M.** Desenvolvimento do Mercado do Etanol: Aproximação da Indústria Sucroalcooleira e da Indústria de Capital de Risco no Brasil. Trabalho apresentado no XXXII Encontro Anual da Anpocs, Caxambu, MG, 27-31 de outubro, 2008.

**MUNDO NETO, M.** Transformações na Indústria Sucroalcooleira Brasileira no Início do Século XXI: das famílias aos acionistas. Tese de Doutora, Universidade Federal de São Carlos, 2012.

**MUNDO NETO, M.** Atores públicos e privados na construção da indústria de private equity e venture capital brasileira. Trabalho apresentado no XXXVIII Encontro Anual da Anpocs, Caxambu, MG, out, 2014.

**PEIXE, F. C. D.** Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2003.

**POLANYI, K.** A Grande Transformação. Editora Campus, São Paulo, 2000

Polanyi (2001)

**POWER, M.** Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management. Oxford University Press, Nova York, 2007.

**PLANEJAMENTO CORPORATIVO 2009/2014,** 2012b. Disponível em

[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDDES/A\\_Empresa/planejamento\\_corporativo.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDDES/A_Empresa/planejamento_corporativo.html). Acesso realizado em 28/07/2012.

**PRADO, L. C.; MONTEIRO FILHA, D.** O BNDES e os Acordos de Capital de Basileia. REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V.12, N. 23, P. 177-200, JUN. 2005.

**ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F.** Administração financeira – Corporate Finance. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, p. 240-253, 2002.

**SAHLMAN, W. A.** The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations, Journal of Financial Economics, 27, 1990.

**SALEHI, M.** The Role of Financial Intermediaries in Capital Market. Zagreb International Review of Economics & Business, Vol. 11, No. 1, pp.97-109, 2008. Economics Faculty Zagreb Croatia, 2008.

**SARTORE, M. S.** Convergência de elites: a sustentabilidade no mercado financeiro. Tese de doutoramento. Programa de Pós graduação em Ciências Sociais. São Carlos, UFSCar, 225p, 2010.

**SCHWARTING, R.** Risk transformation in financial markets. A functional comparison of credit rating agencies and credit default swaps. Tese (Doutorado). MA-Thesis. Universität Bielefeld. Unveröffentlicht. 2010.

**SECURATO, J. R.** Avaliação do risco da empresa: estudo introdutório. São Paulo: Working Paper n. 02/002 (Departamento de Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo 2002. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/WPapers/2002/02-002.pdf>>. Acesso em: 15 set, 2007.

**SIMMEL, G.** O Dinheiro na Cultura Moderna (1896). In: SOUZA, J.; ÖELZE, B. Simmel e a Modernidade. Brasília, UNB, p.23-40, 1998.

**SISTEMA BNDES,** 2012c. Disponível em [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDDES/A\\_Empresa/sistema\\_bndes.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDDES/A_Empresa/sistema_bndes.html). Acesso realizado em 28/07/2012.

**STEINER, P.** A sociologia econômica. São Paulo: Atlas, 2006.

**STIGLITZ, J. E.** Incentives and risk sharing in sharecropping. The Review of Economic Studies, v. 41, n. 2, p. 219-255, 1974.

**STIGLITZ, J. E.** Another century of economic science. The Economic Journal, v. 101, n. 404, p. 134-141, 1991.

**SOBREIRA, R.** Development banks and Basel II: some assessments. Paper presented at the II Conference of the Brazilian keynesian Association (AkB). Porto Alegre, 9-11 Sep., 2009.

**SOBREIRA, R.; MARTINS, N. M.** Os Acordos de Basileia e bancos de desenvolvimento no Brasil: uma avaliação do BNDES e do BNB. Revista de Administração Pública v.45 n.2, 2011.

**SCHWARTING, R.** Risk transformation in financial markets. A functional comparison of credit rating agencies and credit default swaps. Tese de Doutorado. MA-Thesis. Universität Bielefeld. Unveröffentlicht. 2010.

**USEEM, M.** Executive defense. Shareholder power and corporate Reorganization. Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1993.

**VIDOTTO, C. A.** Reforma dos bancos federais brasileiros: programa, base doutrinária e afinidades teóricas. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 14, n. 1 (24), p. 57-84, jan./jun. 2005.

**ZELIZER, V. A.** Human values and the market: The case of life insurance and death in 19th-century America. *American journal of sociology*, v. 84, n. 3, p. 591-610, 1978.

## APENDICE A – Questionário e respostas da AGR

### Risco de Ações e Rating

1 – Em relação ao rating, como é determinada a classificação do BNDES? É tomada como referência alguma agência externa?

Resposta: As classificações de risco (ratings) do BNDES são obtidas por meio de metodologias próprias, desenvolvidas internamente, e adequadas ao tipo de exposição em questão. Assim, existem metodologias de classificação de risco para bancos, estados e municípios e operações de Project Finance, por exemplo.

2 – Quais são os principais parâmetros levados em consideração na correspondência feita com a classificação da resolução CMN nº 2.682/99?

Resposta: A correspondência entre a escala interna de classificações de risco e a escala da Resolução CMN 2.682/99 foi aprovada por meio de normativo interno, para o qual foi considerado o histórico de inadimplências observadas no BNDES.

3 – O fato das aplicações na carteira de ações serem classificadas como “Disponível para Venda” e com isso não impactar na parcela de risco de ações (PACS) influencia no cálculo dos limites diários (cenários de stress)?

Resposta: A classificação da carteira de ações como “Disponíveis para a Venda” estão de acordo com a maneira de atuação do BNDES e não impactam no cálculo de parcelas regulatórias de risco. No entanto, o BNDES possui métricas próprias que objetivam mensurar o risco e mitigar possíveis perdas no mercado acionário que possam trazer riscos à saúde financeira da instituição.

4 – Em relação aos dados divulgados em outros relatórios, considerando a classificação de rating. Os valores repassados dos investimentos em ações são considerados?

Resposta: A maior parte dos relatórios divulgados com o perfil de risco das operações considera apenas a carteira de créditos ativos e as debêntures. Entretanto, os investimentos em participações acionárias também possuem classificação de risco interna.

5 – Quais são os normativos que regem o tratamento do risco da carteira de ações como PEPR?

Resposta: De acordo com o modelo padronizado, em vigor para as instituições financeiras nacionais, os investimentos em ações não inseridas na carteira de negociação devem ser incluídos na parcela PEPR (atual RWACPAD), conforme Circular Bacen 3.644/13.

## **Basileia**

1 – Com a regulamentação da Basileia III, quais os impactos previstos que podem influenciar nas políticas da BNDESPar?

Resposta: Os maiores impactos referentes à implementação de Basileia III no BNDES estão relacionados às alterações na elegibilidade de mitigadores de risco e na consideração de compromissos de crédito. Desse modo, não são previstos aumentos significativos no cálculo do Patrimônio de Referência Exigido. Contudo, com o advento das regras contábeis do IFRS, o BNDES passou a marcar a mercado parte significativa de sua carteira de ações, o que provocou uma maior oscilação do Patrimônio de Referência da instituição. Além disso, pelas novas regras de Basileia III (ver Resolução BACEN 4.192/2013 e Resolução BACEN 4.193/2013), estão previstas limitações mais restritivas para o Índice de Basileia, o Capital Principal e o Capital de Nível 1, cujas apurações são diretamente impactadas por oscilações nos preços das ações.

2 – Em relação ao Relatório de Gestão de Risco, as aplicações relacionadas ao Finame e BNDESPar, são consolidadas como setor financeiro e outros, região sudeste e Fator de Risco 50%. Em relação ao setor e região, quais os critérios e normas relacionados?

Resposta: Os quadros mencionados referem-se apenas à carteira de créditos, não incluindo as participações acionárias. As operações de crédito realizadas pela FINAME e BNDESPar seguem as normas internas do BNDES, que definem limites de exposição setorial. Não há restrições relacionadas à região geográfica.

3 – O que são as coligadas investidas citadas no documento de referência e no relatório de gestão de risco?

Resposta: Uma empresa coligada é uma entidade sobre a qual o investidor possui influência significativa, o que significa o poder de participar das decisões da investida. As empresas coligadas são contabilizadas pelo Método de Equivalência Patrimonial, o que tende a ocasionar uma menor flutuação no patrimônio líquido da instituição.

## APENDICE B - Cronologia global relacionada ao BNDES e normas de Basileia

1929	crash da Bolsa de Nova York
1930	Criação do BIS criado
1930	Plano Young
1930 - 1970	BIS - Implementação e defesa do sistema de Bretton Woods
1952	Fundação BNDES
Anos 70	Crise do petróleo
Anos 70 e 80	gestão de fluxo de capitais transfronteiriços após as crises do petróleo e a crise da dívida internacional
21/06/71	enquadrado como uma empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, com isso, sujeita às normas gerais orçamentárias e contábeis e à disciplina normativa do Conselho Monetário Nacional
1974	BIS passou a exercer papel ativo nas discussões de prevenção ao risco nas operações bancárias. Criação do Comitê de Regulação Bancária e Práticas de Supervisão
1974	Início das operações de capital de risco do Sistema BNDES. Fibase, Embramec e Ibrasa.
30/06/82	Incorporação da Embramec e Ibrasa pela Fibase, formando-se a BNDESPAR.
20/10/82	Brazil requests a bankers meeting to address its debt difficulties
12/1982	BIS grants a \$1.2 billion (increased later to \$1.45 billion) bridging loan to the Central Bank of Brazil
07/1988	BIS provides \$250 million in a \$500 million bridging facility to the Central Bank of Brazil
1988	Proposta do Acordo de Basileia
1993	BNDES sob supervisão do Ministério do Planejamento e Orçamento
15/04/94	BIS takes up the function of collateral Agent in connection with the restructuring of Brazilian external debt
1994	Adoção das diretrizes e transformando-as em normativos obrigatórios por parte dos Órgãos reguladores e de supervisão do Brasil
1995	Banco Barings perde ~1,5 Bilhões
1996	1ª emenda no acordo de Basileia: inclusão do risco de mercado
1997	Crise da Ásia
25/03/97	The Central Bank of Brazil becomes a member of the BIS
Setembro de 1997	Divulgação dos 25 Princípios para eficácia da supervisão bancária prudencial
23/10/97	BNDESPAR foi transformada em empresa aberta
13/01/98	a BNDESPAR obteve junto à CVM, o registro de companhia aberta, o que permite à instituição negociar títulos de sua emissão no mercado de balcão organizado.
1998	13 princípios alicerces dos controles internos para instituições financeiras
1998	Crise da Rússia

1998	Aprovação da Resolução 2554/98 - Sobre controles internos
1998	Framework for Internal Control Systems in Banking Organizations
24/09/98	Publicação da Resolução 2554/98 - Sobre controles internos
24/09/98	Novas normas e recomendações internacionais – Resolução 2554
02/12/98	BIS coordinates a \$13.28 billion standby arrangement for the Central Bank of Brazil
21/12/99	Resolução CMN nº 2.682. ratings entre AA e H
2002	fraudes contábeis. Enron, WorldCom, Adelphia / Sarbanes Oxley (SOX) - Sobre controles internos. Boas práticas de Governança Corporativa se torna uma exigência legal.
06/09/02	IMF approves Brazil's request for a 15-month standby credit of SDR 22.8 billion
11/10/02	Decreto 4418 - Estatuto Social do BNDES
2004	Acordo de Basileia II: Inclusão do risco operacional
2004	Apresentação de estrutura de gerenciamento de risco empresariais: Enterprise Risk Management - An integrated Framework. Expande as apresentadas em 1992
Janeiro 2005	Criação da Área de mercado de capitais AMC
16/06/05	Adotadas as orientações do Acordo de Basileia sobre exigência de capital para cobertura de risco de crédito e instituídos os limites mínimos de capital e de patrimônio líquido para as instituições financeiras, mediante a edição da Resolução 2.099, do Conselho Monetário Nacional (CMN).
19/06/05	Criada a Central de Risco de Crédito e, por intermédio da Resolução 2.399, estabelecida a exigência de capital para cobertura de risco de crédito em operações de swap.
20/06/05	Determinadas a implantação e a implementação de controles internos das atividades das instituições financeiras (Resolução 2.554).
21/06/05	Estabelecida a exigência de capital para cobertura do risco de câmbio e ouro (Resolução 2.606). Foi definido o nível máximo de comprometimento do Patrimônio de Referência (PR) em relação ao ativo permanente imobilizado e, além disso, determinado que as instituições financeiras classificassem as operações de crédito em ordem crescente de risco e apurassem a provisão para créditos de liquidação duvidosa (Resolução 2.682).
22/06/05	estabelecida a exigência de capital para cobertura de risco de taxas prefixadas de juros, criado o Sistema de Informações de Crédito, que substituiu a Central de Risco de Crédito, e definindo o critério de controlar o risco de liquidez.
23/06/05	editada a Resolução 2.837, que definiu o patrimônio de referencia como somatório do Capital Nível 1 e Capital Nível 2.
26/06/05	publicado o Comunicado 12.746, do Banco Central do Brasil, que instituiu cronograma de implantação de Basileia II no Brasil.
21/06/05	BNDES sob supervisão do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
2006	Basileia II - Risco operacional – Resolução CMN 3380/2006
2007	Basileia II - Risco Mercado – Resolução CMN 3464/2007
Agosto de 2007	Criação da área de Gestão de Riscos - AGR

21/12/2007	Redação dada pelo Decreto nº 6.322, de 21.12.2007. BNDES. Realização, como entidade integrante do sistema financeiro nacional, de quaisquer operações nos mercados financeiro e de capitais.
2008	Crise das hipotecas
2008	Aumento das Captações do Tesouro Nacional
'Abril de 2008	Criação da Área de Capital empreendedor ACE
Entre 2007 e 2008	Medidas anticíclicas do governo. Aumento de repasses por parte do tesouro
Entre 2007 e 2008	(Sobreira e Martins) BNDES assumido a função de agente do governo para o financiamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e dos investimentos ligados à exploração do pré-sal — e, no período mais recente, para financiar obras ligadas à Copa do Mundo —, tendo sua política de crédito se reorientado para atender às demandas do setor de infraestrutura.”
13/03/09	Banking supervision authorities from Australia, Brazil, China, India, Mexico, Russia, and South Korea become members of BCBS (Basel Committee on Banking Supervision).
2009	Basileia II - Risco Crédito – Resolução CMN 3721/2009
2009	Lei nº 11948/09 - autorização da concessão de créditos de até R\$100bilhoes
2009	Medida Provisória 472/2009 - Linha de crédito adicional de R\$80 bilhões
31/12/09	97,7% rating AA a C no BNDES contra 91% no Sistema Financeiro Nacional

## APENDICE C – Evolução dos investimentos em coligadas

R\$ em milhar		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Ação</b>											
Aços Villares		51.051	113.157	100.541	152.683						
ALL					839.207						
Bertin							2.371.805				
Brasília		1.761.465	1.706.855	1.684.959	1.724.322	1.816.633	1.470.516	1.740.854	1.646.789	2.391.431	2.288.650
CEG		82.805	97.899	110.152	123.596						
COPEL		852.705	935.277	1.004.452	1.210.120	1.395.494	1.605.687	2.107.461	2.275.172	2.840.937	2.978.200
Fibra								4.868.234	4.703.324	4.705.596	4.587.273
Inepar Energia	1	15.058		12.825	8.240						
lochpeMaxion				78.800	57.869						
JBS								4.152.472	4.083.577	7.463.127	4.831.774
Klabin		408.190	443.505	466.149	512.150						
Marlim Part.		68.286	46.353	41.908	26.676						
Novamarlim Part.				43.099	31.769						
Rio Polímeros				75.952	230.407	197.298	267.954	295.807			
Suzano Papel e Cel.		460.770	468.233	504.387	450.201						
Telemar Participações		570.854	561.747	549.838	558.124	598.733	1.603.721	228.928			
Tupy										389.570	420.863
Vale Soluções										248.259	153.696
Outras Eq patrimonial		179.361	198.159	115.552	217.770	3.276.786	317.635	837.583	932.512	1.293.272	1.407.117
ACESITA		155.966	154.862	152.263	152.263						
REDE EMP. ENERGIA (CAIUA)		91.476	45.738	45.738	45.738						
CEAL			136.002	136.002	6.880						
ELETROBRÁS		2.286.207	2.271.564	2.240.013	2.240.013						
NORQUISA		30.960	30.960								
RIO POLIMEROS		150.719	188.093								
Outras Custo de aquisição		83.670	60.203	358.563	79.106						
Total		7.234.486	7.473.665	7.721.193	8.667.134	7.284.944	7.637.318	14.231.339	13.641.374	19.332.192	16.667.573
Número investidas		16	17	18	19	5	6	7	5	7	7

## APENCIDE D – Evolução do investimento em não-coligadas

R\$ em milhar										
Ação	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A. – ALL					-	638.696	1.949.287	1.270.009	778.961	690.85
AMERICEL	6.782	6.782	6.782	6.782						
Aracruz	229.653	226.820	220.196	220.196	129.280	129.280				
BANCO BRADESCO	75.131	54.558								
BANCO DO BRASIL S.A.	265.338	356.522	353.790	179.188	1.275.237	1.085.480	1.834.223	7.352	87.456	140.66
BANCO ITAÚ	54.839	63.178								
BCP (Ex-TELET)	8.636	8.636	8.636	8.636						
Bom Gosto					-	245.845				
BRADESCO							282.576	305.196	291.398	-
BRASIL FOODS							442.619	609.657	604.560	289.35
BRASIL TELECOM	70.633	64.496	37.885	32.885						
Brasil Telecom. Part.	351.851	339.955	214.099	195.899	195.899	166.663				
BRASKEM S.A.			57.977	57.977	243.207	227.545	391.089	903.633	575.684	564.96
Brenco					-	140.000				
CBD	131.156	127.966	115.333	115.333						
CEG					-	140.600	717.792	789.571		
CELESC	44.517	43.069	39.629	39.629						
CEMIG	91.816	85.530	70.881	70.881			328.200	310.601	382.390	303.26
CESP			15.720	139.789	139.789	234.736	445.734	505.190	308.031	-
CIA SIDERÚRGICA NACIONAL					268.615	151.379	1.069.911	848.988	474.696	324.88
COPASA									97	192.70
Coteminas	151.902	154.855	154.855	134.005	134.005	115.005				
CPFL	300.000	444.427	444.427	486.779	550.600	608.161	1.430.189	1.686.318	2.113.874	1.728.0
CSN			268.615	268.615						
CVRD	808.094	778.649	709.886	709.886	709.886	1.508.260				
ECORODOVIAS									287.700	363.72
ELETROBRÁS					2.240.013	2.240.013	7.525.213	4.742.631	3.711.994	1.101.6
EMBRAER	148.093	142.776	136.968	136.968	109.699	109.699	378.141	470.390	462.835	572.97
EMBRATEL PART.	200.772	154.793								
GERDAU	64.889	60.135	49.096	49.096	49.096	153.352	1.206.173	923.975	767.796	966.35
Independência					-	250.000				
IOCHPE							260.732	153.164	164.655	174.75
ITAÚ UNIBANCO HOLDING							435.500	445.071	381.117	-
JBS					1.137.006	1.472.274				
KLABIN					-	562.144	979.481	634.267	694.436	1.013.1

R\$ em milhar										
Ação	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
KLABIN					-	562.144	979.481	634.267	694.436	1.013.110
LIGHT					-	822.511	1.272.295	780.192	885.259	608.929
LLX LOGÍSTICA							209.375	97.083		
MARFRIG					102.000	817.655	910.996	738.919	405.851	498.015
MPX					179.180	179.180			166.501	661.050
OI									-	220.049
Ouro Fino					84.000	105.727				
PARANAPANEMA					805	125.261	365.108	278.230	164.409	-
PDG REALTY							213.937	251.633	147.074	76.994
PETROBRAS	1.061.962	1.039.726	1.022.685	1.022.685	1.022.684	1.022.684	25.091.175	41.865.559	32.641.969	26.385.044
Rede Energia S/A					-	263.332	463.714	408.564		
RENOVA									-	290.703
SUZANO									-	1.387.453
TELE NORTE LESTE							241.145	161.236		
TELE NORTE LESTE PARTICIPAÇÕES	236.921	218.148	164.599	164.599	164.599	164.599			115.281	
TELEMAR NORTE LESTE	51.051	46.502	36.535	36.535						
TELESP CEL. PART.	230.933	270.138								
TOTVS							238.562	281.730	276.869	257.944
TRACTEBEL	91.171	120.596	60.078	60.078			335.565	169.760	187.191	206.488
USIMINAS							454.474	354.521	189.573	
VALE							13.679.910	15.434.023	11.250.504	11.411.690
Valepar	1.541.987	1.541.987	1.541.987	1.541.987	1.558.569	2.625.429				
VCP	78.427	75.872								
VIVO PARTICIPAÇÕES.			104.082	120.172						
VOTORANTIM CEL. E PAPEL			69.923	75.042						
Outras	547.601	615.799	536.682	381.050	1.260.696	1.222.346				
Outras empresas - Nível 1							2.054.175	2.365.772	1.952.112	1.596.962
NÍVEL 2 – Empresas holdings não listadas							9.728.026	11.116.726	9.372.267	9.067.957
NÍVEL 3 – Empresas não listadas (Valor Justo)							141.630	337.807	419.448	350.629
Custo – Empresas não listadas (Valor de Custo)							43.653	1.348	100.001	100.001
Total	6.844.155	7.041.915	6.441.346	6.254.692	11.554.865	17.527.856	75.120.600	89.249.116	70.361.989	61.547.222

## APENDICE E – Evolução investimento em fundos

Nome	Administrador	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (9)
AG Agra Infra-Estrutura - Fundo de Investimento em Participações	Banco Bradesco S.A.					8.295	30.189	38.011	63.351	82.253	130.033	167.673	6,91%
BR Educacional Fundo de Investimento em Participações	BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários									36.074	42.798	87.030	3,38%
Brasil Private Equity – FIA		26.827	21.117	39.631	107.723								
Brasil 21 - Fundo Múltiplo de Investimento em Empresas	Dynamo Administrador de Recursos Ltda.	45.159	45.019	42.227	41.234	60.838	6.061	4.645	5.953				
<b>Brasil Energia - Fundo de Investimentos em Participações</b>	<b>Banco Bradesco S.A.</b>				<b>9.499</b>	<b>29.207</b>	<b>65.514</b>	<b>118.483</b>	<b>258.875</b>	<b>315.427</b>	<b>306.672</b>	<b>312.798</b>	<b>12,88%</b>
Brasil Magnetis Infra-estr. Inv. em Participações	Dary Structur Administração de Investimentos Ltda									22.550	41.865	40.513	1,67%
GRP VI Venture Fundo Múltiplo de Invest. Empr. Emergentes GRP	Companhia de Participações S.A.									12.203	33.953		
GRP VIII - Fundo de Investimentos em Participações	GRP Companhia de Participações S.A.	99.590	85.600	4.847								45.281	1,87%
Dynamo Puma Fundo de Investimento em Ações													
FIDC - Insumo Básicos da Indústria Petroquímica	INTEAG Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda											122.688	5,05%
FIP Terra Viva - Fundo de Investimento em Participações DGF	DGF Gestão de Fundos Ltda								29.494	29.712		52.525	2,16%
Frie - Fundo Múltiplo de Investimento em Empresas Emergentes	BrasilPrivate Consultoria e Participações Ltda.	45.517	39.611	39.866	45.032	23.451	25.032	26.908	7.923				
Fundo Bradesco Templeton de Valor e Liquidez – FIA	Banco Bradesco S.A.	69.486	96.914	98.056	44.452								
Fundo Brascan de Petróleo e Gas	Banco Brascan S.A.	1.020	1.246				11.388	13.642	16.749	16.728	14.665	14.410	0,59%
Fundo Brasil Agropecuário - Fundo de Investimento em Participações	Banco Bradesco S.A.									6.880	21.552	55.097	2,27%
Fundo Brasil Sustentabilidade	BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários									3.111	34.289	52.324	2,16%
Fundo de Invest. em Part. Governança e Gestão – FIPGG	Governança & Gestão Investimentos					11.381	31.187	28.974	38.827	38.778	31.606	27.707	1,14%
<b>Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Corporativo</b>	<b>Credit Suisse Brasil</b>									<b>298.196</b>	<b>285.665</b>	<b>294.672</b>	<b>12,14%</b>
Fundo de Investimento em Participações - Caixa Ambiental	Caixa Econômica Federal									31.522	35.266	40.144	1,63%
Fundo de Investimento em Participações Caixa Model Oilco e Gas	Caixa Econômica Federal									18.502	32.738	32.950	1,36%
Fundo de Investimentos Cia. Paulista Trans Metropolitanos	Banco Bradesco S.A.					83.175	79.164	67.851		55.412	40.561	24.083	0,99%
Fundo Empreendedor Brasil	BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários									10.626	14.522	12.094	0,50%
Fundo Fator Sinergia – FIA		73.049	159.366	200.566	90.122	555							
Fundo Múltiplo Invest em Empresas Emergentes CRIATEC	BNT Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.									22.803	35.551	48.579	2,00%
Fundo M. Invest. Empresas Emergentes Base Tecnológica de SP		500	542										
InfraBrasil – Fundo de Investimentos em Participações	(Banco ABN Amro Real S.A. 2007/2011) (Banco Santander S.A. 2012)					25.144	67.756	95.789	151.751	187.929	180.484		7,43%
MIG - Fundo Múltiplo de Investimento em Empresas Emergentes		465	466										
NVP Tech. Fund - Fundo M. de Invest. Empresas Emergentes		414	1.178										
Logística Brasil - Fundo de Investimento em Participações	Banco Bradesco S.A.						13.564	30.600	56.889	56.316	52.010		2,14%
Opportunity Equity Partners – FIA	Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de Títulos Mobiliários S.A.	24.289	21.587	24.271	34.051	50.040	57.891	104.698	4.850				
Outros				17.331	15.140	27.516	57.211	65.301	109.740	97.496	100.750	103.276	4,23%
PIBB Fundo de Índice Brasil 50 – Brasil Tracker				2.687									
<b>PROT - Fundo de Investimento em Participações</b>	<b>BNT Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.</b>							<b>462.808</b>	<b>867.574</b>	<b>668.473</b>	<b>555.565</b>	<b>559.563</b>	<b>23,05%</b>
RB Cinema I - Fundo Financ. Ind. Cinematográfico Nacional	Rio Bravo Investimentos S.A.				7.000	7.551	11.087	11.677	11.802	11.413	10.464	9.268	0,38%
Rio Bravo Nordeste Fundo M. Invest. Empr. Emergentes		300	171										
RSTEC - Fundo Múltiplo de Investimento em Empresas Emergentes de Base Tecnológica		1.826	2.409										
Santander Private Equity – FIA		1.093											
SC Fundo Múltiplo de Investimentos em Empresas Emergentes		4.508	5.023		4.912	9.479							
STEC - Fundo Múltiplo de Investimento em Empresas Emergentes de Base Tecnológica de Santa Catarina		1.267											
Vale Florestar Fundo de Investimento em Participações	Cibant Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	395.505	481.482	469.482	399.165	228.513	403.879	1.035.633	1.579.884	36.248	61.868	92.789	3,82%
Total										2.022.829	2.124.340	2.427.758	100,00%

**APENDICE F – Bancos de desenvolvimento com base em Mazzucato e Pena (2014)**

Industrial Development Bank of Canada	1944	Canada	<p>the key goal of which was to provide ‘capital assistance to industry with particular consideration to the financing problems of small enterprises’ (cited in Fergusson, 1948, p. 214);</p> <p>In 1975, the Canadian Development Bank had its name changed to the Federal Business Development Bank (BDC; now the Business Development Bank of Canada) and started its venture capital operations. In the 1990s, the BDC created new financing products to promote the development of innovations.</p>
Kreditanstalt für Wiederaufbau	1948	Alemanha	<p>(KfW – meaning ‘reconstruction credit institute’) in Germany , which had the aim of channelling international (and national) funds (notably those associated with the Marshall Plan) to the promotion of long-term growth, infrastructure, and modern industry (Schröder et al., 2011).</p> <p>In the mid-1950s, for instance, KfW assumed the responsibility for providing finance for environmental protection and small-and-medium enterprises (SMEs), roles that were intensified in the 1970s, when it also began to target energy efficiency and innovation development (KfW, 2009).</p>
Export-Import Bank of Japan	1950	Japão	<p>Japan also created development banks. The first, in 1950, was the Export Bank of Japan (which became the Export-Import Bank of Japan in 1952), which sought to secure strategic resources to the Japanese economy and promote the insertion of Japanese firms into overseas markets.</p>
Japan Development Bank	1951	Japão	<p>The second, in 1951, was the Japan Development Bank, the initial foci of which were development of heavy industries and infrastructure (including electricity).</p> <p>In the 1960s, the Japan Development Bank began to focus on financing technological development and innovation, as well as providing finance for projects that tackle environmental problems (such as atmospheric, water and noise pollution).</p>
Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social - BNDES	1953	Brasil	<p>Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social5 (BNDES; National Bank of Social and Economic Development), which initially promoted a catching-up (industrialisation) agenda (Torres Filho and Costa, 2012).</p> <p>In the 1980s, BNDES created lines of credit specifically designed for SMEs, and in the following decade began to experiment with funding programmes targeted at high-tech firms and innovation (Branco, 1994; Pinto, 1997)</p>
Korea Reconstruction Bank	1954	Coreia	<p>was founded one year later as the ‘Korea Reconstruction Bank’, to supply and manage major industrial capital and help develop Korean industries and economy after the Korean War.</p>
Korea Development	1976	Coreia	<p>In 1976, South Korea founded a new development bank, the Export-Import Bank of Korea to support Korean enterprises in conducting</p>

Bank (KDB)			overseas business; meanwhile, KDB began to target the development of new sectors and technologies (electronics and automotive, in particular)
China Development Bank (CDB)	1994	China	founded in 1994, was one of the most active SIBs, investing in regional economic development and industrial catching-up; supporting and nurturing new ventures and innovation; and, later in the decade, targeting finance to projects aimed at 'green growth' (Sanderson and Forsythe, 2013).

## APENDICE G – Fichamento financeirização

<b>(Fligstein &amp; Shin 2007, Zuckerman 1999)</b>	As empresas passam a afirmar que existiam para criar valor para os acionistas e adotaram uma série de estruturas e estratégias para demonstrar sua fidelidade primária aos seus acionistas (Fligstein & Shin 2007, Zuckerman 1999).	Shareholder Value	Início e fatores da financeirização
<b>(Davis 2013)</b>	Após a onda take-over dos anos 80, os conglomerados (tidos como inchados) que proporcionaram emprego de longo prazo e benefícios de aposentadoria estáveis foram substituídos por estruturas corporativas desagregadas sancionadas pelos mercados financeiros (Davis, 2013).	Desagregação. Compartimentalização.	Início e fatores da financeirização
<b>(Polillo &amp; Guill'en 2005)</b>	Os Estados em todo o mundo também adotaram políticas favoráveis reduzindo os controles de capital e criando mercados de ações nacionais para tornar seus bancos centrais independentes da supervisão política (Polillo & Guill'en, 2005).	Inependência dos bancos centrais	Início e fatores da financeirização
<b>Epstein (2005, p. 3)</b>	Epstein (2005, p.3) define a financiarização como "o papel crescente de motivos financeiros, mercados financeiros, agentes financeiros e instituições financeiras no funcionamento das economias doméstica e internacional. "	Definição de financeirização em sua ascensão	Início e fatores da financeirização
<b>Weber et al. 2009</b>	[espaço geográfico] (o número de países com um mercado de ações doméstico dobrou depois de 1980, Weber et al., 2009)	Espaço Geográfico	Espaços da financeirização
<b>Quinn 2008</b>	[Espaço social], como a criação de instrumentos financeiros baseados em benefícios de seguro de vida dos doentes terminais; Quinn 2008	Espaço social	Espaços da financeirização
<b>(Zysman 1984)</b>	As empresas financiadas principalmente pelos mercados financeiros, como nos Estados Unidos, parecem diferentes das empresas financiadas por famílias ou bancos, como na Alemanha (Zysman, 1984).	Mercados financeiros em contraponto a um mercado único	Espaços da financeirização

<b>(Carruthers 1996)</b>	Quando da arrecação de dinheiro exclusivamente por meio de impostos e empréstimos, as capacitações dos estados parecem diferentes de quando levantam fundos nos mercados financeiros (Carruthers, 1996).	Capitação de dinheiro versus mercado financeiro com capacitação	
<b>Krippner (2005)</b>	A financialização descreve uma tendência histórica desde o final do século XX, em que as finanças e as considerações financeiras se tornaram cada vez mais centrais para o funcionamento da economia. O conceito de financeirização ganhou relevância, sobretudo porque marca uma descontinuidade fundamental entre a economia do pós-guerra, impulsionada pela produção industrial e o comércio de bens, e a corrente Economia, focada principalmente em indicadores financeiros. Refletindo essa transição histórica, Krippner (2005) define a financeirização como "um padrão de acumulação em que os lucros se acumulam principalmente por meio de canais financeiros e não por meio do comércio e da produção de commodities".	Financeirização como rompimento com a lógica pós-guerra	Definição de financeirização
<b>(Tregenna 2009)</b>	[Em relação à característica industrial da financeirização] Nos anos que antecederam a recente crise financeira, os lucros dos bancos atingiram um patamar histórico (Tregenna 2009).	[industrial level] Bancos em relação à característica industrial da financeirização	
<b>Kaplan &amp; Rauh (2010)</b>	Kaplan & Rauh (2010) relatam que os cinco principais gestores de fundos de hedge em 2004 ganharam mais do que todos os CEOs das empresas S & P 500 combinadas.	[industrial level] Lucro	
<b>(Davis 2005, Fama &amp; Jensen 1983)</b>	A nível da empresa, a financialização manifesta-se sob a forma de uma maior ênfase na maximização do valor para os acionistas e num maior envolvimento nas actividades financeiras das empresas não financeiras. A ascensão do setor financeiro foi acompanhada por doutrinas que defendiam a primazia dos acionistas na governança corporativa (Davis 2005, Fama &	[firm level] Shareholder value e firmas não financeiras adotando lógicas financeiras	

	Jensen, 1983)		
<b>(Fligstein 1990, Zorn 2004)</b>	Uma ênfase crescente no valor para os acionistas se refletiu em uma mudança de poder das funções tradicionais, como a manufatura e o marketing para os executivos financeiros (Fligstein, 1990, Zorn, 2004).	[firm level] mudança de poder da manufatura e marketing para finanças	
<b>(Krippner 2005)</b>	A mudança também foi observada na fonte de lucros em empresas não-financeiras, uma vez que eles derivaram uma proporção crescente de seus rendimentos globais de fontes financeiras através do financiamento do arrendamento ou compra de seus produtos. A proporção dos rendimentos da carteira (ou seja, os rendimentos das empresas de juros, dividendos e ganhos de capital realizados sobre os investimentos) relativamente ao conjunto dos fluxos de caixa das empresas foi relativamente estável até ao início dos anos 70 e começou a crescer acentuadamente desde então (Krippner 2005)	[firm level] Mudança na fonte dos lucros das firmas não financeiras	
<b>(Sweezy &amp; Magdoff 1987)</b>	Eles caracterizaram a financiarização como o regime alternativo da classe rentista de acumulação de capital diante das tendências estagnacionistas do capitalismo industrial maduro (Sweezy & Magdoff, 1987).	[political economists and Marxist theorists] early studies of political economists and Marxist theorists	[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização
<b>(Foster 2007) e (Davis and Kim, 2015, p. 206)</b>	Os teóricos marxistas argumentaram que o capitalismo industrial avançado tem uma tendência natural para a estagnação porque a ausência de um mecanismo de redistribuição da riqueza impede que as demandas do mercado acompanhem o aumento da capacidade de produção das corporações oligopolistas. Como a renda decrescente da população em geral não podia suportar a oferta crescente de produção industrial, a	[Economistas políticos e teóricos marxistas] Pensamento marxista	[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização

	<p>classe restista se voltou cada vez mais para atividades financeiras para manter a taxa de acumulação de riqueza existente. Portanto, o capitalismo financeiro surgiu como um novo regime de acumulação alternativa ao capitalismo industrial (Foster 2007).</p>		
<p><b>(Arrighi 2010) e (Davis and Kim, 2015, p. 206)</b></p>	<p>Relacionados a isso, os teóricos dos sistemas mundiais conectam esta teoria do capitalismo com a história da hegemonia mundial e entendem a financeirização como um esforço para proteger a hegemonia americana na política mundial (Arrighi, 2010). Esses teóricos argumentam que transições semelhantes para finanças aconteceram em transições anteriores, como as últimas décadas de hegemonia genovesa, holandesa e britânica, quando surgiram novos hegemonas para substituir aqueles em declínio. Financeirização nesta conta é uma indicação de declínio iminente para as grandes potências econômicas.</p>	<p>[Economistas políticos e teóricos marxistas] [Teóricos dos sistemas mundiais] Financeirização como um sinal queda de grandes potências econômicas.</p>	<p>[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização</p>
<p><b>(Davis 2005)</b></p>	<p>Os sociólogos econômicos entendem a financiarização como resultado da confluência de diversos fatores, incluindo condições macroeconômicas, mudanças regulatórias e avanços tecnológicos. Nessa perspectiva, a dominação financeira sobre as corporações foi causada em grande parte pelo surgimento de um mercado corporativo de aquisições que, por sua vez, é produto de um desempenho corporativo decepcionante na década de 1970, desregulações da indústria financeira pela administração Reagan e uma série de inovações financeiras tais como os junk bonds (Davis, 2005).</p>	<p>[Sociólogos econômicos] coporate takeover nos anos 70, desregulamentação e inoção, como causas para a financeirização</p>	<p>[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização</p>

<b>(Useem 1996)</b>	<p>Através da operação ativa de um mercado de aquisição corporativa, os grandes conglomerados foram divididos em empresas mais enxutas e mais focadas, e a remuneração dos executivos estava mais ligada ao desempenho do mercado de ações. Junto com essa tendência, a propriedade corporativa tornou-se cada vez mais concentrada em um punhado de investidores institucionais, que incentivavam as empresas a ceder partes ineficientes, despedir funcionários e se envolver em reestruturação societária, tudo em nome da maximização do valor para os acionistas.</p>	<p>[Sociólogos econômicos] Sharehold Value</p>	<p>[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização</p>
<p><b>Krippner (2011) e (Krippner 2011, p. 22) (Davis and Kim, 2015, p. 206)</b></p>	<p>Por último, os sociólogos políticos colocam mais ênfase no papel do Estado e explicam o surgimento da financeirização como uma consequência não intencional das respostas políticas à crise administrativa na década de 1970. No final da prosperidade do pós-guerra, o governo dos Estados Unidos enfrentou três tipos de crises, todas resultantes de uma incompatibilidade entre demandas crescentes de diversos grupos sociais e diminuição do crescimento econômico</p> <p>Recursos sob controle do governo: aumento da tensão e conflito entre os grupos sociais (crise social), o fosso estrutural entre gastos públicos e receita (crise fiscal) e diminuição da confiança no governo (crise de legitimidade). Krippner (2011) explica que o governo dos EUA superou essas crises essencialmente delegando decisões difíceis de priorizar diversas necessidades sociais para o mecanismo de mercado e desregulamentando os mercados financeiros que criaram a (falsa) Sensação de abundância de recursos através do aumento da acessibilidade ao crédito e do influxo de capital estrangeiro.</p>	<p>[political sociologists] Origem devido a crises dos anos 70, social, fiscal e de legitimidade. Onde o governo teria delegado decisões difíceis a mecanismos de mercado e desregulamentando os mercados financeiros, gerando um falso senso de abundância de recursos, via aumento de crédito e fluxo de capital externo. Consequentemente crescimento explosivo de setores financeiros e transição para um capitalismo financeiro instável.</p>	<p>[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização</p>

Através dessas missões, o governo "transformou as restrições de recursos da década de 1970 em uma nova era de capital abundante" (Krippner 2011, p.22) e resolveu com êxito (ou atrasou) a crise. No entanto, essas decisões políticas criaram conseqüências não intencionais, mas mais graves: crescimento explosivo do setor financeiro e transição para um capitalismo estruturalmente instável.

**(Davis and Kim, 2015, p. 207)**

A mudança das instituições para os mercados foi possibilitada pela teoria e pela tecnologia da informação. Em primeiro lugar, os desenvolvimentos conceituais em Práticas de mercado. A economia financeira desenvolveu um conjunto de ferramentas matemáticas sofisticadas para avaliar ativos financeiros, de análise de fluxo de caixa descontado ao modelo de precificação de ativos de capital para o modelo de precificação de opções Black-Scholes.

Desenvolvimentos conceituais em finanças, foram centrais para mudanças nas práticas de mercado. Ferramentas sofisticadas. Performatividade

[Micro Level]  
Desenvolvimento conceituais em finanças

**(Callon 1998, MacKenzie et al. 2007).**

Performatividade - a idéia de que as teorias orientam as práticas de forma a se tornarem verdadeiras - é um tema recorrente nas finanças (Callon 1998, MacKenzie et al., 2007).

Performatividade

[Micro Level]  
Desenvolvimento conceituais em finanças

**MacKenzie & Millo (2003)**

MacKenzie & Millo (2003) documentam como o modelo de preços de opções de Black-Scholes passou de uma descrição claramente imprecisa de preços para um guia de

Performatividade Black-Scholes

[Micro Level]  
Desenvolvimento conceituais em finanças

---

negociação, tornando-se verdadeira.

<b>(Carruthers &amp; Kim 2011) (Rona-Tas &amp; Hiss 2010)</b>	As metodologias para avaliar a capacidade de crédito, desde sistemas de rating para pequenas empresas (Carruthers & Kim 2011) até as classificações de obrigações emitidas pela Moody's, Standard e Poor's e Fitch (Rona-Tas & Hiss 2010), tornam-se guias de comportamento para quem procura crédito.	Performatividade Agências de rating	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>(Davis and Kim, 2015, p. 207)</b>	Tudo isso, por sua vez, ajuda a negociar. Essas ferramentas transmitem uma imagem de impessoalidade e precisão e contrastam com o toque pessoal (e potencial de viés) de um banqueiro humano.	Performatividade Ferramentas culminaram numa Imagem impessoal e precisa, contrastando com o toque pessoal de um banqueiro humano	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>(cf.Quinn 2008).</b>	Graças aos avanços da tecnologia da informação, os viatical-backed bonds são totalmente plausíveis, se não comuns (ver Quinn, 2008).	Devido a mudança na tecnologia da informação, foi possível/viabilizado, a comercialização de apólices de seguros de vida. Tornando essa operação lugar comum na atualidade.	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>(Davis and Kim, 2015, p. 207)</b>	Um dos mais críticos porém menospresados viabilizadores da financiarização é a securitização. A securitização é o processo de tomada de ativos com fluxos de caixa, como hipotecas detidas por bancos, transformando-os em títulos negociáveis (bonds)	Viabilizadores da financeirização Hipotecas Securitização	[Micro Level] Exemplos financeirização

---

<b>(Davis and Kim, 2015, p. 207)</b>	Os títulos hipotecários são a forma mais familiar de securitização, mas o mesmo processo básico pode ser feito com quase qualquer tipo de fluxo de caixa, incluindo empréstimos para automóveis, empréstimos universitários, dívida de cartão de crédito, contas a receber de empresas, pagamentos de seguros e loteria, pensões de veteranos , Privilégios de propriedade, e muito mais.	Investimentos que podem adotar forma de securitização similar aos das hipotecas.	[Micro Level] Exemplos financeirização
<b>Quinn (2008)</b>	Quinn (2008) descreve as origens do viatical market, em que os investidores compram as recompensas do seguro de vida dos doentes terminais ou idosos.	[Justificativa] Benefícios da securitização para ambos os lados. Sucuritização	[Micro Level] Exemplos financeirização
<b>(French &amp; Kneale 2012)</b>	Naturalmente, quanto mais cedo o viator morre, mais rápido (e, portanto, mais valioso) o lucro, criando alguns incentivos potencialmente malignos. Isso pode funcionar de duas maneiras: No Reino Unido, a anuidade aumentada proporciona melhores taxas de pensão para os aposentados que têm condições de saúde prejudicadas, incluindo aqueles que fumam, com excesso de peso ou têm pressão arterial elevada, sob a suposição de que aqueles com condição de saúde prejudicada viverão menos que suas contrapartes saudáveis, portanto, exigindo menos pagamentos de anuidade (French & Kneale 2012).	[Justificativa] Benefícios da securitização Securitização	[Micro Level] Exemplos financeirização
<b>(cf. Carruthers 1996)</b>	A securitização pode parecer obscura ou periférica, mas representa uma mudança fundamental na forma como o financiamento é feito. Um empréstimo representa uma relação entre um banco (ou outra instituição) e um mutuário. Uma hipoteca tradicional de 30 anos ou um empréstimo comercial refletia um compromisso mútuo duradouro, e tanto o banqueiro quanto o mutuário tinham razões para manter essa relação para benefício mútuo (ver Carruthers, 1996).	Mudanças vindas da securitização na indústria de hipotecas	[Micro Level] Exemplos financeirização

<b>(Davis and Kim, 2015, p. 208)</b>	Do ponto de vista do banco, um empréstimo é um ativo. Vender esse ativo através da securitização muda fundamentalmente o relacionamento. Do ponto de vista do mutuário, o banco parece mais um subscritor do que um parceiro em curso. Assim, a securitização desloca a dívida de uma relação concreta com uma entidade (um banco) para uma conexão abstracta com os mercados financeiros. Esta mudança tornou-se clara durante a crise hipotecária, quando os compradores remotos de asset-backed securities que estavam caindo de valor procuraram localizar os mutuários na outra extremidade, contando com a papelada aleatória documentando sua propriedade.	Transição da forma de atuação dos bancos comerciais. Passando de investidores para intermediários nos empréstimos.	[Micro Level] Exemplos financeirização
<b>(Davis 2009) (Davis and Kim, 2015, p. 208)</b>	Os bancos comerciais, tradicionalmente as instituições financeiras mais poderosas, parecem muito diferentes quando seus empréstimos são meramente ativos ilíquidos temporariamente destinados a serem revendidos no mercado. Tradicionalmente, os bancos comerciais adotaram depósitos (ou títulos emitidos) e utilizaram os recursos para financiar empréstimos a mutuários. Suas fachadas de pilar de mármore transmitiam uma sensação de permanência e segurança. Mas se o empréstimo será rapidamente revendido, então o banco era pouco mais do que um intermediário único. Há pouca diferença funcional entre a subscrição de uma emissão de obrigações (que os bancos de investimento fizeram) e a emissão de um empréstimo que será rapidamente revendido e securitizado (que é o que os bancos comerciais vieram a fazer). Nesse sentido, o muro entre o banco comercial e o banco de investimento erguida pela Lei Glass-Steagall tornou-se amplamente discutível. Com a securitização generalizada, os maiores bancos	Transição da forma de atuação dos bancos comerciais. Passando de investidores para intermediários nos empréstimos. Ênfase na mudança dos donos da dívida para as mãos do MERCADO.	[Micro Level] Exemplos financeirização

---

comerciais americanos foram transformados em bancos universais com operações bancárias de investimento substanciais. Entretanto, se eles sabiam ou não, os mutuários tornaram-se emissores nos mercados financeiros. Sua dívida era detida não pelo banco (ou emissor de cartão de crédito, ou auto financiador) que emitiu, mas pelo mercado (Davis 2009).

<p><b>(cf. Fligstein 1990)</b> <b>(Davis and Kim, 2015, p. 208)</b></p>	<p>Nos Estados Unidos, a causa imediata da financeirização das corporações foi uma onda de aquisições hostis na década de 1980. Após duas décadas de expansão de conglomerados, a corporação americana típica em 1980 era altamente diversificada, operando em muitas indústrias não relacionadas (Fligstein, 1990).</p>	<p>[Diversificação] [Aquisições hostis] Hostile takeovers nos anos 80. Aumento da diversificação das atividades das corporativas.</p>	<p>[Fontes da financeirização corporativa]</p>
<p><b>(Zuckerman 1999)</b> <b>(Davis and Kim, 2015, p. 208)</b></p>	<p>A diversificação criou um desconto de conglomerado generalizado no qual as empresas, operando em várias indústrias valiam menos no mercado de ações do que seriam se fossem uma coleção de empresas focadas em separado (Zuckerman 1999). Em outras palavras, o todo valia menos do que a soma das partes.</p>	<p>[Diversificação] Valor associado ao todo, mais do que a soma das partes.</p>	<p>[Fontes da financeirização corporativa]</p>

---

<p><b>(Manne 1965)</b>  <b>(Davis &amp; Stout 1992)</b>  <b>(Davis et al. 1994)</b></p>	<p>Embora alguns estudiosos ligassem conglomerados inchados ao lento desempenho da economia americana na década de 1970, aos invasores corporativos apresentaram uma oportunidade rica em ganhos através do "mercado de controle corporativo" (Manne, 1965). Outsiders poderiam comprar a empresa de acionistas, demitir seus gerentes, e vender as peças para um lucro rápido. Após a eleição de Ronald Reagan, em 1980, isso se tornou possível em grande escala devido ao afrouxamento das diretrizes antitruste, mudanças nas leis estaduais anti-adoção e inovações financeiras que permitiram a incursões obter financiamento relativamente de curto prazo em grande escala (Davis &amp; Stout 1992 ). Em uma década, quase um terço das maiores empresas industriais da Fortune 500 haviam sido adquiridas ou fundidas, muitas vezes resultando em spin-offs de partes não relacionadas, e em 1990 as empresas americanas estavam muito menos diversificadas do que tinham sido uma década antes (Davis et al., 1994).</p>	<p>[Aspectos da financeirização] Desmembramento das empresas pelo lucro 1/3 das 500 maiores empresas industriais pela Forbes foi adquirida ou mergeada nos anos 80. anos 90 bem menos diversificação.</p>	<p>[Fontes da financeirização corporativa]</p>
<p><b>(Hacker 2004)</b>  <b>Davis 2008</b></p>	<p>Ao mesmo tempo, as corporações deslocaram cada vez mais os empregados das pensões de benefício definido, que garantiam um rendimento na aposentadoria, aos planos 401 (k) de contribuição definida que eram de propriedade do empregado (Hacker 2004). Estes planos foram esmagadoramente investidos no mercado de ações e, em 2000, mais da metade das famílias americanas detinham ações, em comparação com apenas uma em cinco duas décadas antes - outro aspecto da financeirização (Davis, 2008).</p>	<p>[Aspecto da financeirização] Mudança nos planos de pensão de benefício definido para contribuição definida.</p>	<p>[Fontes da financeirização corporativa]</p>
<p><b>(Fligstein &amp; Shin 2007, Zuckerman 1999)</b></p>	<p>As corporações passam a afirmar que existem para criar valor para os acionistas e adotaram uma série de estruturas e estratégias para demonstrar sua fidelidade primária aos</p>	<p>Shareholder Value</p>	<p>Início e fatores da financeirização</p>

	seus acionistas (Fligstein & Shin 2007, Zuckerman 1999).		
<b>(Davis 2013)</b>	Após a onda take-over dos anos 80, os conglomerados (tidos como inchados) que proporcionaram emprego de longo prazo e benefícios de aposentadoria estáveis foram substituídos por estruturas corporativas desagregadas sancionadas pelos mercados financeiros (Davis, 2013).	Desagregação. Compartimentalização.	Início e fatores da ifinanceirização
<b>(Polillo &amp; Guill'en 2005)</b>	Os Estados em todo o mundo também adotaram políticas favoráveis reduzindo os controles de capital e criando mercados de ações nacionais para tornar seus bancos centrais independentes da supervisão política (Polillo & Guill'en, 2005) .	Inependência dos bancos centrais	Início e fatores das ifinanceirização
<b>Epstein (2005, p. 3)</b>	Epstein (2005, p.3) define a financiarização como "o papel crescente de motivos financeiros, mercados financeiros, agentes financeiros e instituições financeiras no funcionamento das economias doméstica e internacional. "	Definição de financeirização em sua ascensão	Início e fatores das ifinanceirização
<b>Weber et al. 2009</b>	[espaço geográfico] (o número de países com um mercado de ações doméstico dobrou depois de 1980, Weber et al., 2009)	Espaço Geográfico	Espaços da financeirização
<b>Quinn 2008</b>	[Espaço social], como a criação de instrumentos financeiros baseados em benefícios de seguro de vida dos doentes terminais; Quinn 2008	Espaço social	Espaços da financeirização
<b>(Zysman 1984)</b>	As empresas financiadas principalmente pelos mercados financeiros, como nos Estados Unidos, parecem diferentes das empresas financiadas por famílias ou bancos, como na Alemanha (Zysman, 1984).	Mercados financeiros em contraponto a um mercado único	Espaços da financeirização
<b>(Carruthers 1996)</b>	Quando da arrecação de dinheiro exclusivamente por meio de impostos e empréstimos, as capacitações dos estados parecem diferentes de quando levantam fundos nos mercados financeiros (Carruthers, 1996).	Capitação de dinheiro vai mercado financeiro com capacitação	

<b>Krippner (2005)</b>	A financialização descreve uma tendência histórica desde o final do século XX, em que as finanças e as considerações financeiras se tornaram cada vez mais centrais para o funcionamento da economia. O conceito de financeirização ganhou relevância, sobretudo porque marca uma descontinuidade fundamental entre a economia do pós-guerra, impulsionada pela produção industrial e o comércio de bens, e a corrente Economia, focada principalmente em indicadores financeiros. Refletindo essa transição histórica, Krippner (2005) define a financiarização como "um padrão de acumulação em que os lucros se acumulam principalmente por meio de canais financeiros e não por meio do comércio e da produção de commodities".	Financeirização como rompimento com a lógica pós-guerra	Definição de financeirização
<b>(Tregenna 2009)</b>	[Em relação à característica industrial da financeirização] Nos anos que antecederam a recente crise financeira, os lucros dos bancos atingiram um patamar histórico (Tregenna 2009).	[industrial level] Bancos em relação à característica industrial da financeirização	
<b>Kaplan &amp; Rauh (2010)</b>	Kaplan & Rauh (2010) relatam que os cinco principais gestores de fundos de hedge em 2004 ganharam mais do que todos os CEOs das empresas S & P 500 combinadas.	[industrial level] Lucro	
<b>(Davis 2005, Fama &amp; Jensen 1983)</b>	A nível da empresa, a financialização manifesta-se sob a forma de uma maior ênfase na maximização do valor para os acionistas e num maior envolvimento nas actividades financeiras das empresas não financeiras. A ascensão do setor financeiro foi acompanhada por doutrinas que defendiam a primazia dos acionistas na governança corporativa (Davis 2005, Fama & Jensen, 1983)	[firm level] Shareholder value e firmas não financeiras adotando lógicas financeiras	
<b>(Fligstein 1990, Zorn 2004)</b>	Uma ênfase crescente no valor para os acionistas se refletiu em uma mudança de poder das funções tradicionais, como a manufatura e o marketing para os executivos financeiros (Fligstein,	[firm level] mudança de poder da manufatura e marketing para	

	1990, Zorn, 2004).	finanças	
<b>(Krippner 2005)</b>	A mudança também foi observada na fonte de lucros em empresas não-financeiras, uma vez que eles derivaram uma proporção crescente de seus rendimentos globais de fontes financeiras através do financiamento do arrendamento ou compra de seus produtos. A proporção dos rendimentos da carteira (ou seja, os rendimentos das empresas de juros, dividendos e ganhos de capital realizados sobre os investimentos) relativamente ao conjunto dos fluxos de caixa das empresas foi relativamente estável até ao início dos anos 70 e começou a crescer acentuadamente desde então (Krippner 2005)	[firm level] Mudança na fonte dos lucros das firmas não financeiras	
<b>(Sweezy &amp; Magdoff 1987)</b>	Eles caracterizaram a financiarização como o regime alternativo da classe rentista de acumulação de capital diante das tendências estagnacionistas do capitalismo industrial maduro (Sweezy & Magdoff, 1987).	[political economists and Marxist theorists] early studies of political economists and Marxist theorists	[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização
<b>(Foster 2007) e (Davis and Kim, 2015, p. 206)</b>	Os teóricos marxistas argumentaram que o capitalismo industrial avançado tem uma tendência natural para a estagnação porque a ausência de um mecanismo de redistribuição da riqueza impede que as demandas do mercado acompanhem o aumento da capacidade de produção das corporações oligopolistas. Como a renda decrescente da população em geral não podia suportar a oferta crescente de produção industrial, a classe restista se voltou cada vez mais para atividades financeiras para manter a taxa de acumulação de riqueza existente. Portanto, o capitalismo financeiro surgiu como um novo regime de acumulação alternativa ao capitalismo industrial (Foster 2007).	[Economistas políticos e teóricos marxistas] Pensamento marxista	[Macro Level] Raizes acadêmicas da financeirização

<b>(Arrighi 2010) e (Davis and Kim, 2015, p. 206)</b>	Relacionados a isso, os teóricos dos sistemas mundiais conectam esta teoria do capitalismo com a história da hegemonia mundial e entendem a financeirização como um esforço para proteger a hegemonia americana na política mundial (Arrighi, 2010). Esses teóricos argumentam que transições semelhantes para finanças aconteceram em transições anteriores, como as últimas décadas de hegemonia genovesa, holandesa e britânica, quando surgiram novas hegemonias para substituir aqueles em declínio. Financeirização nesta conta é uma indicação de declínio iminente para as grandes potências econômicas.	[Economistas políticos e teóricos marxistas] [Teóricos dos sistemas mundiais] Financeirização como um sinal de queda de grandes potências econômicas.	[Macro Level] Raízes acadêmicas da financeirização
<b>(Davis 2005)</b>	Os sociólogos econômicos entendem a financiarização como resultado da confluência de diversos fatores, incluindo condições macroeconômicas, mudanças regulatórias e avanços tecnológicos. Nessa perspectiva, a dominação financeira sobre as corporações foi causada em grande parte pelo surgimento de um mercado corporativo de aquisições que, por sua vez, é produto de um desempenho corporativo decepcionante na década de 1970, desregulações da indústria financeira pela administração Reagan e uma série de inovações financeiras tais como os junk bonds (Davis, 2005).	[Sociólogos econômicos] coporate takeover nos anos 70, desregulamentação e inoção, como causas para a financeirização	[Macro Level] Raízes acadêmicas da financeirização
<b>(Useem 1996)</b>	Através da operação ativa de um mercado de aquisição corporativa, os grandes conglomerados foram divididos em empresas mais enxutas e mais focadas, e a remuneração dos executivos estava mais ligada ao desempenho do mercado de ações. Junto com essa tendência, a propriedade corporativa tornou-se cada vez mais concentrada em um punhado de investidores institucionais, que incentivavam as empresas a ceder partes ineficientes, despedir funcionários e se envolver em reestruturação societária, tudo em nome da maximização do valor para os	[Sociólogos econômicos] Sharehold Value	[Macro Level] Raízes acadêmicas da financeirização

acionistas.

**Krippner (2011) e  
(Krippner 2011,  
p. 22)  
(Davis and Kim,  
2015, p. 206)**

Por último, os sociólogos políticos colocam mais ênfase no papel do Estado e explicam o surgimento do financiamento como uma consequência não intencional das respostas políticas à crise administrativa na década de 1970. No final da prosperidade do pós-guerra, o governo dos Estados Unidos enfrentou três tipos de crises, todas resultantes de uma incompatibilidade entre demandas crescentes de diversos grupos sociais e diminuição do crescimento econômico. Recursos sob controle do governo: aumento da tensão e conflito entre os grupos sociais (crise social), o fosso estrutural entre gastos públicos e receita (crise fiscal) e diminuição da confiança no governo (crise de legitimidade). Krippner (2011) explica que o governo dos EUA superou essas crises essencialmente delegando decisões difíceis de priorizar diversas necessidades sociais para o mecanismo de mercado e desregulamentando os mercados financeiros que criaram a (falsa) sensação de abundância de recursos através do aumento da acessibilidade ao crédito e do influxo de capital estrangeiro. Através dessas missões, o governo "transformou as restrições de recursos da década de 1970 em uma nova era de capital abundante" (Krippner 2011, p.22) e resolveu com êxito (ou atrasou) a crise. No entanto, essas decisões políticas criaram consequências não intencionais, mas mais graves:

[political sociologists]  
Origem devido a crises dos anos 70, social, fiscal e de legitimidade. Onde o governo teria delegado decisões difíceis a mecanismos de mercado e desregulamentando os mercados financeiros, gerando um falso senso de abundância de recursos, via aumento de crédito e fluxo de capital externo. Conseqüentemente crescimento explosivo de setores financeiros e transição para um capitalismo financeiro instável.

[Macro Level]  
Raízes acadêmicas da financeirização

crescimento explosivo do setor financeiro e transição para um capitalismo estruturalmente instável.

<b>(Davis and Kim, 2015, p. 207)</b>	A mudança das instituições para os mercados foi possibilitada pela teoria e pela tecnologia da informação. Em primeiro lugar, os desenvolvimentos conceituais em Práticas de mercado. A economia financeira desenvolveu um conjunto de ferramentas matemáticas sofisticadas para avaliar ativos financeiros, de análise de fluxo de caixa descontado ao modelo de precificação de ativos de capital para o modelo de precificação de opções Black-Scholes.	Desenvolvimentos conceituais em finanças, foram centrais para mudanças nas práticas de mercado. Ferramentas sofisticadas. Performatividade .	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>(Callon 1998, MacKenzie et al. 2007).</b>	Performatividade - a idéia de que as teorias orientam as práticas de forma a se tornarem verdadeiras - é um tema recorrente nas finanças (Callon 1998, MacKenzie et al., 2007).	Performatividade	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>MacKenzie &amp; Millo (2003)</b>	MacKenzie & Millo (2003) documentam como o modelo de preços de opções de Black-Scholes passou de uma descrição claramente imprecisa de preços para um guia de	Performatividade Black-Scholes	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças

	negociação, tornando-se verdadeira.		
<b>(Carruthers &amp; Kim 2011)</b> <b>(Rona-Tas &amp; Hiss 2010)</b>	As metodologias para avaliar a capacidade de crédito, desde sistemas de rating para pequenas empresas (Carruthers & Kim 2011) até as classificações de obrigações emitidas pela Moody's, Standard e Poor's e Fitch (Rona-Tas & Hiss 2010), tornam-se guias de comportamento para quem procura crédito.	Performatividade Agências de rating	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>(Davis and Kim, 2015, p. 207)</b>	Tudo isso, por sua vez, ajuda a negociar. Essas ferramentas transmitem uma imagem de impessoalidade e precisão e contrastam com o toque pessoal (e potencial de viés) de um banqueiro humano.	Performatividade Ferramentas culminaram numa Imagem impessoal e precisa, contrastando com o toque pessoal de um banqueiro humano	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>(cf.Quinn 2008).</b>	Graças aos avanços da tecnologia da informação, os viatical-backed bonds são totalmente plausíveis, se não comuns (ver Quinn, 2008).	Devido a mudança na tecnologia da informação, foi possível/viabilizado, a comercialização de apólices de seguros de vida. Torando essa operação lugar comum na atualidade.	[Micro Level] Desenvolvimento conceituais em finanças
<b>(Davis and Kim, 2015, p. 207)</b>	Um dos mais críticos porém menospresados viabilizadores da financiarização é a securitização. A securitização é o processo de tomada de ativos com fluxos de caixa, como hipotecas detidas por bancos, transformando-os em títulos negociáveis (bonds)	Viabilizadores da financeirização Hipotecas Securitização	[Micro Level] Exemplos financeirização

<b>(Davis and Kim, 2015, p. 207)</b>	Os títulos hipotecários são a forma mais familiar de securitização, mas o mesmo processo básico pode ser feito com quase qualquer tipo de fluxo de caixa, incluindo empréstimos para automóveis, empréstimos universitários, dívida de cartão de crédito, contas a receber de empresas, pagamentos de seguros e loteria, pensões de veteranos , Privilégios de propriedade, e muito mais.	Investimentos que podem adotar forma de securitização similar aos das hipotecas.	[Micro Level] Exemplos financeirização
<b>Quinn (2008)</b>	Quinn (2008) descreve as origens do viatical market, em que os investidores compram as recompensas do seguro de vida dos doentes terminais ou idosos.	[Justificativa] Benefícios da securitização para ambos os lados. Securitização	[Micro Level] Exemplos financeirização
<b>(French &amp; Kneale 2012)</b>	Naturalmente, quanto mais cedo o viator morre, mais rápido (e, portanto, mais valioso) o lucro, criando alguns incentivos potencialmente malignos. Isso pode funcionar de duas maneiras: No Reino Unido, a anuidade aumentada proporciona melhores taxas de pensão para os aposentados que têm condições de saúde prejudicadas, incluindo aqueles que fumam, com excesso de peso ou têm pressão arterial elevada, sob a suposição de que aqueles com condição de saúde prejudicada viverão menos que suas contrapartes saudáveis, portanto, exigindo menos pagamentos de anuidade (French & Kneale 2012).	[Justificativa] Benefícios da securitização Securitização	[Micro Level] Exemplos financeirização
<b>(cf. Carruthers 1996)</b>	A securitização pode parecer obscura ou periférica, mas representa uma mudança fundamental na forma como o financiamento é feito. Um empréstimo representa uma relação entre um banco (ou outra instituição) e um mutuário. Uma hipoteca tradicional de 30 anos ou um empréstimo comercial refletia um compromisso mútuo duradouro, e tanto o banqueiro quanto o mutuário tinham razões para manter essa relação para benefício mútuo (ver Carruthers, 1996).	Mudanças vindas da securitização na indústria de hipotecas	[Micro Level] Exemplos financeirização

<p><b>(Davis and Kim, 2015, p. 208)</b></p>	<p>Do ponto de vista do banco, um empréstimo é um ativo. Vender esse activo através da securitização muda fundamentalmente o relacionamento. Do ponto de vista do mutuário, o banco parece mais um subscritor do que um parceiro em curso. Assim, a securitização desloca a dívida de uma relação concreta com uma entidade (um banco) para uma conexão abstracta com os mercados financeiros. Esta mudança tornou-se clara durante a crise hipotecária, quando os compradores remotos de asset-backed securities que estavam caindo de valor procuraram localizar os mutuários na outra extremidade, contando com a papelada aleatória documentando sua propriedade.</p>	<p>Transição da forma de atuação dos bancos comerciais. Passando de investidores para intermediários nos empréstimos.</p>	<p>[Micro Level] Exemplos financeirização</p>
<p><b>(Davis 2009) (Davis and Kim, 2015, p. 208)</b></p>	<p>Os bancos comerciais, tradicionalmente as instituições financeiras mais poderosas, parecem muito diferentes quando seus empréstimos são meramente ativos ilíquidos temporariamente destinados a serem revendidos no mercado. Tradicionalmente, os bancos comerciais adotaram depósitos (ou títulos emitidos) e utilizaram os recursos para financiar empréstimos a mutuários. Suas fachadas de pilar de mármore transmitiam uma sensação de permanência e segurança. Mas se o empréstimo será rapidamente revendido, então o banco era pouco mais do que um intermediário único. Há pouca diferença funcional entre a subscrição de uma emissão de obrigações (que os bancos de investimento fizeram) e a emissão de um empréstimo que será rapidamente revendido e securitizado (que é o que os bancos comerciais vieram a fazer). Nesse sentido, o muro entre o banco comercial e o banco de investimento erguida pela Lei Glass-Steagall tornou-se amplamente discutível. Com a securitização generalizada, os maiores bancos</p>	<p>Transição da forma de atuação dos bancos comerciais. Passando de investidores para intermediários nos empréstimos. Ênfase na mudança dos donos da dívida para as mãos do MERCADO.</p>	<p>[Micro Level] Exemplos financeirização</p>

comerciais americanos foram transformados em bancos universais com operações bancárias de investimento substanciais. Entretanto, se eles sabiam ou não, os mutuários tornaram-se emissores nos mercados financeiros. Sua dívida era detida não pelo banco (ou emissor de cartão de crédito, ou auto financiador) que emitiu, mas pelo mercado (Davis 2009).

**(cf. Fligstein 1990)  
(Davis and Kim, 2015, p. 208)**

Nos Estados Unidos, a causa imediata da financeirização das corporações foi uma onda de aquisições hostis na década de 1980. Após duas décadas de expansão de conglomerados, a corporação americana típica em 1980 era altamente diversificada, operando em muitas indústrias não relacionadas (Fligstein, 1990).

[Diversificação]  
[Aquisições hostis]  
Hostile takeovers nos anos 80.  
Aumento da diversificação das atividades das corporativas.

[Fontes da financeirização corporativa]

**(Zuckerman 1999)  
(Davis and Kim, 2015, p. 208)**

A diversificação criou um desconto de conglomerado generalizado no qual as empresas, operando em várias indústrias valiam menos no mercado de ações do que seriam se fossem uma coleção de empresas focadas em separado (Zuckerman 1999). Em outras palavras, o todo valia menos do que a soma das partes.

[Diversificação]  
Valor associado ao todo, mais do que a soma das partes.

[Fontes da financeirização corporativa]

<p><b>(Manne 1965)</b>  <b>(Davis &amp; Stout 1992)</b>  <b>(Davis et al. 1994)</b></p>	<p>Embora alguns estudiosos ligassem conglomerados inchados ao lento desempenho da economia americana na década de 1970, aos invasores corporativos apresentaram uma oportunidade rica em ganhos através do "mercado de controle corporativo" (Manne, 1965). Outsiders poderiam compara a empresa de acionistas, demitir seus gerentes, e vender as peças para um lucro rápido. Após a eleição de Ronald Reagan, em 1980, isso se tornou possível em grande escala devido ao afrouxamento das diretrizes antitruste, mudanças nas leis estaduais anti-adoção e inovações financeiras que permitiram a incursões obter financiamento relativamente de curto prazo em grande escala (Davis &amp; Stout 1992 ). Em uma década, quase um terço das maiores empresas industriais da Fortune 500 haviam sido adquiridas ou fundidas, muitas vezes resultando em spin-offs de partes não relacionadas, e em 1990 as empresas americanas estavam muito menos diversificadas do que tinham sido uma década antes (Davis et al., 1994).</p>	<p>[Aspectos da financeirização] Desmembramento das empresas pelo lucro 1/3 das 500 maiores empresas industriais pela Forbes foi adquirida ou mergeada nos anos 80. anos 90 bem menos diversificação.</p>	<p>[Fontes da financeirização corporativa]</p>
<p><b>(Hacker 2004)</b>  <b>Davis 2008</b></p>	<p>Ao mesmo tempo, as corporações deslocaram cada vez mais os empregados das pensões de benefício definido, que garantiam um rendimento na aposentadoria, aos planos 401 (k) de contribuição definida que eram de propriedade do empregado (Hacker 2004). Estes planos foram esmagadoramente investidos no mercado de ações e, em 2000, mais da metade das famílias americanas detinham ações, em comparação com apenas uma em cinco duas décadas antes - outro aspecto da financeirização (Davis, 2008).</p>	<p>[Aspecto da financeirização] Mudança nos planos de pensão de benefício definido para contribuição definida.</p>	<p>[Fontes da financeirização corporativa]</p>

## APENDICE H – Fichamento bancos públicos e de desenvolvimento

<b>Polanyi, 2001 [1944]</b>	<b>O papel que o Estado tem desempenhado desde o início do capitalismo na formação e criação de mercados</b>
<b>(Gutierrez et al., 2011; Luna-Martinez and Vicente, 2012)</b>	(1) empréstimos anticíclicos para compensar a crise de crédito durante recessões econômicas
<b>(Griffith-Jones and Tyson, 2013)</b>	(2) financiamento para projetos de longo prazo, industrialização e desenvolvimento de capital da economia;
<b>(George and Prabhu, 2003; Schapiro, 2012; Hochstetler and Montero, 2013; Sanderson and Forsythe, 2013);</b>	(3) investimentos direcionados em P & D de alto risco, empresas inovadoras e inovações, áreas em que o capital privado provou ser demasiado curto e menos averso ao risco para se aventurar em
<b>(Schröder et al., 2011).</b>	E (4) promoção de investimentos em torno de problemas sociais complexos como as alterações climáticas e a crise do envelhecimento
<b>(Dosi, 1982; Perez, 2002);</b>	Trajetórias tecnológicas e mudanças de paradigma técnico-econômico na economia evolucionária
<b>(Mowery, 2010; Foray et al., 2012);</b>	Investimentos voltados para a missão em pesquisa políticas de pesquisa em ciência tecnológica
<b>(Wade, 1990; Block and Keller, 2011)</b>	developmental network state in development economics
<b>(Mazzucato, 2013a).</b>	and the entrepreneurial state
<b>Mazzucato, 2013</b>	Os investimentos públicos não só "corrigiram as falhas nos mercados", mas também os criaram ativamente investindo em toda a cadeia de inovação, desde a pesquisa básica até a comercialização inicial
<b>(Stiglitz and Weiss, 1981).</b>	Foco Neo-keynesiano na correção de falhas, tais como informações imperfeitas
<b>(Buchanan, 2003)</b>	As soluções defendidas pelos estudiosos da Escolha Pública (Buchanan, 2003) focam em deixar a alocação de recursos para os mercados (que podem ser capazes de corrigir suas falhas por conta própria)
<b>(Schumpeter, 1939; Perez, 2002),</b>	As soluções defendidas pelos estudiosos da Escolha Pública (Buchanan, 2003) focam em deixar a alocação de recursos

	para os mercados (que podem ser capazes de corrigir suas falhas por conta própria)		
<b>Micco and Panizza (2004)</b>	provided evidence that state-owned banks throughout the world lent counter-cyclically between 1995 and 2002, which coincides with the period of several economic crises (the Mexican crisis in 1994–1995, the Asian-Russian crisis in 1997–1999; the Brazilian crisis of 1999; and the Argentinean crisis of 2001–2002).		
<b>Stiglitz, 1974 Stiglitz, 1991</b>	A justificativa da MFT para o papel anticíclico baseia-se na noção de que os ciclos econômicos criam uma dinâmica intertemporal que leva a situações nas quais a economia segue um caminho paradoxista (Stiglitz, 1974). Nessas situações, o capital, o trabalho e os recursos naturais serão subutilizados, porque a oferta e a demanda por eles não coincidem (Stiglitz, 1991). Tais falhas de coordenação ocorrem quando os agentes são incapazes de coordenar suas expectativas e Para que os mercados não cheguem a um equilíbrio: a oferta não corresponde à demanda, os trabalhadores não encontram emprego e as poupanças não são investidas.	MFT	Papel dos bancos MFT: Papel Anticíclico
<b>Gutierrez et al., 2011</b>	Assim, a MFT apela a um papel limitado para os SIBs, cujas atividades devem ser restritas a áreas muito específicas (isto é, aquelas que sofrem de falhas de mercado) para preencher as lacunas deixadas pela iniciativa privada (Gutierrez et al., 2011 ). Isso deve ser feito de forma a minimizar o risco de falha do governo, desde o crowding out até o clientelismo e a corrupção.	MFT	Consequências da MFT
<b>(Atkinson &amp; Stiglitz, 1980)</b>	MFT pressupõe que uma vez que as fontes da falha foram endereçadas, as forças de mercado dirigirão eficientemente a economia a um trajeto do crescimento e do desenvolvimento. Para isso, a MFT apela a uma estrutura institucional que isole o setor público do setor privado (para evitar questões como a captura de agências). Nesse sentido, o papel do Estado é limitado em termos de tempo,	MFT	Estado mínimo

	<p>tamanho e alcance: é simplesmente corrigir falhas de mercado e desempenhar um papel subsidiário na iniciativa privada, de modo que, uma vez que as fontes de falhas de mercado fossem tratadas, seria suficiente ter Pouco mais do que um estado "mínimo" que executa apenas funções "aprovadas por unanimidade", como garantir direitos de propriedade e fazer cumprir contratos (Atkinson &amp; Stiglitz, 1980). Em outras palavras, o tamanho do aparelho estatal poderia diminuir, o que reduziria os papéis e a importância dos SIBs ao longo do tempo.</p>		
<b>(Gutierrez et al., 2011, p. 6)</b>	<p>Na prática, no entanto, o consenso quanto à importância dos SIBs mudou substancialmente ao longo do tempo ", de um caso claro para a necessidade de Bancos e Desenvolvimento na década de 1950 para a visão de que os bancos de desenvolvimentos criaram mais ineficiências e distorções a uma visão mais eclética de intervenções "amigáveis" no mercado dentro de um papel limitado para as instituições "(Gutierrez et al., 2011, p.6).</p>	Importância dos SIBs	Mudanças de visão
<b>(McKinnon, 1973)</b>	<p>Hipótese de Repressão Financeira (McKinnon, 1973), segundo a qual a utilização (por bancos de desenvolvimento ou outras instituições centrais de planejamento) de taxas de juros de longo prazo baixas ou negativas (em termos reais) é a causa e não a consequência da inexistência de um mercado de crédito de longo prazo. As taxas de juros de longo prazo gerenciadas iriam eliminar o crédito que de outra forma seria fornecido por agentes privados em um mercado livre, inibindo a atividade dos bancos comerciais e a criação de um mercado de capitais.</p>	Hipótese de Repressão Financeira	Taxas de juros de longo prazo e crédito
<b>(Friedman, 1979; Hemming et al., 2002).</b>	<p>Teoricamente, a exclusão das críticas está associada a alguns modelos de crescimento dominante (Neo-Keynesiano ou Novo Clássico) que resultam em investimentos públicos que esvaziam os investimentos privados, particularmente se os déficits governamentais são financiados por meio da dívida (Friedman,</p>	Hipótese da exclusão	Esvaziamento do financiamento privado devido ao investimento público

---

1979; Hemming et al., 2002) .

---

<b>(Tassey, 2012)</b>	Como a hipótese de exclusão é derivada de modelos econômicos específicos, sua validade permanece controversa (Tassey, 2012). Assim, uma demonstração da direção da causalidade entre os investimentos públicos e a inexistência de um mercado de capitais de longo prazo ou confirmando a hipótese de exclusão tem se revelado elusivo.	Hipóteses da exclusão	Influências e controvérsias
<b>Krueger (1990)</b>	Krueger (1990) argumentou que, historicamente, "os programas de investimentos governamentais eram altamente ineficientes e desperdiçados ... [e] levaram a altas taxas de inflação, com consequências para a alocação de recursos, poupança e alocação de investimentos privados". P. 3). Ela também afirma que a má alocação de recursos pelo setor público é muitas vezes acompanhada de "corrupção em grande escala e visível" e beneficia os membros mais ricos da sociedade	Má alocação de recursos Program as de investimentos governamentais	Ineficientes Aumento da taxa de inflação Má alocação de recursos corrupção
<b>(Gutierrez et al., 2011)</b>	Em consonância com este ponto de vista, os críticos argumentam que, devido à interferência política, os SIBs tenderiam a financiar projetos patrocinados pelo governo sem dar a devida consideração ao objetivo de alocação ótima de recursos; Em vez disso, o objetivo seria alavancar um orçamento governamental, de outra forma limitado (Gutierrez et al., 2011).	Interferência política Má alocação de recursos	
<b>(La Porta et al., 2002; Hanson, 2004)</b>	Na maioria dos casos, segundo a crítica, os projetos patrocinados pelo governo são aqueles que são altamente visíveis (grandes projetos) ou aqueles que favorecem seus aliados / círculos eleitorais (porkbarrel politics), muitas vezes bem conectados e que querem expandir seus negócios (La Porta et Al., 2002, Hanson, 2004).	Círculos eleitorais porkbarrel politics	
<b>(Gutierrez et al., 2011)</b>	O outro lado do argumento é que os políticos serão relutantes em "deixar um projeto fracassar" devido às consequências políticas de tal fracasso.	Consequências políticas garantir	

	Em última análise, se o portfólio de projetos (patrocinados pelo governo) não fornecer fluxo de caixa suficiente, o SIB ficará insolvente e até enfrentará falência (Gutierrez et al., 2011).	am o andamento positivo do projeto	
<b>Hanson (2004)</b>	Hanson (2004) citou exemplos de bancos públicos na Indonésia e na Índia. Associado a Misallocation de recursos devido a vieses políticos	Alocação ineficiente e de recursos	Exemplos
<b>Krueger (1990)</b>	Krueger (1990) citou exemplos da Tailândia e do Sri Lanka. Associado a Misallocation de recursos devido a vieses políticos	Alocação ineficiente e de recursos	Exemplos
<b>(Hanson, 2004).</b>	Muitos SIBs direcionam suas finanças em tecnologias e setores específicos, na tentativa de escolher vencedores. No entanto, os críticos argumentam que os SIBs (e agências governamentais, em geral) são pobres em fazer isso porque não têm a capacidade, a informação e os incentivos necessários para ter sucesso nessas tentativas (Hanson, 2004).	Escolha de vencedores	SIBs com ineficientes na escolha dos grandes campeões
<b>(Grant, 1982)</b>	Este ponto de vista argumenta que políticos e burocratas são maus ou gerentes tendenciosos e carentes em disciplina, fornecida pelos mercados. Portanto, as tentativas governamentais de escolher os vencedores "ignoram tanto as deficiências do governo na previsão das mudanças industriais quanto na gestão da atividade empresarial e as lições da experiência passada" (Grant, 1982, p.29). Embora os governos pudessem estar em melhor posição do que as empresas privadas para prever mudanças técnicas, sua seleção de "vencedores" refletiria necessariamente um consenso em vez de uma variedade de pontos de vista (como quando os mercados selecionam tecnologias); Isso, por sua vez, resultaria na seleção de uma tecnologia subótima (Grant, 1982).	Escolha de vencedores	Políticos e burocratas são maus ou tendenciosos e não possuem disciplina para escolher em quem ou no que investir
<b>(Hanson, 2004)</b>	No caso dos SIBs, os críticos também argumentam que essas instituições financeiras públicas também são incapazes de escolher os vencedores, porque as considerações políticas	Escolha de vencedores	Considerações políticas substituem as considerações comerciais

	substituem as considerações comerciais (Hanson, 2004).		
<b>Lisboa and Latif (2013)</b>	Assim, devido a uma suposta incapacidade técnica e política, Lisboa e Latif (2013) criticaram o BNDES, que "vem recebendo" vencedores "que não investe em projetos intensivos em capital nem em projetos que melhorem seu desempenho" (p. 38).	Escolha de vencedores	Críticas ao BNDES Incapacidade técnica e política
<b>Lazzarini et al. (2015, p. 250)</b>	Da mesma forma, através de uma análise aprofundada dos investimentos do BNDES, Lazzarini et al. (2015, p.250) argumentam que "o BNDES está emprestando a empresas que não estão mudando seu desempenho e investimento condicionados aos novos empréstimos ... Ao direcionar essas firmas, os bancos de desenvolvimento podem ser os mutuários escolhidos, deixando as empresas de alto risco para as privadas Inibindo o surgimento de um mercado privado de empréstimos de longo prazo ". Nesse sentido, o BNDES não estaria escolhendo vencedores, ao mesmo tempo em que esvazia investimentos privados.	Escolhas de investidores Esvaziamento do setor privado	Inibimento do setor privados de empréstimos a longo prazo
<b>(Gutierrez et al., 2011)</b>	Os críticos argumentam que os SIBs devem ser estruturados de forma a equilibrar a necessidade de responsabilizar os gerentes pelas suas decisões contra o risco de captura por interesses privados (Gutierrez et al., 2011).	Captura pelos interesses privados	
<b>(Hanson, 2004)</b>	Por conseguinte, a estrutura ideal de agente principal (governança) para um SIB facilitaria a criação de incentivos para que os gestores atingissem os diferentes objetivos definidos pelo Estado (por exemplo, apoiar o desenvolvimento da indústria, criar emprego, Promovendo a inovação, enfrentando desafios sociais, etc.) e permitindo que o Estado julgue o desempenho do SIB e responsabilize a administração (Hanson, 2004).	Principal agente	incentivos para que os gestores atingissem os diferentes objetivos definidos pelo estado
<b>(Krueger, 1974)</b>	Também isolaria a administração da influência de outros atores (do setor privado) envolvidos na busca de renda (Krueger, 1974), que estariam dispostos a	Captura pelos interesses	

	usar pressão política e até mesmo suborno para obter um empréstimo subsidiado do banco estadual de desenvolvimento.	privados	
<b>(Hanson, 2004, p. 10)</b>	Os críticos argumentam que, na prática, os SIBs (ou bancos públicos em geral) tendem a carecer de bons sistemas de informação, por causa das operações generalizadas, das comunicações nacionais fracas e da falta de pessoal de tecnologia da informação, além de fundos para contratá-los. Equipamento "(Hanson, 2004, p.10). Isso resulta em uma estrutura burocrática não-transparente que é propensa a captura ineficiente e política.	Ineficiênc ia dos SIBs	Devido à falta de recursos tecnológicos, tipos de operações
<b>Lisboa and Latif (2013)</b>	Lisboa e Latif (2013), por exemplo, acusaram o BNDES de não cumprir com os principais atributos de projeto para uma política industrial bem-sucedida ... Não há transparência nas operações do BNDES. Nenhum dado disponível sobre o total de subsídios fornecidos de benefícios a empresas ou setores e o custo-benefício das políticas. Além disso, a avaliação do resultado das decisões de investimento do BNDES também não está disponível "(p.38).	Críticos BNDES	Falta de transparência
<b>(Minsky, 1992)</b>	Algumas estruturas são propícias ao que Minsky chama de "desenvolvimento de capital" da economia, que inclui equipamentos de capital privado, tecnologias, habilidades e infra-estrutura pública (Minsky, 1992)	Heterodo xo	contraciclico
<b>(Wray, 2012, p. 310)</b>	No entanto, o desenvolvimento de capital é dificultado quando as finanças especulativas visam ganhos de curto prazo e de baixo risco através da troca de securities e outros tipos de investimentos que são pouco mais que esquemas de pirâmide "(Wray, 2012, p.310).	Heterodo xo	contraciclico
<b>(Minsky and Whalen, 1996; Papadimitriou and Wray, 1998)</b>	Minsky descreveu a arquitetura financeira laissezfaire que foi criada na década de 1980 como "Money Manager Capitalism", que ele acreditava estar inibindo o "desenvolvimento de capital da economia", porque levou à especulação, curto prazo, volatilidade, incerteza e instabilidade financeira. Minsky e Whalen,	Heterodo xo	contraciclico

	1996, Papadimitriou e Wray, 1998). Portanto, o problema não é tanto a aversão ao risco, mas a financiarização e especulação, que afetam o papel anticíclico, assim como os outros três papéis dos SIBs.		
<b>(Perez, 2002)</b> <b>(Keynes, 2006 [1936], p. 246),</b> <b>(Keynes, 1980, p. 298)</b> <b>(Tcherneva, 2008, p. 18).</b>	Essa situação, que se repetiu na história capitalista (Perez, 2002), exige uma intervenção da política pública, que pode assumir a forma de uma reforma do sistema financeiro e / ou da inovação e das políticas fiscais (por exemplo, através de SIBs) , Duas das quais foram políticas implementadas nos Estados Unidos com o New Deal, que foi influenciado pelas idéias de Keynes. No domínio da política fiscal, Keynes apelou à "socialização dos investimentos" como "o único meio de assegurar uma aproximação ao pleno emprego" (Keynes, 2006 [1936], p. 246). No entanto, Keynes não estava tão preocupado com o subinvestimento quanto com a subutilização dos recursos produtivos, particularmente o trabalho. O objetivo de suas propostas de política não era aumentar os investimentos per se, mas diminuir o desemprego. Como observa Tcherneva: "O investimento público é uma abordagem direta para a redução do desemprego. Acrescente-se a isso os efeitos secundários do emprego produzidos pelo efeito multiplicador e podemos estimar o quanto os gastos com obras públicas são necessários para fechar o hiato da demanda [de mão-de-obra]. Sempre que Keynes falava de quanto da renda nacional e das despesas são necessárias para manter o pleno emprego, seus "cálculos são em termos de homens equivalentes ... e mulheres, se estiverem desempregadas ..." (Tcherneva, 2008). , Página 18).	Heterodoxo	contracíclico

<p><b>Schumpeter (1934 [1912]); (Schumpeter, 2002 [1912], p. 96–97)</b></p>	<p>Em Schumpeter (1934 [1912]), o desenvolvimento econômico é um processo endógeno descontínuo e resulta de investimentos em "novas combinações": novos métodos de produção, novos produtos, abertura de novos mercados, novas fontes de oferta e novas formas de organização - Tudo isso perturba o equilíbrio econômico prevalecente. Do ponto de vista do empreendedor ou da corporação, o objetivo de introduzir novas combinações é a criação de "rendas de monopólio" (ou "Rendas"). Intervenções e investimentos que procuram enfrentar uma falha de mercado visam trazer a economia de volta ao equilíbrio de concorrência perfeita, assim "matando" Schumpeterianos rents. Isso está em desacordo com a visão de Schumpeter do desenvolvimento econômico. De fato, no "perdido" sétimo capítulo da Teoria do Desenvolvimento Econômico, Schumpeter aponta para a limitação da perspectiva estática da economia dominante que vê o desenvolvimento como um processo exógeno:</p>	<p>Heterodoxo</p>	<p>Papel desenvolvimentista</p>
	<p>Nosso resultado mais importante é que esse desenvolvimento econômico realmente existe. [...] Essa concepção é o contrário de uma explicação alternativa que pode ser expressa da seguinte maneira: um equilíbrio econômico, uma vez alcançado, será mantido, enquanto não houver perturbação proveniente do exterior. [...] De acordo com esta concepção, a economia pura desempenha apenas um papel passivo no desenvolvimento. As leis econômicas puras descrevem um [comportamento] particular dos agentes econômicos, cujo objetivo é alcançar um equilíbrio estático e restabelecer tal estado após cada perturbação. [...] É verdade que este modo de pensar corresponde aos princípios fundamentais da economia estática. Permite a formulação precisa de leis estáticas ... Contudo, defendemos que</p>		

---

a concepção descrita não é suficiente para explicar o desenvolvimento real da economia. (Schumpeter, 2002 [1912], página 96-97)

---

<b>(e.g. Prebisch, 1950; Singer, 1950; Hirschman, 1958; Nurkse, 1966).</b>	A limitação da visão de falha de mercado no papel de desenvolvimento torna-se mais aparente quando olhamos para o trabalho de economistas desenvolvimentistas estudando processos de recuperação e industrialização (por exemplo, Prebisch, 1950, Singer, 1950, Hirschman, 1958, Nurkse, 1966).	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista
<b>(Abramovitz, 1986)</b>	Moisés Abramovitz (1986), um economista mais preocupado com o crescimento, a produtividade e os ciclos de negócios nas economias desenvolvidas, que originalmente formulou a "hipótese de recuperação": "Os países tecnologicamente atrasados têm potencial para gerar crescimento mais rápido do que aquele os países mais avançados, desde que suas capacidades sociais estejam suficientemente desenvolvidas para permitir a exploração bem-sucedida de tecnologias já empregadas pelos líderes tecnológicos" (p. 390) A chave desta definição é a qualificação das "capacidades sociais", uma variável que é difícil de medir, mas inclui a competência técnica e as instituições políticas, comerciais,	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista

---

	industriais e financeiras (Abramovitz, 1986).		
<b>Prebisch (1950), Singer (1950), Nurkse (1966)</b>	De fato, Prebisch (1950), Singer (1950), Nurkse (1966), entre outros, teorizaram sobre problemas de (falta) industrialização, desequilíbrios comerciais e disponibilidade insuficiente de capital nos países subdesenvolvidos, Estratégias de desenvolvimento através de investimentos e políticas governamentais.	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista
<b>(Rodrik, 2004).</b>	Nessa perspectiva, o desenvolvimento econômico não é resultado de vantagens competitivas naturais (exógenas e ex-ante), mas da criação endógena de novas oportunidades que levam ao estabelecimento de vantagens competitivas (Rodrik, 2004).	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista
<b>(Wade, 1990; Amsden, 2001; Chang, 2002)</b>	O trabalho sobre o estado de desenvolvimento revelou a importância da "mão visível" do Estado na industrialização e na mudança tecnológica (Wade, 1990, Amsden, 2001, Chang, 2002)	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista
<b>(Rodrik, 2004)</b>	Mais recentemente, esta literatura também enfatizou o estado de rede de desenvolvimento como sendo chave: uma rede descentralizada de diferentes tipos de agências estatais que podem promover a inovação eo desenvolvimento. Isso exige que a estrutura de custos de uma economia seja descoberta a fim de identificar que tipos de bens e serviços que já existem nos mercados mundiais podem ser produzidos em uma economia doméstica a baixo custo (Rodrik, 2004)	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista
<b>(Mathews, 2006).</b>	Em conformidade com esta visão alternativa, as SIB desempenham um papel central no desenvolvimento das capacidades sociais e na promoção do processo de recuperação; Em muitos casos, também representam uma "agência líder", coordenando uma rede de atores nos esforços de desenvolvimento dos países atrasados (Mathews, 2006).	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista

<b>(Reinert 1999; Mathews, 2006; Etzkowitz and Ranga, 2009)</b>	Para isso, um banco de desenvolvimento / SIB pode funcionar como uma agência para fomentar o desenvolvimento do conhecimento; Investir em infraestrutura; Promover o comércio estratégico (como a substituição de importações, a obtenção de fontes de materiais) e a alavancagem financeira; Priorizar os investimentos nos sectores estratégicos existentes (reforço das vantagens comparativas); Criar 'campeões nacionais' capazes de competir nos mercados internacionais; E dar coerência às políticas económicas (Reinert 1999, Mathews, 2006, Etzkowitz e Ranga, 2009)	Heterodoxo	Papel desenvolvimentista
<b>(Minsky, 1993)</b>	Há duas razões principais pelas quais um foco na redução, como indicada pela MFT, do apoio ao empreendimento via venture capital, é equivocado. Primeiro, Minsky sugeriu que uma forma que a socialização keynesiana dos investimentos deveria tomar é a dos bancos de desenvolvimento comunitário, criados para preencher a lacuna nos serviços bancários e financeiros para pequenas empresas e indivíduos em certas comunidades locais (Minsky, 1993). A essência dos bancos de desenvolvimento comunitário era promover a inclusão financeira de certos estratos da sociedade e de certas regiões, mas isso não é um fim em si mesmo, como pareceria a partir de uma perspectiva de falha de mercado. Minsky estava preocupado com o desenvolvimento do capital da economia, que ele concebeu como o desenvolvimento do capital humano e do capital social. Portanto, os objetivos dos bancos de desenvolvimento comunitário que executar]ap o papel microeconômico dos SIBs são dinâmicos: a inclusão e o desenvolvimento de indivíduos, empresas e comunidades excluídas do sistema econômico. Aliás, isso é muitas vezes obtido através do fornecimento de capital de risco para pequenas empresas ou microfinanças para indivíduos.	Heterodoxo	Venture

<b>(Mazzucato, 2013a)</b>	Nem todas as PMEs enfrentam um problema de oferta de capital devido a questões de seleção adversa e risco moral. É um mito que todas as PME são iguais em termos de sua propensão a inovar e crescer (Mazzucato, 2013a).	Heterodoxo	Venture
<b>(Haltiwanger et al., 2013)</b>	There is no systematic evidence of a uniform relationship between firm size and growth (Haltiwanger et al., 2013).	Heterodoxo	Venture
<b>(Bloom and Van Reenen, 2007)</b>	Além disso, as pequenas empresas parecem menos produtivas do que as grandes, devido a questões de gestão (Bloom e Van Reenen, 2007).	Heterodoxo	Venture
<b>(Nightingale and Coad, 2014)</b>	O desafio para as SIBs não é tanto fornecer financiamento abundante para todas as PMEs, mas encontrar e nutrir as chamadas "gazelas" (Nightingale e Coad, 2014); Ou seja, empresas jovens e de alta tecnologia que são PMEs. Nutrir este grupo requer tanto capital financeiro (na forma de VC) como capital social (às vezes, networking e co-gestão).	Heterodoxo	Venture
<b>Rodrik (2004)</b>	Identificar as gazelas econômicas é semelhante ao que Rodrik (2004) chamou de processo de "descoberta" da estrutura de custos de uma economia e de atividades que podem ser lucrativamente exploradas para promover o crescimento. Portanto, o papel do desenvolvimento microeconômico é também um tipo de política industrial, pois complementa o papel de desenvolvimento macroeconômico, selecionando empresas e projetos específicos que têm o potencial de gerar renda e desenvolvimento econômico.	Heterodoxo	Venture
<b>(O'Sullivan, 2004; Mazzucato, 2013b).</b>	Têm o potencial de gerar aluguéis schumpeterian rents e desenvolvimento econômico. Além disso, os economistas que trabalham na tradição schumpeteriana teorizaram mais sobre o desenvolvimento tecnológico e a inovação ("novas combinações") como um processo endógeno para o crescimento e desenvolvimento econômico. Portanto, a questão não é uma das "assimetrias de informação", o que pressupõe que algumas partes conhecem os riscos de um	Heterodoxo	Venture

	<p>projeto de inovação ter sucesso ou fracassar. A inovação é um empreendimento que não é apenas arriscado, mas fundamentalmente incerto, de modo que ninguém conhece as chances de sucesso. A inovação requer financiamento, mas o tipo de financiamento recebido afeta os tipos de investimentos realizados (O'Sullivan, 2004; Mazzucato, 2013b).</p>		
<b>Mazzucato (2013a)</b>	<p>O novo papel de suporte ao risco das SIBs é semelhante às ações de um estado empreendedor. Este conceito, introduzido por Mazzucato (2013a), baseia-se na noção de "Estado do Desenvolvimento", mas o empurra ainda mais, concentrando-se no tipo de risco que o sector público está disposto a absorver e assumir. Mazzucato (2013a) descreve o papel assumido pelo Estado nos poucos países que alcançaram o crescimento liderado pela inovação e mostra que, nesses países, o Estado desempenhou um papel de liderança no investimento em toda a cadeia de inovação, desde a pesquisa básica até o financiamento tipo seed no estágio inicial das empresas para financiar a comercialização e entrada no mercado. Este enfoque crescenteno tipo de riscos assumidos liderado pelo Estado. Mazzucato (2013a) conclui que ignorar o alto risco e incerteza que o Estado tem absorvido tem causado a privatização dos frutos do papel inovador (innovation-led) do Estado, embora o risco subjacente tenha sido socializado e financiado através de dinheiro dos contribuintes.</p>	Heterodoxo	Venture
<b>(Keynes, 1926)</b>	<p>A pesquisa sobre políticas científicas e tecnológicas em iniciativas orientadas para a missão fornece uma conceituação alternativa e mais completa do papel sistêmico das SIB, pois, ao realizá-lo, elas vão além de uma falha de mercado para internalizar os custos externos. Nesse papel, os SIBs ajudam a "fazer as coisas acontecerem caso contrário não ocorreriam", como Keynes sugeriu que o Estado fizesse (Keynes, 1926).</p>	Heterodoxo	Challenge-led

<b>Polanyi (2001 [1944])</b>	Mais importante ainda, abrem o caminho para uma "Grande Transformação", como descrito por Polanyi (2001 [1944]), que mostrou que os mercados capitalistas estão profundamente "embutidos" nas instituições sociais e políticas, tornando sem sentido um Estado estático usual vs. justaposição.	Mercado s capitalist a embutid os no social e político
<b>Carlos Augusto Vidotto (2005)</b>	focaliza a reforma dos bancos federais brasileiros ao longo dos anos 1990 e primeiros anos da década atual. Preliminarmente resgatam-se suas principais medidas, associando-as ao comportamento do crédito concedido por essas instituições. Evidencia-se então a existência, até aqui pouco considerada, de um programa condutor da reforma. A seguir identificam-se alguns antecedentes que vêm constituir a base "doutrinária" de tal programa, diferenciando aqueles que se aplicaram ao caso dos bancos estaduais dos que sustentaram o tratamento dos federais. A partir dessa identificação, examinam-se brevemente os fundamentos de teoria econômica associáveis a cada etapa da reforma.	
<b>La Porta et al. (2000)</b>	ênfaticamente a presença significativa dessas instituições no conjunto das economias menos desenvolvidas. Conforme estudo sobre a reestruturação dos mercados financeiros da região (BIS, 2001), a Europa enquadra-se naquela situação de recuo apontada acima.	
<b>(Gardener; Williams, 1996)</b>	Além de abrigar um conjunto muito diversificado de instituições, a experiência européia vem acompanhada de mudanças organizacionais e de estratégia operacional já perceptíveis em meados da década passada	
<b>(Arun; Turner, 2002)</b>	Em países do leste e sudeste asiáticos a privatização de bancos públicos avançou gradualmente a partir do início nos anos 1970	

---

**(Arun; Turner, 2002)**

o Banco Postal no Japão, bastante diversificado, constitui um contraponto importante à tendência de declínio observada na região. Na Índia, a participação conjunta do State Bank of India e dos bancos nacionalizados mantinha-se em 80% em 1999, sem ter sofrido qualquer variação expressiva nas três décadas anteriores, e, embora conviva com uma estrutura de custos excessivos (Arun; Turner, 2002), só recentemente assiste-se a medidas de estímulo à participação privada no sistema.

---

**Sherif; Borish e Gross (2003)**

Quanto às economias ex-socialistas da antiga URSS e do leste europeu, seria natural que a privatização estivesse inscrita na própria transição para o capitalismo. De fato, num grande número delas constata-se uma trajetória da participação estatal rumo à irrelevância ou completa extinção, num processo combinado com o ingresso do capital estrangeiro nos mercados financeiros domésticos e, em diversos casos, com a preservação de fortes laços entre os bancos privatizados e o setor público, conforme Sherif; Borish e Gross (2003). Na Federação Russa, entretanto, a presença estatal vem aumentando desde a crise de 1998 e a participação nos depósitos alcançava 58% ao final do ano 2000. (4) Segundo os autores, “mais de 460 bancos são de propriedade estatal e as instituições públicas (Banco Central incluído) detêm ações ou participam do capital de 679 desses bancos” ao final de 2001 (Sherif; Borish e Gross, 2003, p. 46) e, embora o governo tivesse planos de um grande programa de desinvestimento, seriam preservadas as entidades de crédito especializado e os maiores bancos estatais, entre os quais o maior deles (Sberbank) detinha 45% dos depósitos e 25% dos empréstimos totais do sistema (final de 2000).

---

<b>Cull e Xu (2000)</b>	a China, que preserva um sistema financeiro quase totalmente estatizado e com diferenciações estruturais tardias, do que é exemplo a constituição formal de um banco central somente a partir de 1995. Cull e Xu (2000) sustentam que nos anos 1980, principalmente, os bancos chineses foram mais eficazes que a burocracia estatal no escrutínio de projetos de investimento das empresas estatais.
<b>(Shih; Zang; Liu, 2004).</b>	[Caso Chinês] Ao final de 2002, somente os “quatro grandes” bancos estatais detinham 71% dos depósitos
<b>(Woo, 2002)</b>	[Caso Chines] Apesar de dominantes, esses bancos carregam graves problemas de qualidade de carteira, tendo recorrido a volumosos aportes de capital em 1998 e 2002 (Woo, 2002), assim como em 2004. Além disso, o ingresso na OMC em 2001 implica medidas de liberalização entre as quais sobressai uma abertura parcial ao ingresso do capital estrangeiro, deixando em aberto o rumo desse processo.
<b>Delfim Netto (2000)</b>	No Brasil, a despeito da importância dos bancos públicos dentro do sistema bancário e financeiro, a literatura sobre o assunto permanece um tanto escassa e voltada para recomendações de cunho pragmático. Isso talvez reflita a percepção de que o controle de capital das instituições financeiras, se privado ou estatal, se nacional ou estrangeiro, constitui tema um tanto adverso para a reflexão teórica. A entrega do controle dos bancos de varejo ao capital estrangeiro, por exemplo, seria questão sem resposta científica, seja do ângulo teórico, seja do empírico.
<b>Bacha (1989, p. 9)</b>	Em sentido semelhante, a escolha teria que “... ser decidida na prática, já que a teoria ensina que há problemas sérios tanto num mercado financeiro totalmente privado, quanto num dominado pela intervenção pública”,

<b>Fraga e Werlang (1995, p. 275)</b>	De fato, apresentar uma contribuição abrangente sobre o tema não deve ser coisa trivial, como mostra reiterada promessa de Fraga e Werlang (1995, p. 275) de trazer à luz uma “teoria econômica dos bancos públicos”, que infelizmente permanece “em preparação”
<b>(Cruz, 1994)</b>	Duas décadas após sua constituição, isto é, a partir dos governos militares, começou a se manifestar um distanciamento das entidades públicas em relação aos recursos do então BNDE. Visto que a mobilização de recursos para os investimentos dos setores público e privado comportou soluções radicalmente distintas, o autor considera aquele distanciamento tão mais grave na medida em que “/.../ o verdadeiro nó górdio do financiamento de longo prazo na economia brasileira esteve associado historicamente aos investimentos públicos, particularmente aos das empresas estatais” (Cruz, 1994, p. 77).
<b>(Cintra et al., 2000)</b>	O Bndes consolidou-se já nos anos 1990 como gestor do programa de privatização do governo federal (exceto quanto a instituições financeiras, conduzido pelo Banco Central), papel estratégico que representou uma nova etapa em sua trajetória (Cintra et al., 2000), ocupando lugar de relevo no projeto de desenvolvimento capitalista que então se ensaiou, segundo os autores. Por outro lado, o banco também diversificou suas fontes de funding nesse período, com o ingresso de recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).
<b>(Vidotto, 1997)</b>	[BB] Na reforma orçamentária de 1986-1988 perdeu a condição de autoridade monetária, que dividia com o Banco Central desde 1964 (Vidotto, 1997) e, após a estabilização, enfrentou uma crise da qual se livrou com um aporte de capital da ordem de R\$ 8 bilhões em 1996, majoritariamente subscrito pelo Tesouro Nacional (Vidotto, 2000).

<b>Cintra (1999) e Carneiro (1995)</b>	Sobre escolas racionais das reformas liberais em diversos países da América Latina. (8) Para a experiência dos países do Cone Sul e uma crítica dessa teoria, ver Cintra (1999); sugere-se Carneiro (1995) para uma resenha precisa.
<b>McKinnon (1993)</b>	uma das obras mais representativas dessa vertente, contempla essa correção de rota. Nos anos 1990 a visão do seqüenciamento cedeu espaço à proposta de simultaneidade das reformas.
<b>Lundberg (1993)</b>	Nesse percurso, os policy makers brasileiros viram-se compelidos a forjar uma base doutrinária para sua intervenção. A visão canônica que informou a abordagem oficial da reforma dos bancos públicos foi exposta em Lundberg (1993), onde se estabelece a seguinte disjuntiva: ou os bancos públicos circunscrevem-se ao papel de fomento, prioritariamente incumbidos do repasse de recursos fiscais e sem dispor de autonomia empresarial para deslançar sua face comercial e concorrencial, circunstância em que se afiguram como caso de finanças públicas; ou se trata de um caso de sistema financeiro, subordinado à alçada regulatória do Banco Central e sem diferenciação que os favorecesse perante as demais instituições bancárias. Evidentemente, essa formulação objetivava reduzir o campo de análise à problemática da separação entre questões fiscais e parafiscais, de um lado, e a gestão da política monetária e creditícia, de outro – subordinadas ambas à abordagem que viria informar o programa de estabilização que se gestava.
<b>(Fraga; Werlang, 1995)</b>	Os bancos oficiais federais funcionam como unidades independentes de geração de gastos do governo federal, observando-se nestes problemas semelhantes aos dos bancos estaduais.

	<p>Obviamente, estando o controle final destas unidades gastadoras sob o Executivo federal, o problema da descoordenação pode ser mitigado, mas não evitado.”</p>
<b>Bacha (1994)</b>	<p>Por trás da disjuntiva “finanças públicas x mercado financeiro”, era o modelo do financiamento inflacionário do déficit público que pulsava como centro teórico de gravitação para a doutrina bancária oficial. Bacha (1994), em particular, cujo diagnóstico exerceu grande influência na formulação e discurso oficial do Plano Real, apresenta a inflação daquele período como funcional para a cobertura de um déficit “ex ante”, na medida em que a defasagem de pagamentos corrói o valor das despesas orçamentárias e as compatibiliza com as receitas.</p>
<b>Lei 117/91</b>	<p>O chamado “projeto do Banco Central”, elaborado pelo mesmo Eduardo Lundberg e outros, não teve chancela oficial, mas teve divulgação autorizada como de “um grupo de funcionários”. O Projeto de Lei 117/91, considerado principal projeto da esquerda, foi apresentado pelo deputado José Fortunatti (então PT/RS) e redigido pelo atual secretário executivo do Ministério da Fazenda, Bernard Appy.</p>
<b>Lopreato (2000). Ness Jr. (2000)</b>	<p>Para uma análise mais geral do endividamento dos governos estaduais nos anos 1990, onde se insere a privatização desses bancos, ver Lopreato (2000). Ness Jr. (2000) analisa a privatização dos estaduais da ótica oficial e, se tem o mérito de destacar a diferenciação de tratamento entre estaduais e federais, não apresenta para ela qualquer hipótese explicativa.</p>
<b>Cf. Voto CMN 162/95 e sucedâneos, depois ampliados pela MP 1.560, de 19 de dezembro de 1996, convertido em Lei 9.496/97.</b>	<p>Em 1994 o BC colocou o maior banco estadual, o Banespa, sob intervenção,<sup>13</sup> e no ano seguinte foi lançado o Programa de Apoio à Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados (Parafe),<sup>14</sup> que estabeleceu condicionalidades e metas de equilíbrio em troca de linhas de ajuda financeira para os Estados e respectivos bancos</p>

<b>MP 1.514, de 7 de agosto de 1996, depois regulamentado em fevereiro de 1997.</b>	PROER
<b>Nota Técnica 020 da Secretaria Executiva do Ministério da Fazenda, de 23 de julho de 1995</b>	<p>A Nota Técnica 020 da Secretaria Executiva do Ministério da Fazenda, de 23 de julho de 1995, é um sucinto documento firmado pelo secretário executivo com o “de acordo” do ministro da Fazenda, respectivamente Pedro Parente e Pedro Malan. Originalmente um documento interno de governo, tornou-se público ainda em 1995, quando foi divulgado e submetido a debates no Congresso Nacional. Doravante referido como NT-020 ou Nota; nesta seção, os trechos destacados são citações do documento. ; A evidência documental do programa de reforma dos bancos federais encontra-se na Nota Técnica MF-020, que engloba um feixe abrangente de diretrizes visando a estabelecer “as missões estratégicas dessas empresas, seus objetivos, parâmetros de ajustamento e de linhas de ação”. Identificam-se no documento quatro blocos de questões, cuja seqüência pode ser reordenada como segue: razão de ser e caráter empresarial, eficiência, identidade e missão de cada banco e, por fim, diagnóstico e recomendações.</p>
<b>(Cecon-Unicamp, 2000)</b>	<p>Essa divisão estanque entre os três segmentos seria inteligível somente como uma aproximação aos objetivos de conferir transparência ao fluxo interno de recursos e coibir a possibilidade de subsídio cruzado, impedindo que o banco estatal utilizasse o retorno de operações comerciais naquelas de interesse supostamente social. E, por conseqüência, esvaziar o poder discricionário da burocracia empresarial. Sem recorrer a questionamentos de fundo, caberia apontar a limitação de tal princípio perante a possibilidade de combinarem-se aqueles instrumentos (linhas comerciais, de fomento, serviços diversos) em operações</p>

---

mais complexas. O resultado disso poderia ser até oposto ao que o discurso oficial alegava evitar: a instrumentalização das linhas e recursos sociais para aumentar o resultado comercial; o resumo da trajetória dos bancos federais na seção 2 deste artigo não incorpora essa hipótese, embora teses como a da “privatização oculta” (Cecon-Unicamp, 2000) guardem proximidade com ela.

---

**Costa 2000**

COSTA, Fernando N. Por uma alternativa para a reorientação estratégica das instituições financeiras públicas federais: uma crítica construtiva ao Relatório Booz Allen & Hamilton – Fipe/Usp submetido à audiência pública. [s.l.: s.n.], 2000. Mimeografado.

---

**Stiglitz**

Stiglitz também faz carga contra a incapacidade de os adeptos da “repressão financeira” distinguirem em termos teóricos e nas suas conseqüências práticas uma repressão moderada, em geral desejável, de um grau deletério de repressão financeira. À repressão em alguns segmentos – o financiamento imobiliário num ciclo que ameaçasse valorizar perigosamente esses ativos, por exemplo – poderia corresponder o estímulo creditício a outros setores produtivos, ressaltando que a ação estatal contracíclica pode incluir tanto o fomento como uma repressão preventiva.

---

---

**Stiglitz (1994)**

Stiglitz (1994), em sua crítica à hipótese dos mercados financeiros eficientes, assume que a posse de informações implica custos, daí que estejam assimetricamente distribuídas entre agentes econômicos. Por conseqüência, os mercados informação-intensivos não são perfeitamente competitivos, mas inerentemente falhos. Como os mercados financeiros dependem de informação em sentido qualitativamente superior aos demais, são acometidos endemicamente de falhas; além disso, como correspondem ao “cérebro” do sistema econômico, locus decisório principal sobre investimento, produção, etc., dos demais mercados, a economia como um todo não pode operar eficientemente. Assim, microfundamentando convencionalmente um equilíbrio subótimo na hipótese dos custos informacionais, Stiglitz pode avançar nas prescrições de uma atuação estatal diversificada onde, cabe frisar, a presença empresarial direta é invocada em papel muito subsidiário e eventual.

---

**Stiglitz**

Stiglitz também faz carga contra a incapacidade de os adeptos da “repressão financeira” distinguirem em termos teóricos e nas suas conseqüências práticas uma repressão moderada, em geral desejável, de um grau deletério de repressão financeira. À repressão em alguns segmentos – o financiamento imobiliário num ciclo que ameaçasse valorizar perigosamente esses ativos, por exemplo – poderia corresponder o estímulo creditício a outros setores produtivos, ressaltando que a ação estatal contracíclica pode incluir tanto o fomento como uma repressão preventiva.

---

---

**Torres Filho e Costa,  
2012**

Inicialmente, procura recuperar as principais teses contidas na bibliografia referente ao Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e seu papel histórico no financiamento do desenvolvimento socioeconômico brasileiro. O segundo objetivo é analisar a perspectiva do financiamento em longo prazo no País e qual será o papel futuro do BNDES nesse cenário. Inovações financeiras recentes transferiram o financiamento de longo prazo para fora dos balanços dos bancos em direção às carteiras de ativos dos fundos gestores de riqueza. A hipótese-chave é que o atual padrão de financiamento em longo prazo brasileiro deverá, nos próximos anos, sofrer alterações, aproximando-se, embora de forma própria, ao que já se vem praticando em outros países. Isso obrigará a uma mudança no comportamento dos principais atores desse mercado, destacadamente, na atuação do BNDES. Tal perspectiva deveria mudar o rumo do debate acadêmico, hoje, muito polarizado ideologicamente.

---

**ensaio clássico, “A Teoria Monetária e a História: Tentativa de Perspectiva”, publicado originalmente em 1967, o laureado John Hicks**

pergunta-se: "que sucedeu com as duas correntes de pensamento, a ortodoxa e a heterodoxa, no período clássico e neoclássico, ou seja, pré keynesiano?" A primeira era representada, grosso modo, por David Ricardo e seus seguidores da Currency School. Ela defendia que tudo funcionaria bem se encontrasse a forma pela qual o crédito atuasse como fosse dinheiro neutro, isto é, a moeda e o crédito não teriam existência própria no sentido de motivar decisões, seja de adiamento, seja de adiantamento de gastos. As instituições financeiras seriam consideradas, basicamente, atores passivos, ou seja,

	<p>meros intermediários financeiros. A outra corrente, representada por Henry Thornton e defensores da Banking School, defendia que o dinheiro creditício deveria ser administrado, ainda que fosse difícil regulá-lo</p>
<p><b>Em 1894, John Hobson apontava, no capítulo X de seu livro A Evolução do Capitalismo Moderno – Um Estudo da Produção Mecanizada,</b></p>	<p>A abordagem abstrata da teoria econômica hegemônica, no entanto, nos discursos dos banqueiros e dos economistas estava, por sua vez, em dissonância com a imposição da realidade de atraso histórico sofrida por vários países de capitalismo tardio. Em 1894, John Hobson apontava, no capítulo X de seu livro A Evolução do Capitalismo Moderno – Um Estudo da Produção Mecanizada, para a importância de “O Financiador” na formação das grandes corporações norte-americanas.</p>
<p><b>Alexander Gerschenkron, no livro O Atraso Econômico em sua Perspectiva Histórica (original de 1962),</b></p>	<p>Posteriormente, Alexander Gerschenkron, no livro O Atraso Econômico em sua Perspectiva Histórica (original de 1962), registrou que, em casos da Europa continental e do Japão, no final do século XIX, a ação dos bancos e do Estado foi decisiva para que a industrialização prosperasse muito rápido.</p>
<p><b>McKinnon (1973)</b></p>	<p>A Hipótese da Repressão Financeira, levantada por Ronald McKinnon (1973), afirmava que essa atuação, particularmente, o uso de taxas de juros em longo prazo baixas ou negativas em termos reais, seria a causa e não a consequência da ausência de mercado de capitais local. A solução do problema do financiamento, visto como idêntico ao da “canalização da poupança ao investimento”, teria de ser via mercado, no bojo de um conjunto de reformas liberalizantes, inclusive</p>

---

privatizando bancos estatais. Assim, agenda neoliberal tomou conta do Banco Mundial nos anos 1980 e sua adoção passou a ser contrapartida de empréstimos.

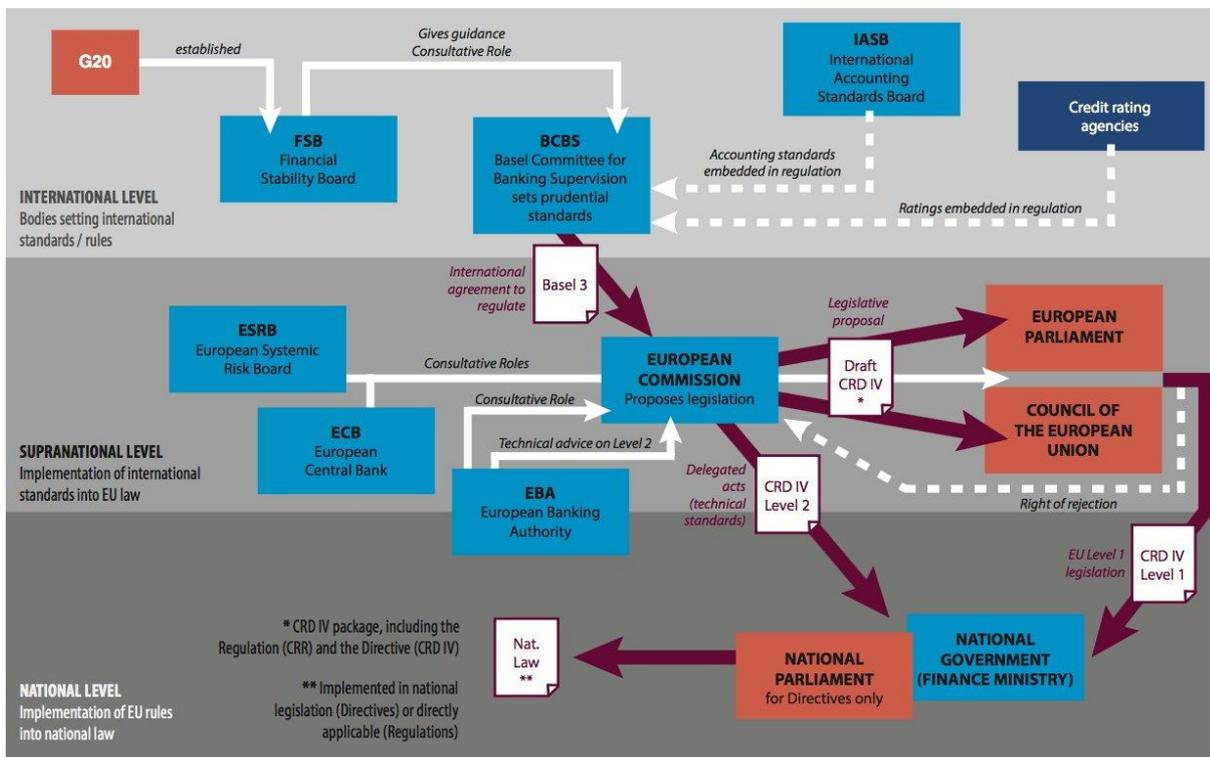
---

**Joseph Stiglitz (1981)**

Outra forma de tratar a questão aconteceu a partir da Hipótese das Falhas de Mercado. Seus autores keynesianos partiram da constatação de que falhas estruturais como a existência de assimetria de informações, poderiam comprometer a formação plena de mercados livres particularmente na área financeira. O Modelo de Racionamento do Crédito de Joseph Stiglitz (1981) foi construído sobre essa hipótese e a decorrente seleção adversa de maus clientes. A presença de bancos públicos com financiamentos em longo prazo era justificada com base no argumento de que supririam necessidades que o mercado privado não seria capaz de atender.

---

# APENDICE I – Atores regulatórios que influenciam a União Europeia



**LINHAS DE FINANCIAMENTO E FOMENTO**

<b>Linhas</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Valor Mínimo</b>	<b>Op. Direta</b>	<b>Garantias</b>	<b>Itens Financiáveis</b>	<b>Itens Financiáveis em P&amp;DI</b>	<b>Valores totais disponíveis</b>
<b>BNDES – PSI Inovação</b>  (Fundo de Investimento seed capital)  Base legal a Instrução CVM nº 391.	Apoiar o aumento da competitividade por meio de investimentos em inovação compreendidos na estratégia de negócios da empresa, contemplando ações contínuas ou estruturadas para inovações em produtos, processos e/ou marketing, além do aprimoramento das competências e do conhecimento técnico no país.	R\$ 1 milhão.  4% a.a., nos financiamentos a Planos de Investimento em Inovação; 5,5% a.a., nos financiamentos a atividades de engenharia local (condição válida até 31.12.2012).	SIM	SIM	<ul style="list-style-type: none"> <li>Atividades de engenharia local, apresentadas sob a forma de projeto de desenvolvimento e que ampliem a capacitação de empresas dos setores de Bens de Capital, Defesa, Automotivo, Aeronáutico, Aeroespacial, Nuclear, Petróleo e Gás, Químico, Petroquímico e na cadeia de fornecedores das indústrias de Petróleo e Gás e Naval. Admitte-se o apoio a empresas de Engenharia Consultiva, desde que em projetos destinados a atender aos setores apoiados pelo Programa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investimentos fabris para a introdução de inovações no mercado, desde que inseridos em um projeto de desenvolvimento no contexto do plano de investimentos em inovação;</li> <li>Edificações, desde que os investimentos sejam diretamente relacionados a atividades de P&amp;D e não sejam realizados de forma isolada;</li> <li>Despesas de P&amp;D correntes da empresa relacionadas ao plano de investimento em inovação; e</li> <li>Parques tecnológicos.</li> </ul>	O Patrimônio Comprometido do Ciatec II será de no mínimo R\$ 170 milhões, sendo que a participação do BNDES poderá alcançar até 80% do Patrimônio Comprometido do Fundo (limitado a R\$ 136 milhões).  Entre 2013 e 2014 será lançado, ainda, o Ciatec III.
<b>BNDES – FUNDO</b>  (anúncio no evento da ABV/CAP em 17/04/2012)	Atualmente, a instituição possui 29 fundos, sendo que 14 deles são de Seed e Venture Capital e, o restante, de Private Equity. Conforme os números apresentados nesta segunda-feira, o BNDES já investiu em 199 empresas através desses fundos.		NÃO	NÃO	<ul style="list-style-type: none"> <li>empresas inovadoras que atuem prioritariamente nos setores de TIC, Biotecnologia, Novos Materiais, Nanotecnologia, Agroalgóccios;</li> </ul>		Investir R\$ 1 bilhão em fundos de Private Equity e Venture Capital pelos próximos três anos (2012, 2013 2014)

**ANEXO I – Linhas de Investimento em Inovação**

